



Duben 2025

Kapitálové trhy – nevyužitá příležitost

Martin Zeman

Shrnutí

Využívání kapitálových trhů v České republice se v čase sice zvyšuje, ale stále je nedostatečné. Stát má řadu nástrojů a možností, jak zvýšit jejich využívání, a to i prostřednictvím tzv. libertariánského paternalismu. Zásady pravidel libertariánského paternalismu je možné aplikovat nejenom v oblasti zajištění na stáří, ale stát může „postrčit“ i tu část populace, kterou zaměstnává.

Hlavní body

- Kapitálové trhy představují zásadní prvek ekonomického růstu – umožňují podnikům financovat inovace a expanzi a investorům nabízejí možnosti diverzifikace a zhodnocení kapitálu.
- V České republice nejsou kapitálové trhy využívány v plné míře – investoři často preferují stabilnější a rozvinutější zahraniční trhy, zejména v USA.
- Zvýšení atraktivity kapitálových trhů si žádá cílená opatření – mezi ně patří podpora dlouhodobých investičních produktů (např. penzijní spoření či dětské investiční účty), daňové zvýhodnění, rozvoj zaměstnaneckých akciových plánů (ESOPů) a stabilní, předvídatelné regulační prostředí.

Využívání kapitálových trhů je v České republice dnes jednou z hlavních možností budoucího ekonomického růstu. Kapitálové trhy umožňují efektivní alokaci finančních prostředků mezi investory a podniky, což vede k optimalizaci využití kapitálu v národním hospodářství. Firmy mohou jejich prostřednictvím získávat potřebné finance na rozvoj, inovace a expanzi, zatímco investoři mohou ve střednědobém až dlouhodobém horizontu dosahovat výrazně vyšších výnosů. Kapitálové trhy poskytují investorům možnost diverzifikovat svá portfolia a investovat i do podnikatelských plánů a myšlenek s vyšší úrovní rizika a nejistoty, než by si primárně zvolili.

Tyto výhody kapitálových trhů nejsou využívány v plné míře nejen v České republice, ale ani v celé Evropské unii. Rozdrobenost evropského kapitálového trhu – tedy absence jednotného trhu a větší koncentrace kapitálu, je jedním z významných důvodů zaostávání Evropy za ekonomikou USA. Zatímco Evropská unie je založena na jednotném trhu zboží a služeb, její kapitálový trh je stále rozdělen do 27 národních trhů různé velikosti, fungujících na základě odlišných právních předpisů a daňových politik. To výrazným způsobem snižuje možnosti pohybu kapitálu, tato fragmentace navyšuje náklady obchodování a přesměrovává kapitál na americké trhy.

V současnosti však v Evropě roste snaha o změnu a vytvoření unie kapitálových trhů. Cílem je zjednodušení a rozšíření přístupu k financování prostřednictvím kapitálových trhů v celé Evropské unii, a to vytvořením jednotného a propojeného trhu založeného na společné regulaci. Jednotný kapitálový trh by přinesl širší investiční příležitosti pro jednotlivce i instituce a zároveň by zjednodušil přístup k financování pro firmy všech velikostí – zejména pro malé a střední podniky, které dnes narážejí na významné bariéry.

Úsilí o snížení fragmentace kapitálových trhů je pochopitelné a odráží reálné zkušenosti firem. Vychází z praktické zkušenosti řady evropských podniků. Mnoho těchto společností se setkalo s negativní zkušeností při pokusu o získání kapitálu na kapitálových trzích v České republice či v zemích Evropské unie. Po letech snahy v Evropě se mnohé z nich rozhodly vstoupit raději na americký akciový trh, který je administrativně jednodušší, zároveň nabízí vyšší likviditu, vyšší růstový potenciál a vyšší transparentnost. Navíc se americké kapitálové trhy vyznačují vysokou účastí inovativních firem, technologického a startupového sektoru. Ostatně švédská streamovací služba Spotify a německá biotechnologická firma BioNTech jsou příklady významných společností, které překročily Atlantik, aby mohly dále růst.

Z pohledu České republiky mírně roste využívání kapitálových trhů. Celkový objem majetku svěřeného správcům aktiv dosáhl k 30. 9. 2024 výše 3,081 bilionu Kč (AKAT, 2024). Stejně tak postupně roste počet investorů – ze 111 tisíc na konci roku 2011 na 1,9 milionu v roce 2023 (ČNB, 2024). Investice domácností do akcií a investičních fondů vzrostly za pět let (2018–2023) z 521,3 miliardy Kč na 1 385,7 miliardy Kč, což znamená, že podíl těchto investic na úsporách domácností vzrostl ze 17 % na téměř 24 % (MF ČR, 2024).

Navzdory tomuto rostoucímu trendu je třeba si uvědomit, že i když v České republice existující poptávka po akciích směřuje z velké části na kapitálové trhy mimo Evropskou unii, primárně do USA. Na Pražské burze cenných papírů se dnes obchoduje jen několik akciových titulů a větší firmy zde nové financování hledají jen zřídka. Přitom i navzdory relativně vyššímu riziku a nejistotě investic na akciových trzích ukazují průměrné roční výnosy hlavních globálních akciových indexů – i přes nedávné turbulentní roky – že tyto investice jsou ve střednědobém horizontu pro investory atraktivní.

Tabulka 1: Výkonnost indexů v jednotlivých letech

Index	2018	2019	2020	2021	2022	2023
MSCI ACWI	-10,4	25,2	14,1	20,1	-19,5	21,8
S&P 500	-6,2	28,9	16,3	26,9	-19,4	24,2
SSE Index	-24,6	22,3	13,9	4,8	-15,1	-3,7
Nikkei 225	-12,1	18,2	16	4,9	-9,4	28,2
FTSE 100	-12,5	12,1	-14,3	14,3	0,9	3,8
Euro Stoxx 50	-14,3	24,8	-5,1	21	-11,7	19,2
DAX	-18,3	25,5	3,5	15,8	-12,3	20,3
PX	-8,5	13,1	-7,9	38,8	-15,7	17,7

Zdroj: MF ČR, 2024, vlastní zpracování

Návrhy k rozvoji kapitálových trhů

Pro rozvoj kapitálových trhů je zásadní vytvářet stabilní, důvěryhodné prostředí – jak pro institucionální investory, tak pro drobné střadatele. V tomto kontextu měl zásadní dopad zásah v podobě zavedení Windfall Tax, která v drtivé většině postihla polostátní skupinu ČEZ a.s, která je však také ve své podstatě hlavním titulem Pražské burzy. Přesměrování části zisků od minoritních akcionářů směrem ke státu – který výrazným způsobem navýšil efektivní zdanění této společnosti může mít z pohledu investorské důvěry dlouhodobé dopady a zhoršuje investorské klima.

Efektivní podpora kapitálových trhů by měla být zaměřena jak na stranu nabídky, tak na stranu poptávky. Ve světě se osvědčila metoda posilování domácího kapitálového trhu privatizací veřejných podniků, což vede k posílení domácího kapitálového trhu. Tato cesta je však v současné globálně-politické situaci problematická. Nobelista Richard Thaler, autor konceptu libertariánského paternalismu, navrhl metodu „postrčení“ lidí k žádoucím ekonomickým rozhodnutím, aniž by jim byla omezena svoboda volby (Thaler, 2009). Česká republika však své občany nijak nemotivuje k aktivnějšímu využívání kapitálových trhů. Přitom v této oblasti by se kreativita a odvaha státu výrazně vyplatily.

Jednou z možností by mohlo být zavedení zaměstnaneckých benefitů v podobě investic na Pražské burze. Veřejný sektor v roce 2021 zaměstnával v propočtu na plné pracovní úvazky 880 tisíc lidí, což po přepočtu na osoby znamená ještě vyšší počet. To představuje 22,1 % celkové zaměstnanosti v národním hospodářství (Chaloupka, Dlouhá, Zeman, 2022). Stát je jednoznačně největším zaměstnavatelem v republice a vůbec tohoto svého postavení nevyužívá.

Pokud by stát aplikoval Thalerovu metodu pozitivního ovlivňování chování a umožnil zaměstnancům ve veřejném sektoru zvolit si zaměstnanecký benefit např. ve formě investic na Pražské burze, při zachování svobody volby zaměstnanců, mohlo by to výrazně zvýšit investiční angažovanost české

populace. Tento mechanismus by využil psychologický efekt západky, který se objevuje v oblasti investování – jakmile investoři získají první zkušenosti a poznají výhody kapitálových trhů, jako je potenciál zhodnocení nebo diverzifikace rizika, mají tendenci v investování pokračovat a postupně rozšiřovat své portfolio.

Ostatně již dnes je zřejmé, že zákonodárce v případě zákona o daních z příjmů nevyločil daňové osvobození uhrazených příspěvků zaměstnavatele na daňově podporované produkty spoření na stáří jeho zaměstnance ani v tom případě, že by tyto příspěvky byly poskytnuty ve formě nepeněžního plnění. Tedy zaměstnavatel může přispívat i akciemi a využívat možnosti daňového osvobození.

Dalším významným behaviorálním „postrčením“ v rámci metody libertariánského paternalismu by měla být úprava pravidel investic pro děti. V současnosti je jedním z nejběžnějších produktů stavební spoření, jehož finanční atraktivita se však v tomto volebním období dramaticky snížila, a penzijní spoření. To je však nedostatečné, do budoucna je potřeba výrazně zjednodušit regulaci dětských investičních účtů. Vytvoření jednotného rámce pro dětskou správu investic by odstranilo současné regulatorní nejasnosti a zvýšilo atraktivitu těchto produktů nejen pro české domácnosti, ale i pro finanční instituce.

S ohledem na dlouhodobý investiční horizont dětí je také zásadní zvýšení veřejné podpory investování pro děti. V případě prodloužení investičního období až o 18 let mohou i relativně nízké pravidelné investice v jednotkách stovek korun generovat zajímavé zhodnocení. I malá veřejná podpora zde může výrazně ovlivnit investiční chování rodičů – například ve Švédsku je do investičních fondů zapojeno až 70 % dětí do 18 let. Opět lze pracovat s předpokladem, že ta část, která získá zkušenosti s investováním v mladém věku, bude ve svém investiční činnosti pokračovat i v dospělosti. Díky dlouhému investičnímu horizontu lze navíc očekávat relativně významné zhodnocení finančních prostředků.

Ostatně onen libertariánský paternalismus lze aplikovat i v oblasti posílení a zatraktivnění zajištění na stáří. Klíčovým cílem je zvýšení objemu a robustnosti soukromých penzijních úspor v České republice. K tomu by přispělo například navýšení podpory pro třetí pilíř nebo silnější motivace zaměstnavatelů k poskytování příspěvků zaměstnancům v rámci tohoto pilíře. I kosmetické zvýšení současného limitu 50 tisíc korun na 60 tisíc korun by mohlo sloužit jako první krok ke zvýšení povědomí o tomto benefitu mezi zaměstnavateli. Stát, jakožto největší zaměstnavatel, by měl v této oblasti jít příkladem.

Celkovou robustnost a objem penzijních úspor ve třetím pilíři je možné ovlivnit prostřednictvím daňové politiky, navýšením odečitatelné daňové položky s odlišným škálováním dle věku účastníků. Další možností je zavedení obdoby dlouhodobého investičního produktu pro děti. Taktéž je mimořádně důležité do budoucna otevřít diskusi ohledně transformovaných fondů a jejich zákonné povinnosti vykazovat nenulové zhodnocení. Takto nastavené podmínky dlouhodobě definují záporné reálné zhodnocení, což vedle finančních dopadů má značné psychologické efekty na českou populaci méně zkušených investorů.

Dalším důležitým úkolem podpory kapitálových trhů je dotažení režimu zaměstnaneckých akcií až k okamžiku jejich prodeje, tedy do momentu, kdy vzniká reálný výnos a je z čeho daňově plnit závazky. Současná právní úprava obsahuje výjimky v rámci aplikace modelu „no tax before cash“, které by měly být do budoucna odstraněny. Nabízí se také otázka, zda by v případě exitu při splnění časového testu, neměla být uplatněna snížená daňová sazba jako podpora využívání kapitálových trhů.

Současně je nutné výrazně podpořit zaměstnanecké akciové plány, takzvané ESOPy, které jsou důležitým benefitem ve velkých společnostech, zejména pokud do firmy vstoupí externí investor.

Tento model se často využívá ve startupech jako forma odměňování zaměstnanců na základě budoucího úspěchu firmy. V České republice jsou však ESOPy zatíženy složitou daňovou regulací. Proto by bylo žádoucí, aby zisky z akcií v rámci těchto programů byly osvobozeny od odvodů na sociální a zdravotní pojištění.

Z pohledu právní jistoty a důvěry investorů bude stát muset v budoucnu zlepšit regulaci v oblasti neregulovaných dluhopisů, takzvaných „junk bonds“. Emitenti těchto dluhopisů často veřejně inzerují své prospekty s tím, že byly schváleny Českou národní bankou. Podle platné legislativy však ČNB kontroluje pouze formální správnost prospektu, nikoli realističnost zveřejněných ekonomických výhledů. Mnoho retailových investorů si schválení prospektu mylně vykládá jako záruku nízké rizikovosti investice. Tento problém může v delším časovém horizontu podkopávat důvěru ve finanční trhy a investiční produkty jako celek. Je proto nezbytné zpřísnit dohled nad tímto segmentem trhu, aby se předešlo možným budoucím krizím důvěry.

Přestože se kapitálový trh v posledních letech poměrně úspěšně rozvíjí, značná část české populace jeho výhody stále nevyužívá. Většina investičních nástrojů a strategií, které se osvědčily ve vyspělejších ekonomikách, byla v České republice doposud využita jen v omezené míře. K dosažení změny bude zapotřebí politická odvaha a kreativní přístup, který by postupně odstranil současnou komparativní nevýhodu České republiky ve využívání kapitálových trhů. Budoucí ekonomický růst bude záviset na schopnosti vytvořit stabilní investiční prostředí, aktivovat soukromý kapitál a podpořit investiční gramotnost obyvatelstva – nejen skrze penzijní produkty, ale i prostřednictvím akcií a dalších kapitálových nástrojů. Pokud bude stát cíleně podporovat rozvoj kapitálových trhů a investičního prostředí, může se Česká republika posunout k modelu dlouhodobě udržitelných investic a prosperity.

Závěr a doporučení

Kapitálové trhy v České republice zůstávají významně nevyužitým nástrojem hospodářského růstu. Přestože dochází k postupnému nárůstu investiční aktivity, naprostá většina investičních toků směřuje mimo domácí trh. Fragmentace evropského trhu, neatraktivní podmínky pro veřejné nabídky akcií či složitá daňová regulace zaměstnaneckých akciových plánů nadále odrazují jak emitenty, tak investory.

Pro posílení role kapitálových trhů doporučujeme:

- zjednodušit daňový a právní rámec zaměstnaneckých akciových plánů (ESOP),
- vytvořit jednotný a regulovaný rámec pro dětské investiční účty a podpořit jejich rozšíření,
- u zaměstnanců veřejného sektoru vytvořit možnost zaměstnaneckých benefitů ve formě investic na Pražské burze,
- posílit třetí pilíř důchodového systému a motivaci zaměstnavatelů ke spolufinancování,
- zlepšit regulaci neregulovaných dluhopisů a posílit ochranu retailových investorů,
- aktivně rozvíjet finanční gramotnost veřejnosti a investiční kulturu.

Dlouhodobá prosperita České republiky závisí mimo jiné na schopnosti efektivně mobilizovat soukromý kapitál. Kapitálové trhy mohou být tím správným nástrojem – za předpokladu, že jim stát vytvoří dostatečně atraktivní a důvěryhodné prostředí.

Zdroje

- AKAT, 2024. Tisková zpráva AKAT - INVESTICE V ČESKÉ REPUBLICE POPRVÉ PŘEKONALY HRANICI 3 BILIONŮ KČ. AKAT ČR. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/tiskov225-zpr225va-akat-investice-v-cesk201-republice-poprv201-prekonaly-hranici-3-bilionu-kc>
- ČNB, 2024. Novinky v dohledu ČNB - Česká národní banka. Získáno 5. březen 2025, <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Jan-Prochazka-Novinky-v-dohledu-CNB/>
- MF ČR, 2024. Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2023. Ministerstvo financí ČR. <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/bankovnictvi-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2023/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2023-56210>
- Chaloupka, L.; Dlouhá, T.; Zeman, M., 2022. Informační studie: Vývoj počtu zaměstnanců v sektoru vládních institucí. Národní rozpočtová rada. <https://www.rozpocetvarada.cz/publikace/informacni-studie-vyvoj-poctu-zamestnancu-v-sektoru-vladnich-instituci/>
- Thaler, R. H., 2009. Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness (New international ed.). London: Penguin Books.

Autor



MARTIN ZEMAN

Analytik

Martin Zeman vystudoval Národohospodářskou fakultu a Fakultu podnikohospodářskou na Vysoké škole ekonomické v Praze. Na VŠE také obhájil svou dizertační práci. Odborně se zabývá hospodářskou politikou, fiskální politikou a veřejnými financemi. Je autorem několika odborných článků, vystupuje na mezinárodních konferencích a publikuje komentáře v médiích. Několik let působil jako poradce ministryně a také v dalších institucích zabývajících se veřejnými financemi.

Vydavatel



INSTITUT PRO POLITIKU A SPOLEČNOST

Posláním Institutu je zkvalitňování českého politického a veřejného prostředí prostřednictvím profesionální a otevřené diskuse a vytvoření živé platformy, která pojmenovává zásadní problémy, vypracovává jejich analýzy a nabízí recepty pro jejich řešení formou spolupráce expertů a politiků, mezinárodních konferencí, seminářů, veřejných diskuzí, politických a společenských analýz dostupných celé české společnosti. Jsme přesvědčeni, že otevřená odborná diskuse a poznání podstaty a příčin jednotlivých problémů jsou nutným předpokladem jakéhokoli úspěšného řešení problémů současné společnosti.



Martinská 2, 110 00 Praha 1



www.politikaspolecnost.cz



+420 602 502 674



office@politikaspolecnost.cz