



**Český finanční a účetní časopis je vědecký časopis vydávaný
Vysokou školou ekonomickou v Praze**

**v rámci Institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj financované
Ministerstvem školství, mládeže a tělovýchovy České republiky**

Redakční rada:

Bohumil STÁDNÍK (Vysoká škola ekonomická v Praze) – předseda; David PROCHÁZKA (Vysoká škola ekonomická v Praze) – místopředseda; Eva DUCHÁČKOVÁ (Vysoká škola ekonomická v Praze); Renáta PAKŠIOVÁ (Ekonomická univerzita v Bratislavě); Pavel SVAČINA (Vysoká škola ekonomická v Praze); Jaroslav WAGNER (Vysoká škola ekonomická v Praze)

Ediční rada:

Petr MUSÍLEK (Vysoká škola ekonomická v Praze) – předseda; Romana ČIŽINSKÁ (ŠKODA AUTO Vysoká Škola); Lilia DVOŘÁKOVÁ (Západočeská univerzita v Plzni); Zuzana JUHÁSZOVÁ (Ekonomická univerzita v Bratislavě); Bohumil KRÁL (Vysoká škola ekonomická v Praze); Martin MANDEL (Vysoká škola ekonomická v Praze); Petr MAREK (Vysoká škola ekonomická v Praze); Ladislav MEJZLÍK (Vysoká škola ekonomická v Praze); Libuše MÜLLEROVÁ (Vysoká škola ekonomická v Praze); Juraj NEMEC (Masarykova univerzita); Štěpán ONDER (Profi Credit Czech a.s.); Boris POPESKO (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně); Jakub SEIDLER (Česká bankovní asociace); Daniel STAVÁREK

(Slezská univerzita v Opavě); Martin ZRALÝ (České vysoké učení technické v Praze)

Kontaktní adresa:

Český finanční a účetní časopis Vysoká škola ekonomická v Praze
nám. W. Churchilla 4
130 67 Praha 3
E-mail: cfuc@vse.cz

Tel.: +420 224 095 106
<http://cfuc.vse.cz>

ROK 2026
ROČNÍK 21
ČÍSLO 3

STATI **4**

Determinants of ESG Investment Positioning: Cross-Sectional Evidence from Global ETF Markets

Sandra Matušovičová – Peter Moravec 4

DISKUZE

20 let zrušení Komise pro cenné papíry

Petr Musilek 26

DORA, Leiden Manifesto a hodnocení kvality vědy

Bohumil Stádník 40

Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislужbě

Radek Jež..... 49

Determinants of ESG Investment Positioning: Cross-Sectional Evidence from Global ETF Markets

*Sandra Matušovičová – Peter Moravec **

Abstract:

ESG investing has gradually moved from a niche concept to a relevant driver of financial markets, raising important questions about what truly determines whether an investment product is perceived as ESG-oriented. In such context, this paper examines the determinants of ESG investment positioning in global ETF markets, with a particular focus on ETFs as composite products, where ESG classification extends beyond the traditional environmental, social, and governance pillars. Specifically, we analyze the relationship between the ESG scores of the largest exchange-traded funds, selected by assets under management (AUM), and a set of market and behaviorally interpreted factors. Using cross-sectional data on major globally traded ETFs, the analysis employs correlation techniques and logistic regression modelling to identify factors associated with higher ESG positioning. The results indicate that several key factors contribute to increasing the odds of ESG positioning, most notably assets under management (67,5 %), fund inception period (55 %), and technology sector exposure (38,7 %), all statistically significant at conventional levels ($p < 0,1$ and better), as derived from the logit model. These findings suggest that ESG positioning in ETF markets is not driven solely by underlying sustainability attributes, but also by product-specific characteristics and market perceptions. This contributes to a better understanding of ESG investment dynamics and provides useful insights for portfolio management and the design of sustainable investment strategies.

* Ing. Sandra Matušovičová, MSc.; Bratislava University of Economics and Business, sandra.matusovicova@euba.sk, Peter Moravec, MSc.; Bratislava University of Economics and Business, peter.moravec@euba.sk. Funded by the EU NextGeneration EU through the Recovery and Resilience Plan for Slovakia under the project No. 09I03-03-V02-00024 and project KEGA 031EU-4/2024.

Matušovičová, S. – Moravec, P.: Determinants of ESG Investment Positioning: Cross-Sectional Evidence from Global ETF Markets.

Keywords:

Sustainability, green finance, ESG investing, ESG positioning, ETF markets

JEL classification: G11, G12, Q56

1. Introduction

The concept of Environmental, Social and Governance (ESG) has emerged as a central component of modern financial markets in the 21st century, reflecting an apparent shift from previous purely financial objectives towards a more comprehensive assessment of long-term value creation and sustainability (Soratana, 2025). Over the past decade, ESG investing has experienced substantial growth, driven by increasing awareness of climate change, social responsibility, and corporate governance standards. Both institutional and retail investors are thus increasingly integrating ESG criteria into their decision-making processes (de Jong & Rocco, 2022; Zeidan, 2025), while regulators and policymakers continue to strengthen ESG-related disclosure frameworks. As a result, ESG investing has evolved from a niche investment approach into a mainstream paradigm shaping global capital allocation.

At the same time, the rapid expansion of ESG investing has given rise to intensive discussions and growing concerns—in particular, questions have been raised regarding the credibility and consistency of ESG classifications, including the growing issue of greenwashing and the divergence of ESG ratings across providers. These concerns suggest that the traditional three ESG pillars may not be the only, nor necessarily the dominant, factors determining whether an investment product is perceived as ESG-oriented (Taddeo et al., 2026). This is particularly relevant in the context of equity investments and exchange-traded funds (ETFs), where the proliferation of ESG-labelled products and strategies not only reflects underlying sustainability characteristics but also shapes investor demand and perception. Unlike individual firms, ETFs represent composite portfolios, where product-specific characteristics—such as fund size, cost structure, inception year, or geographic allocation—may play an important role in shaping ESG positioning beyond the direct environmental, social, and governance attributes of underlying assets. As a consequence, both academic research and market participants have begun to focus not only on ESG performance itself, but also on other determinants that influence how investment products are positioned and perceived as ESG.

In response to these challenges, this paper aims to examine the determinants of ESG investment positioning in global ETF markets. Specifically, the research investigates which factors influence whether an ETF is classified as ESG-oriented, focusing on both market-based and behaviorally interpreted drivers. The empirical analysis is based on a cross-sectional dataset of the 100 largest ETFs by assets under management and employs correlation analysis and logistic regression modelling to identify the key determinants of ESG positioning. By incorporating variables such as fund size, sector composition, performance characteristics, and risk measures, the research seeks to provide a comprehensive view of the mechanisms underlying ESG investment products positioning.

The contribution of this research is twofold. First, it extends the existing literature on ESG investing by shifting the focus from traditional environmental, social, and governance pillars toward external determinants and product-specific characteristics that shape ESG positioning. While prior studies primarily examine ESG performance at the firm level (Friede, Busch & Bassen, 2015; Pástor, Stambaugh & Taylor, 2021; Galeone et al., 2025), this study emphasizes the role of market structure, fund attributes, and investor behavior in the context of financial products. Second, the analysis provides also practical insights for investment decision-making, particularly in the ETF market, which has become one of the most popular investment vehicles of recent years. By identifying the key drivers of ESG positioning, our findings can offer valuable guidance for both individual and institutional investors seeking to construct informed and credible ESG investment strategies.

2. Relevant literature and theoretical background

2.1 ESG concept, its evolution and role in finance

Environmental, Social and Governance (ESG) considerations have become an important component of contemporary financial markets, extending traditional financial evaluation to include sustainability-related factors (Bednárová & Soratana, 2025). The ESG framework comprises three interconnected pillars (Wijeweera et al., 2026): environmental factors (e.g., climate change, carbon emissions, and resource use), social factors (e.g., labor practices, diversity, and human rights), and governance factors (e.g., board structure, transparency, and shareholder rights) (Nishikawa & Giese et al., 2019; Soratana, 2025).

The modern ESG concept evolved from earlier dimensions of responsible investing, although these approaches are not synonymous. Socially responsible investing (SRI) is primarily based on ethical screening and excluding controversial industries, whereas ESG investing broadened this perspective by incorporating environmental, social, and governance factors alongside traditional financial criteria (Boffo & Patalano, 2020; de Jong & Rocco, 2022). Green investing represents a narrower approach focused predominantly on environmental objectives. A key milestone in relation to investing was the systematical integration of ESG criteria into institutional investment strategies, supported by global initiatives such as the United Nations Principles for Responsible Investment (PRI) (de Jong & Rocco, 2022).

Within this study, the term ESG positioning is used, which following recent literature can be understood as a combination of measurable sustainability characteristics of a product, such as its ESG score or rating, and its market designation as an ESG-compliant investment strategy (Duncombe et al., 2026; Yang

et al., 2026; Cheng et al., 2026). Therefore, it incorporates both the underlying ESG profile of the ETF portfolio and the way these characteristics are communicated and recognized by investors. In the empirical analysis, ESG positioning is primarily operationalized through the relative ESG score of ETFs, with higher-scoring products interpreted as more strongly positioned in the ESG investment segment.

A large body of more recent empirical evidence has suggested that ESG factors are also associated with improved risk-adjusted returns (Friede, Busch & Bassen, 2015; Galeone et al., 2025) and lower downside risk (Derwall, 2011; Florio et al., 2025), although results vary depending on methodology and sample (Friede, Busch & Bassen, 2015; Galeone et al., 2025). The growing importance of ESG has also been reinforced by regulatory developments and increased disclosure requirements (Christensen, Hail & Leuz, 2021). Alongside these developments, ESG investing has expanded rapidly through financial products, particularly equity and exchange-traded funds (ETFs), which offer investors diversified exposure to ESG-aligned assets. ESG ETFs have gained popularity due to their liquidity, transparency, and cost efficiency, allowing both institutional and retail investors to integrate sustainability considerations into portfolio construction (Zeidan, 2025; Katsampoxakis et al., 2026).

However, in contrast to individual firms' stocks, where ESG performance is typically assessed directly through the three core pillars, ETFs represent composite investment products composed of multiple underlying assets, making the evaluation of their ESG characteristics inherently more complex. The ESG characteristics of such products are largely determined by underlying portfolio composition, sector allocation, or index construction methodologies, as well as broader product-specific features such as fund size, cost structure, fund age, and geographic exposure, which are increasingly becoming the subject of empirical research on ESG-labelled investment products (Gebauer et al., 2026; Infante, Curto & Arenas, 2025). This complexity therefore raises important questions about the true determinants of ESG positioning.

2.2 Determinants of ESG positioning of investment products

A substantial body of literature has examined the determinants of ESG scores and the factors influencing the positioning of firms and investment products as ESG-oriented. At the firm level, empirical studies consistently highlight the role of size, governance quality, and industry characteristics. Larger firms tend to exhibit higher ESG scores due to greater resources, more developed reporting systems, and increased regulatory and reputational pressure (Ioannou & Serafeim, 2012; Khan, Serafeim & Yoon, 2016). Similarly, according to Nishikawa and Giese et al. (2019) sectoral differences seem to play a crucial role, as industries with lower environmental intensity—such as technology—are generally associated with higher

ESG ratings compared to carbon-intensive sectors like energy or heavy manufacturing. Firms investing in digital technologies and green innovation therefore tend to achieve higher ESG scores, as such investments enhance transparency, efficiency, and environmental performance (Wang & Yang, 2024; Zhao et al., 2025).

At the level of financial products, the determinants of ESG positioning are closely related to portfolio composition and fund characteristics. Investment funds with higher exposure to sectors perceived as sustainable—particularly the already mentioned information technology or also communication services—tend to exhibit higher ESG scores. Recent ETF evidence also suggests that fund characteristics, portfolio composition, and investor demand jointly influence the market positioning of ESG investment products (Infante, Curto & Arenas, 2025). While Rompotis (2022) does not identify a systematic relationship between ESG ratings and fund size, the study highlights that ESG ETFs exhibit considerable heterogeneity, suggesting that product characteristics beyond ESG ratings alone deserve further investigation. Likewise, Pástor, Stambaugh and Taylor (2021) argue that strong investor demand for sustainable assets may increase their market prices and consequently lower their expected future returns, illustrating how investor preferences can influence the valuation of ESG-oriented products.

Other fund-specific characteristics may also be relevant when examining ESG positioning, although the existing evidence is less conclusive. Characteristics such as expense ratios, fund age, and geographical exposure have been researched as potentially relevant determinants (Black & Kölbel, 2024; Morrissey & Kleiman, 2025; Lozano & Martínez-Ferrero, 2022). Newer funds are often designed with ESG considerations in mind (Morrissey & Kleiman, 2025; Vu et al., 2025), reflecting evolving regulatory requirements (Lukács & Molnár, 2025) and investor preferences (Ortez et al., 2026), while funds with higher exposure to developed markets may benefit from more advanced ESG disclosure frameworks (Chau et al., 2025; Lukács & Molnár, 2025). However, the relationship between these factors and ESG positioning is not always linear and may be influenced by broader institutional and market dynamics.

An important challenge in this area is the issue of ESG rating divergence and potential greenwashing. Differences in ESG methodologies can lead to inconsistent evaluations of the same asset, while some firms or products may strategically present themselves as sustainable without substantial underlying improvements (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022; Taddeo et al., 2026). This highlights the need to interpret ESG scores not only as measures of sustainability performance, but also as outcomes shaped by reporting practices, regulatory environments, and market incentives.

2.3 Behavioral perspective on ESG investing

In addition to structural and financial determinants, the literature increasingly emphasizes the role of non-financial and psychological factors in ESG investing. Behavioral finance provides a framework for understanding how investor preferences, social norms, and cognitive biases influence investment decisions beyond traditional risk-return considerations (DellaVigna, 2009).

One key insight is that ESG investing often reflects non-pecuniary motivations, where investors derive utility from aligning their portfolios with personal values or societal goals. Empirical studies suggest that investors are willing to accept lower financial returns in exchange for higher ESG performance, indicating the presence of “social preferences” in investment behavior (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008; Pasquino & Lucarelli, 2025). This is consistent with the broader concept of impact investing, where financial and social objectives are jointly pursued (Serafeim, 2020). Furthermore, recent research highlights the importance of trends and narratives in financial markets. Media headlines surrounding sustainability, technological progress, and responsible investing can influence investor perceptions and capital allocation decisions, contributing to the popularity of ESG investments (Seth & Das, 2026). In particular, the perception that certain companies are inherently more sustainable can amplify their attractiveness within ESG portfolios, regardless of their actual environmental impact.

The interaction between behavioral and structural factors collectively suggests that ESG positioning of investment products is not solely determined by objective sustainability performance. Instead, it reflects a complex interplay of factors, that will be analyzed in this research for the market of particularly relevant ETF investment products, where ESG characteristics may be shaped as much by external factors and demand-side dynamics as by underlying fundamentals.

3. Methodological framework and data

This paper adopts a quantitative, cross-sectional approach to examine the determinants of ESG investment positioning within global ETF markets. In line with the existing literature the analysis focuses on identifying the key characteristics associated with whether an ETF is positioned as ESG-oriented. The main objective of the study is here to identify statistical associations rather than establish causal relationships between fund characteristics and ESG positioning, while future research might extend the analysis using panel data, instrumental-variable approaches, or quasi-experimental designs to investigate causal mechanisms in greater detail.

Based on already referred previous research, summarized in chapter 1, the main research question is formulated as follows: „*What factors determine whether ETF products are positioned as ESG-oriented in global financial markets?*“.

Based on the theoretical and empirical insights discussed in the literature review, several testable hypotheses are derived. Prior research suggests that ESG positioning is influenced by fund size (Ioannou & Serafeim, 2012; Khan, Serafeim & Yoon, 2016), sector composition (Nishikawa & Giese et al., 2019), and evolving market preferences toward sustainability. In particular, larger funds may be more likely to adopt ESG characteristics due to stronger investor demand and reputational considerations (Rompotis, 2022; Ortezt et al., 2026), while newer funds may reflect recent regulatory and market trends favoring ESG integration (Morrissey & Kleiman, 2025; Vu et al., 2025). Additionally, funds with higher exposure to technology sectors are often perceived as more sustainable due to their lower environmental intensity and alignment with digital transformation narratives (Wang & Yang, 2024; Zhao et al., 2025).

The explanatory variables were selected on the basis of both ESG-specific literature and broader empirical studies examining the determinants of financial asset valuation and investment characteristics (for example Mottaghi et al., 2023).

Accordingly, the following hypotheses are formulated:

- **H1:** ETFs with higher assets under management (AUM) are more likely to be positioned as ESG-oriented.
- **H2:** Newer ETFs (with more recent inception years) are more likely to be positioned as ESG-oriented.
- **H3:** ETFs with a higher share of technology sector exposure are more likely to be positioned as ESG-oriented.

These hypotheses reflect both structural (size and sector composition) and behavioral (investor preferences, market narratives) determinants of ESG positioning. In addition to these core hypotheses, the empirical analysis includes a set of additional fund-specific characteristics that have as of yet received limited attention in existing literature, and therefore no explicit hypotheses are formulated.

3.1 Summary of variables and ESG positioning definition

The empirical analysis is based on a cross-sectional dataset of the 100 largest exchange-traded funds (ETFs) globally, selected according to assets under management (AUM). The analysis focuses exclusively on equity exchange-traded funds (ETFs) because they represent one of the fastest-growing collective investment products globally, combining broad use by both retail and institutional investors with a high degree of transparency regarding portfolio composition and fund characteristics. In addition, compared with traditional mutual funds, ETFs provide more standardized and publicly available information on holdings and ESG metrics. All data were extracted in March 2026.

The dataset combines financial characteristics, portfolio composition indicators, and approximate ESG scores. To operationalize ESG positioning, a binary dependent variable is constructed. Specifically, ETFs with an ESG score above the sample median are classified as ESG-oriented (assigned a value of 1), while those below the median are classified as non-ESG (assigned a value of 0). Although transforming a continuous ESG score into a binary variable inevitably results in some loss of information, this specification was intentionally adopted because the primary objective of the study is to examine the factors associated with whether an ETF is positioned as relatively ESG-oriented rather than to explain marginal differences in ESG scores themselves. The binary classification also allows for a more simplified and straightforward interpretation and is consistent with the conceptual definition of ESG positioning introduced in the theoretical part. Future studies may complement this approach using continuous-score regression models to assess the robustness of the findings.

$$ESG_high = \begin{cases} 1, & \text{if } esg_i > median \\ 0, & \text{otherwise} \end{cases} \quad (1)$$

Meaning:

- 1 = ETF belongs to the ESG-positioned funds,
- 0 = low ESG positioning.

As summarized in the table 1 below, the independent (explanatory) variables include fund size, cost structure, sector exposure, geographic allocation, performance indicators, and risk measures. Together, these variables capture both traditional financial characteristics and factors linked to ESG perception.

Tab. 1: Definition of variables

Variable	Description
AUM	Assets under management (USD)
esg	ESG score (MSCI ESG Research methodology) (points)
expense	Estimated expense ratio – fees charged by fund (%)
tech	Share of technology sector within ETF assets allocation (%)
us	Share of US exposure within ETF assets allocation (%)
year	Year of fund inception (year)

return	3-year annualized return (%)
vol	Standard deviation of returns (%)

Source: authors' own processing

3.2 Logit model and data specification

To quantitatively examine the determinants of ESG positioning, the study then employs a logistic regression model (logit), which is appropriate for binary dependent variables. The model estimates the probability that a given ETF is classified as ESG-oriented based on its characteristics.

Our model can be expressed as:

$$P(ESG_{high_i} = 1) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \quad (2)$$

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 \ln(AUM_i) + \beta_2 \text{expense}_i + \beta_3 \text{tech}_i + \beta_4 \text{us}_i + \beta_5 \text{year}_i + \beta_6 \text{return}_i + \beta_7 \text{vol}_i \quad (3)$$

where:

- ESG_{high} is a binary variable equal to 1 if the ETF has an ESG score above the median, and 0 otherwise,
- AUM_i represents assets under management,
- expense_i denotes the expense ratio,
- tech_i captures technology sector exposure,
- us_i reflects geographic exposure to the United States,
- year_i captures fund age based on the difference between the ETF inception year and the year of data extraction (2026), meaning the variable is expressed in negative values where higher values indicate more recently established funds (i.e., values closer to zero represent newer ETFs),
- return_i represents past performance (3-year return),
- vol_i measures risk.

Estimated coefficients are interpreted primarily through odds ratios (using Euler's number $e = 2,7183$ raised to the power of resulting coefficients β_1). This specification allows for the estimation of the marginal effects of each variable on the likelihood of ESG positioning, while controlling for other relevant factors.

It should be noted that some explanatory variables, particularly assets under management, may exhibit potential endogeneity with ESG positioning, as investor demand for ESG products can itself influence fund growth. Since the objective of our research is to identify associations rather than causal effects, this potential bidirectional relationship should not invalidate the empirical analysis but has to be considered when interpreting the estimated coefficients. Addressing this issue would require more data or causal identification strategies, such as instrumental-variable and panel-data approaches, which are beyond the data availability and overall scope of the currently presented research.

The analysis relies on publicly available data from Yahoo Finance, Bloomberg, and MSCI ESG Fund Metrics. Financial characteristics, portfolio composition, and fund-level information were obtained from Yahoo Finance and Bloomberg, while ESG scores were primarily based on the MSCI ESG Quality Score. This score evaluates an ETF's ability to manage medium- to long-term environmental, social, and governance risks using 77 underlying ESG indicators. Where complete MSCI observations were unavailable, missing values were conservatively approximated using the corresponding MSCI ESG Peer Percentile, Global Percentile metrics, and cross-validation with publicly available ESG fund information to preserve consistency across the sample. Although this approximation represents a limitation of the analysis, it enabled the construction of a homogeneous dataset for the largest global ETFs.

4. Results and discussion

This chapter will present the empirical findings of the study in three steps - first, descriptive statistics are provided to characterize the dataset and offer an initial overview of the variables; second, a correlation matrix is analyzed to explore the relationships between ESG scores and selected ETF characteristics and finally, the results of the logistic regression model are presented to identify the key determinants of ESG positioning, followed by an interpretation that incorporates both traditional financial reasoning and behavioral perspectives.

Below presented Table 2 reports the descriptive statistics for the variables used in the analysis with the sample consisting of 100 ETFs, ensuring a balanced cross-sectional representation of major global funds. The average ESG score is 45.48, with a standard deviation of approximately 9.98, indicating moderate dispersion across funds. The range (23.3 to 68.7) suggests that the dataset captures both relatively low and high ESG-oriented ETFs, supporting the construction of a binary ESG classification. The mean logarithm of assets under management (lnAUM) is 19.79, reflecting the large size of the selected funds. Expense ratios average is 0.198%, which is consistent with typical ETF cost structures, though variation exists across funds.

From a portfolio perspective, the average technology sector weight is 23.52%, with substantial variation (from 5.29% to 44.70%), indicating that sector composition differs significantly across included ETF products. Similarly, US exposure is relatively high on average (71.26%), reflecting the dominance of US markets in global ETF portfolios. Performance and risk characteristics show that the average 3-year return for selected funds was 7.83%, while average volatility is 17.47%, again with notable dispersion. The mean inception year of 2011 suggests that the sample includes both relatively mature and newer funds, which is important for testing the hypothesis related to ESG evolution over time.

Tab. 2: Descriptive statistics

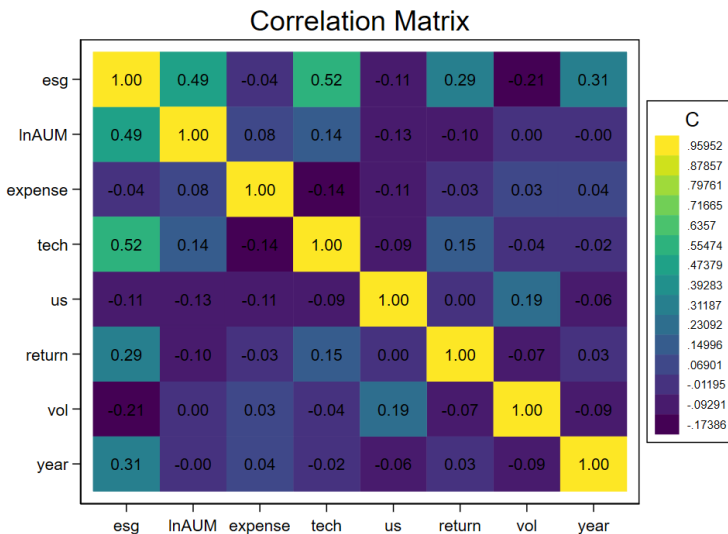
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
esg	100	45.477	9.975	23.3	68.7
lnAUM	100	19.785	.732	16.872	20.596
expense	100	.198	.092	.061	.347
tech	100	23.522	12.031	5.286	44.702
us	100	71.263	17.391	40.256	99.952
return	100	7.828	6.194	-2.547	17.828
vol	100	17.47	6.09	8.128	27.624
year	100	2011.38	6.115	2000	2022

Source: authors' own processing according to data from Yahoo Finance, Bloomberg and MSCI ESG Research (2026)

Following up with the results of correlation matrix (shown in Figure 1) are provided initial insights into the relationships between ESG scores and ETF characteristics. Most notably, ESG scores exhibit a moderate positive correlation with technology sector exposure (0.52) and assets under management (0.49). This supports the hypothesis that larger funds and those with higher exposure to technology tend to be more ESG-oriented. A weaker but still positive relationship is observed between ESG scores and returns (0.29), suggesting that ESG positioning may be associated with performance perceptions, although this relationship is not particularly strong. In contrast, ESG scores show a negative correlation with volatility (-0.21), indicating that ESG-oriented ETFs may be perceived as less risky or more stable investments. This aligns with the notion that investors associate ESG investments with lower downside risk (as supported by Derwall, 2011 or Florio et al., 2025).

The relationship between ESG scores and US exposure is slightly negative (-0.11), suggesting that ESG positioning is not strictly driven by geographic concentration in US markets. Similarly, expense ratios show almost no correlation with ESG scores (-0.04), indicating that fees alone do not strongly determine ESG classification at the descriptive level. Importantly, while several correlations are moderate, none are excessively high, suggesting the absence of severe multicollinearity issues and supporting the validity of the employed regression analysis.

Fig. 1: Correlation matrix results



Source: authors' own processing

To formally quantify the determinants of ESG positioning, a logistic regression model was estimated, the results of which are summarized in Table 3. Within the presented results, technology exposure (tech) emerges as the most statistically significant determinant ($p < 0.01$, coefficient = 0.327). Transforming this coefficient using the Eulers number ($e^{0.327} \approx 1.387$), implies that each one-percentage-point increase in the technology sector allocation raises the odds of an ETF being classified as ESG-oriented by approximately 38.7%, ceteris paribus. This strongly confirms H3 and highlights the structural and narrative importance of technology sectors in ESG positioning.

Assets under management (lnAUM) likewise show a positive effect (coefficient = 0.516, significant at 10%), with a one-unit increase in the logarithm of assets under

management increasing the odds of ESG positioning by approximately 67.5 % ($e^{.516} \approx 1.675$). This supports H1 and indicates that larger ETFs are significantly more likely to be ESG-oriented. Fund age (year) is also positive and statistically significant ($p < 0.05$, coefficient = 0.439). This indicates that newer funds are 55.0 % more likely to be ESG-oriented, supporting H2. In practical terms, this also reflects the growing importance of ESG considerations in more recently established investment products.

Within the additional variables, volatility (vol) has a negative coefficient (-0.236), with higher volatility reducing the odds of ESG positioning by approximately 21 %, supporting the view that ESG funds are associated with lower perceived risk. Returns (return) show a positive but statistically weak effect, indicating that ESG positioning may be partly linked to performance narratives, although the relationship is not that robust. Expense ratio (expense) has a positive coefficient (0.075), implying that higher-cost ETFs may be more likely to be positioned as ESG-oriented, potentially reflecting a pricing premium associated with ESG branding. In contrast, US exposure (us) is negative (-0.48), suggesting that ETFs with other geographical allocation—possibly European markets known for their strict ESG regulation and overall sustainability inclination—may exhibit higher ESG orientation. Both of these effects (expense and us) are however statistically insignificant and should therefore be interpreted with caution.

Tab. 3: Results of the logistic regression

esg_high	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
lnAUM	.516	.231	-2.06	.097	-1.093	.773	*
expense	.075	.512	0.73	.464	-1.795	5.885	
tech	.327	.171	3.30	.037	.255	1.002	**
us	-.048	.047	1.02	.31	-.045	.141	
return	.315	.064	1.93	.072	-.112	.141	*
vol	-.236	.109	2.39	.063	-.096	.568	*
year	.439	.133	-0.25	.049	-.231	.179	**
Constant	46.879	219.588	0.21	.831	-383.506	477.264	
Mean dependent var		0.500	SD dependent var		0.503		

Pseudo r-squared	0.327	Number of obs	100
Chi-square	33.602	Prob > chi2	0.000
Akaike crit. (AIC)	40.027	Bayesian crit. (BIC)	60.868

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Source: authors' own processing

The model is statistically significant overall (Prob > $\chi^2 = 0.000$) and exhibits a pseudo- R^2 of 0.327, indicating that the selected explanatory variables provide a relatively good fit for distinguishing between ETFs with higher and lower ESG positioning. Nevertheless, the estimated relationships should be interpreted as statistical associations rather than causal effects, consistent with the cross-sectional design of the study.

Beyond the traditional financial explanations presented thus far, the results can be in line with previously mentioned literature interpreted also through a more behavioral lens. First, the strong effect of AUM reflects investor demand dynamics. Larger funds may attract more capital precisely because they are perceived as ESG-aligned, creating a feedback loop where investor preferences reinforce ESG positioning. Although the present analysis cannot distinguish between these mechanisms, the observed relationship is consistent with a potential feedback process between investor preferences and fund characteristics. Second, the dominant role of technology exposure highlights the importance of market narratives, where investors may associate technology firms with innovation, sustainability, and future-oriented growth, even when actual environmental impacts are more nuanced. Third, the negative relationship between volatility and ESG positioning suggests that investors in fact perceive ESG investments as safer. This indirectly aligns with behavioral biases such as risk aversion and the preference for stable, “responsible” assets. Although expense ratios were not statistically significant, the positive sign is consistent with the idea that investors may be willing to pay higher fees for ESG-labeled products, reflecting value-based investing behavior. And finally, the weak but positive relationship between returns and ESG positioning indicates that optimism may also play a role, as investors may associate ESG with superior long-term outcomes.

Overall, the empirical results suggest that ESG positioning of ETF products is driven primarily by fund size, technological exposure, and temporal factors, while risk perceptions and investor behavior further reinforce these relationships. Taken together, the findings highlight that ESG positioning is truly determined by a wide range of factors, supporting the broader argument that ESG investing reflects both financial and non-financial dynamics.

5. Conclusion

ESG investing has become an increasingly important topic in financial markets, influencing both investment strategies and the positioning of financial products. In this study, we have therefore examined the determinants of how exchange-traded fund (ETF) products are positioned as ESG-oriented within global markets, with a particular focus on both market-based and behavioral factors. Specifically, our analysis highlights that, in the case of ETFs as composite investment vehicles, ESG positioning is not understood solely through the traditional environmental, social, and governance pillars, but is also shaped by product-specific and market-related characteristics.

The empirical analysis revealed that several key characteristics significantly influence ESG positioning. In particular, assets under management, technology sector exposure, and fund inception period emerged as the most important determinants. Larger ETFs were found to have a positive and statistically significant effect at the 10% level, with larger ETFs exhibiting approximately 67.5% higher odds of being classified as ESG-oriented. Technology sector exposure proved to be a statistically significant determinant at the 5% level, with funds more exposed to technology showing approximately 38.7% higher odds of ESG positioning, highlighting the structural and narrative advantages associated with technology-intensive portfolios. Similarly, the effect of fund inception year was statistically significant at the 5% level, indicating that newer ETFs are approximately 55% more likely to be ESG-oriented, consistent with the growing importance of sustainability considerations in recent years. In addition to these primary factors, other variables such as volatility and returns also demonstrated partial explanatory power, whereas in contrast, expense ratios and geographic exposure did not appear to be statistically significant determinants in this context. From a behavioral perspective, the findings were interpreted in the sense that ESG positioning is not driven solely by objective sustainability characteristics, but also reflects investor preferences, market trends, and perception biases. In particular, demand for large, technology-oriented, and seemingly stable investment products appears to reinforce their classification as ESG, highlighting the role of non-financial motivations in shaping investment outcomes.

Despite the presented results, the research is subject to several limitations. First, the analysis relies on cross-sectional data, which limits the ability to capture dynamic changes in ESG positioning over time. Future research could thus employ time series or panel data approaches to better understand temporal developments and causal relationships. Furthermore, the presented analysis identifies only statistical associations rather than causal relationships. The potential endogeneity between fund characteristics and ESG positioning, particularly regarding fund size, should

therefore be considered. For example, larger funds may become more ESG-oriented due to stronger investor demand, while ESG-oriented products may simultaneously attract greater capital inflows. Future research could address this issue through more advanced econometric approaches, such as instrumental variable techniques, panel data models with fixed effects, or quasi-experimental research designs, which would allow for a more rigorous examination of causal mechanisms. Another limitation relates to the set of explanatory variables included in the model. Although the analysis incorporates several important ETF characteristics, additional financial risk factors may explain part of the variation in ESG positioning. In particular, established asset pricing factors, such as value and size premiums represented by Fama-French risk factors, could potentially capture differences in portfolio characteristics that are not fully reflected by the included variables. Incorporating these factors would present a valuable extension of the current framework, but their inclusion requires extensive additional data availability and methodological adjustments. The insignificance of geographic exposure might also suggest that further research is needed to explore regional differences in ESG positioning, potentially using more detailed country-level variables. Finally, while this study incorporates a behavioral perspective indirectly, future research could apply experimental or survey-based methods to directly examine investor behavior related to ESG investing.

Nonetheless, the research contributes to literature on sustainable finance in a valuable way by identifying key determinants of ESG positioning in ETF markets. Importantly, the presented findings demonstrate that factors beyond the traditional environmental, social, and governance pillars—such as repeatedly highlighted factors of fund size, sector composition, and market dynamics—play a crucial role in shaping ESG classification. From a more practical perspective, the identified determinants also provide useful predictive insights regarding the likelihood that an ETF will be classified as ESG-oriented. Understanding the role of fund size, sector exposure, and fund age can support investors in evaluating ESG characteristics of investment products, assist portfolio managers in designing and positioning sustainable financial products, and provide product developers with insights into market factors associated with ESG demand. These findings are particularly relevant in the European context, where ESG considerations have been strongly embedded in regulatory frameworks and investment practices over recent years. The European market is characterized by a comparatively high emphasis on sustainability standards and disclosure requirements, which further amplifies the importance of correctly understanding ESG positioning. At the same time, especially investors in Central Europe tend to rely more heavily on collective investment vehicles such as ETFs rather than active stock selection, making the role of ETF characteristics especially influential in shaping perceived sustainability. The

presented results thus provide meaningful implications for European investors and policymakers.

Taken all together, findings of this research paper therefore can offer valuable insight for a wide spectrum of investors, portfolio managers, and financial product designers seeking to better understand the drivers of ESG investment positioning in an increasingly sustainability-oriented financial environment.

Literature

Bednárová, M. & Soratana, K. (2025). *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investment and Reporting*. Cham: Springer Nature Switzerland.
<https://doi.org/10.1007/978-3-031-84235-1>

Berg, F., Kölbel, J. F. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), p. 1315–1344.
<https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>

Black, A. J. & Kölbel, J. (2024). Pricing Differentiated Funds: The Puzzle of ESG Fund Fees. *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, 24-109.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.5053459>

Bloomberg. (2026). *Markets Data*. Available at:
<https://www.bloomberg.com/markets>

Boffo, R. & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: OECD. Available at:
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2020/09/esg-investing-practices-progress-and-challenges_8a73d683/b4f71091-en.pdf

Chau, L., Anh, L. & Duc, V. (2025). Valuing ESG: How financial markets respond to corporate sustainability. *International Business Review*, 34(3), 102418.
<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2025.102418>

Christensen, H. B., Hail, L. & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26, p. 1176–1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>

de Jong, M. & Rocco, S. (2022). ESG and impact investing. *Journal of Asset Management*, 23, p. 547–549. <https://doi.org/10.1057/s41260-022-00297-7>

DellaVigna, S. (2009). Psychology and economics: Evidence from the field. *Journal of Economic Literature*, 47(2), p. 315–372.
<https://doi.org/10.1257/jel.47.2.315>

Derwall, J., Koedijk, K. & Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, 35, p. 2137–2147.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>

Florio, C., Panfilo, S. & Fiandrino, S. (2025). ESG performance, corporate governance mechanisms, and ESG risk rating: Evidence from Europe. *Series in Accounting and Business Administration*. Cham: Springer, p. 201–223.
https://doi.org/10.1007/978-3-031-76618-3_10

Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), p. 210–233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Galeone, G., Gianfrancesco, I., Ranaldo, S. et al. (2025). Exploring the relationship between ESG score and systematic risk in the European stock market. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-025-09761-z>

Gebauer, L., Kreuzer, C. & Schmidhammer, C. (2026). Sustainability in calm and rough waters: An empirical investigation of European ESG ETFs. *Journal of Asset Management*, 27 (4). <https://doi.org/10.1057/s41260-025-00436-w>

Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z. & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), p. 69–83.
<https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>

Infante, J., Curto, T., & Arenas, C. (2025). The Impact of Fund Characteristics on Environmental, Social, and Governance (ESG) Risks: An Empirical Analysis. *Asian Business Research Journal*, 10(3), 33–44.
<https://doi.org/10.55220/25766759.305>

Ioannou, I. & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, Harvard Business School, 43(9), p. 834–864. <https://ssrn.com/abstract=1661925>

Matušovičová, S. – Moravec, P.: Determinants of ESG Investment Positioning: Cross-Sectional Evidence from Global ETF Markets.

Katsampoxakis, I., Griva, A. & Xanthopoulos, S. (2026). ESG investments: A study of their role in risk management and sustainable economic growth. *Journal of the Knowledge Economy*. <https://doi.org/10.1007/s13132-026-03237-7>

Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91 (6), p. 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>

Lozano, M. B. & Martínez-Ferrero, J. (2022). Do emerging and developed countries differ in terms of sustainable performance? Analysis of board, ownership and country-level factors. *Research in International Business and Finance*, 62, 101688. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101688>

Lukács, B. & Molnár, P. (2025). Companies' ESG performance under soft and hard regulation environment. *Discover Sustainability*, 6, 701. <https://doi.org/10.1007/s43621-025-01657-0>

Morrissey, B. & Kleiman, G. (2025). A Changed World: ESG/Sustainable/New Tech Investment Trends. *Emerging Economies and Financial Markets*. Cham: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-031-85669-3_7

Mottaghi, M., et al. (2023). A deep comprehensive model for stock price prediction. *Journal of Ambient Intelligence and Computing*. <https://doi.org/10.1007/s12652-023-04653-2>

MSCI. (2026). *ESG Fund Ratings*. Available at: <https://www.msci.com/data-and-analytics/sustainability-solutions/esg-fund-ratings>

Ortez, M. A., Smith, M. L. & Widmar, N. O. (2026). U.S. Public Perceptions of Environmental, Social and Governance (ESG) Investments. *Journal of Consumer Policy*, 49, 5. <https://doi.org/10.1007/s10603-025-09609-x>

Pasquino, M. & Lucarelli, C. (2025). Socially responsible investments inside out: a new conceptual framework for investigating retail investor preferences. *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 43 No. 3 pp. 449–475. <https://doi.org/10.1108/IJBM-02-2024-0077>

Pástor, L., Stambaugh, R. F. & Taylor, L. A. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), p. 550–571. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.011>

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), p. 1723–1742.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>

Rompotis, G. G. (2022). The ESG ETFs in the UK. *Journal of Asset Management*, 23, p. 114–129. <https://doi.org/10.1057/s41260-021-00251-z>

Serafeim, G. (2020). Social-impact efforts that create real value. *Harvard Business Review*, 98(5), p. 38–48. Available at: <https://hbr.org/2020/09/social-impact-efforts-that-create-real-value>

Seth, S. a Das, E. (2026). The “green” trend: A sagacity of mass media hysterics in making sustainable products into lucrative icons. *Green to Gold*. Cham: Springer Nature Switzerland. <https://doi.org/10.1007/978-3-032-10212-6>

Soratana, K. (2025). Environmental Factors in ESG Investing’, in Bednářová, M. a Soratana, K. (eds.) *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investment and Reporting*. Cham: Springer Nature Switzerland. https://doi.org/10.1007/978-3-031-84235-1_2

Taddeo, S., Regoli, A., Weber, O. & Carè, R. (2026). Green talk, costly walk: The financial cost of greenwashing. *Business Strategy and the Environment*.
<https://doi.org/10.1002/bse.70595>

Vu, T. N., Lehkonen, H., Junttila, J.-P. & Lucey, B. (2025). ESG investment performance and global attention to sustainability. *The North American Journal of Economics and Finance*, 75, 102287. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102287>

Wang, L. & Yang, H. (2024). Digital technology innovation and corporate ESG performance: Evidence from China. *Economic Change and Restructuring*, 57 (3), 207. <https://doi.org/10.1007/s10644-024-09791-x>

Wijeweera, A., Kortt, M.A. & Kim, N. (2026). Dissecting ESG: Do environmental, social, and governance pillars influence share returns differently? *Research in International Business and Finance*, 81, 103210.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.103210>

Yahoo Finance. (2026). *ETF and market data*. Available at:
<https://finance.yahoo.com/>

Matušovičová, S. – Moravec, P.: Determinants of ESG Investment Positioning: Cross-Sectional Evidence from Global ETF Markets.

Zeidan, R. (2025). ESG investing. *The Green Banking Transition Manual*. Singapore: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-981-96-2852-0_4

Zhao, C., Wang, Z., Tang, Y. & Yang, F. (2025). ESG performance, green technology innovation, and corporate value. *Alexandria Engineering Journal*, 123 (1), p. 369–380. <https://doi.org/10.1016/j.aej.2025.03.097>

20 let zrušení Komise pro cenné papíry[#]

*Petr Musílek**

Abstrakt:

Příspěvek diskutuje ekonomické, neekonomické a další faktory změn dohledového uspořádání finančního trhu na území dnešní České republiky. V úvodní části příspěvku je rozebrán vývoj regulace a dohledu českého finančního trhu. V další části jsou vysvětleny varianty institucionálního uspořádání dohledu včetně jejich výhod a nevýhod. Rovněž je diskutováno překvapivé české řešení integrace dohledu na počátku nového tisíciletí. V závěrečné části příspěvku jsou rozebrány dopady nevhodné míry regulace a dohledu na český kapitálový trh.

Klíčová slova:

Komise pro cenné papíry, Česká národní banka, Komise pro finanční trh, integrace dohledu

JEL klasifikace: G20

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. – profesor; Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.musilek@vse.cz>.

1. Úvod

Problematika institucionálního uspořádání dohledu finančních trhů bývá pouze zřídka zkoumána v moderní finanční a investiční ekonomii. Nepřiměřené institucionální uspořádání dohledu (z politických, tržních či osobních zájmů) však může mít významný dopad na stupeň rozvinutosti jednotlivých segmentů finančního trhu. V úvodní části diskusního příspěvku je rozebrán vývoj regulace a dohledu českého finančního trhu. V další části textu jsou diskutovány výhody a nevýhody jednotlivých variant institucionálního uspořádání finančního dohledu. Následně je pozornost věnována zákulisnímu a dost překvapivému řešení integrace finančního dohledu v České republice. V závěrečné části příspěvku je diskutován negativní vliv nepřiměřeného finančního dohledu na rozvinutost českého kapitálového trhu.

2. Vývoj regulace a dohledu českého finančního trhu

Na počátku devadesátých let minulého století bylo federální (později republikové) ministerstvo financí jediným dohledovým úřadem nově vznikajícího finančního trhu na území dnešní České republiky. V tomto období měly přirozeně rozhodující postavení státní bankovní a pojistný sektor, ostatní sektory buď vůbec neexistovaly nebo se teprve začaly postupně rozvíjet. Na počátku devadesátých let můžeme uspořádání finančního dohledu přirovnat k jednotnému modelu finančního dohledu, avšak netradičně umístěného v rámci ministerstva financí. Tento přístup nebyl zcela v souladu s požadavky na politicky nezávislý charakter dohledové instituce. Nejen hlavní směr teorie regulace, ale i mezinárodní finanční organizace doporučují, aby dohledová instituce měla jasné vymezené zodpovědnosti a cíle a požívala výraznou personální, finanční a operační nezávislost na politickém uspořádání. S postupným rozvojem českého finančního trhu v 90. letech minulého století poměrně rychle dochází k legislativní a regulatorní fragmentaci jednotlivých specializovaných finančních sektorů a postupně se vyčleňují dohledové pravomoci z ministerstva financí do nově vznikajících sektorových dohledových úřadů. V roce 1994 tak vznikl v České národní bance nový úsek bankovního dohledu, který se zejména zaměřil na kontrolu dodržování obezřetnostních pravidel bank a nápravu zjištěných nedostatků a postupně převzal veškerou dohledovou pravomoc v oblasti komerčního bankovníctví od ministerstva financí. Asistenci při budování bankovního dohledu v tržních podmínkách poskytoval americký Federal Reserve System (New York) za osobní garance šéfa této instituce Geralda Corrigan. Po vzoru USA tak byl implementován tzv. CAMEL rating, který je založen především na dohledu na dálku (angl. off-site inspection). Na základě pravidelného vyhodnocování informačních povinností je analyzována kvalita kapitálu, aktiv, managementu, zisku a likvidity. Následně podle tohoto hodnocení

jsou pak tržní účastníci zařazováni do určitých skupin, přičemž u rizikovějších skupin s výraznějším tržním podílem je pak realizována důkladná dohlídka na místě (angl. on-site inspection) a následně jsou přijímána příslušná nápravná opatření včetně sankcí.

Státní dohled nad kapitálovým trhem vykonávalo ministerstvo financí, a to až do konce března 1998, kdy vznikla Komise pro cenné papíry. Vzrušená diskuse ohledně vytvoření specializovaného dohledového úřadu pro kapitálový trh však probíhala několik let, přičemž dlouhou dobu pro vznik této instituce nebyla dostatečná odborná a politická podpora. Teprve nedostatečná ochrana minoritních akcionářů, vlna skandálů na vznikajícím českém kapitálovém trhu po skončení kuponové privatizace v druhé polovině devadesátých let, politická krize v roce 1997 a odborná iniciativa Burzy cenných papírů Praha podnítila vznik personálně a operačně nezávislého dohledového úřadu pro kapitálový trh, který však byl výrazně finančně závislý na státním rozpočtu. Duchovním otcem vzniku Komise pro cenné papíry byl zejména Tomáš Ježek, který na konferenci „20 let finančních a bankovních reforem v České republice“, pořádanou Fakultou financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze a Českou národní bankou v listopadu 2009, vystoupil s příspěvkem „Vznik Komise pro cenné papíry“. Na této konferenci mimo jiné uvedl, že „...12. června 1996 se na Burze cenných papírů Praha, a.s. konala první schůzka pracovní skupiny, která si vytknula vypracovat návrh zákona o Komisi pro cenné papíry. Jako předseda burzovní komory jsem ji sestavil a pravidelně svolával. Motiv byl jasný: co nejdříve skoncovat s praktikami, které se na českém kapitálovém trhu, zejména v segmentu kolektivního investování, začaly zabydlovat po skončení kuponové privatizace a které hrozily, že ho zničí, sotva se narodil. Nejsilnější motiv měla burza samotná, protože jejím představitelům bylo zřejmé, že nemůže-li mít trh bez silného a všemi respektovaného dozoru žádnou budoucnost, nemůže ji mít ani burza. Nestandardnost poměrů na českém kapitálovém trhu tak měla za následek i zcela nestandardní úkol, kterého se burza musela ujmout. Burza se sama musela začít starat o vznik autority, které by ona sama podléhala. Sotva mohl existovat paradoxnější úkol. Burza vycházela ze správného předpokladu, že v neregulovaném prostředí a bez dozoru nemůže ani pomýšlet na svůj rozvoj a úspěch v mezinárodní konkurenci. Samozřejmě bylo a muselo být jasné, že pracovní skupina s takovým cílem vzbudí silnou nevoli ministerstva financí, protože už její samotná existence nebyla pouhou implicitní, ale zřetelně explicitní a náležitě ostrou kritikou neschopnosti ministerstva financí orgán dozoru nad kapitálovým trhem ustavit a přivést k náležitému výkonu ...“. V následující části příspěvku Ježek (2009, s. 77) pozitivně ocenil profesionalitu domácích a zahraničních specialistů, podílejících se na činnosti pracovní skupiny a dále pokračoval: „... Nepřátelský postoj vedoucích vládních funkcionářů k ustanovení Komise pro cenné papíry se naplno projevil na schůzce finančníků z trhu a z burzy, kterou svolal předseda vlády na neděli 15. prosince 1996 na

zámek do Koloděj. Byl to den, v němž bylo jako v laserovém paprsku do několika málo hodin nahuštěno obrovské množství informací. Mezi finančníky z trhu, které si předseda vlády pozval, byli všichni ti, kteří stáli v pozadí velkých finančníků skandálů. Když je v jednacím sále uviděl guvernér ČNB Tošovský, chtěl okamžitě odejít. Až do odpoledne pak spolu vedli debatu o tom, jak dlouho by ještě bylo třeba nechat kapitálový trh bez dozoru a regulace, aby mohla být dokončena žádoucí koncentrace kapitálu. V pozdním odpoledni pak padnul návrh, aby se odbor 10 Ministerstva financí ČR přejmenoval na Úřad pro cenné papíry a byl tak konečně pokoj. Příslušné cedula na dveřích kanceláří ministerstva financí se pak vskutku na několik měsíců vyměnily a vydržely tam až do doby, než Komise pro cenné papíry nakonec vznikla. Humorná pak byla už jen tvrdošíjnost, s jakou ministerstvo financí dlouho po vzniku Komise pro cenné papíry korespondovalo s Komisí pro cenné papíry jako se svým odborem 10. Stojí také za zaznamenání, že Finanční úřad pro Prahu 1 neuznal burze v jejím daňovém přiznání za rok 1996 náklady vynaložené na přípravu zákona o Komisi pro cenné papíry – burza vskutku neměla žádné živnostenské oprávnění k psaní návrhů zákona. Autorský kolektiv pracoval na návrhu zákona celou dobou v naději, že se jednou změní politická situace a že snad přijde vláda, která bude konečně schopna význam kapitálového trhu dohlédnout. To se skutečně stalo, ale bylo k tomu třeba politické krize roku 1997. Návrh zákona o Komisi pro cenné papíry napsaný na burze předložila do parlamentu až Tošovského vláda ...“.

Státní dohled v oblasti pojišťovnictví vykonával po celá devadesátá léta speciální odbor ministerstva financí. Od 1. září 2000 se tento odbor pouze kosmeticky přejmenoval na Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, avšak i nadále zůstal v organizační struktuře ministerstva financí a pod výrazným politickým vlivem. Dohled nad pojišťovnictvím byl založen na aplikaci administrativních metod.

V roce 1996 začíná v České republice rychlý rozvoj spořitelního a úvěrového družstevnictví a během několika měsíců vzniklo 45 družstevních záložen. Tento finanční sektor se zpočátku rozvíjel bez jakéhokoliv dohledu. Teprve na počátku roku 1997 vznikl Úřad pro dohled nad družstevními záložnami jako správní úřad, jehož činnost byla hrazena z ročních poplatků členů a případných návratných finančních výpomocí od státu. Tento úřad byl však personálně značně poddimenzován a jeho schopnost včas odhalovat finanční podvody byla velmi nízká.

Z výše uvedeného stručného nástinu uspořádání dohledu nad finančním trhem v devadesátých letech minulého století je zřejmé, že v České republice se postupně konstituoval odvětvový model finančního dohledu, založeného na působnosti čtyř sektorových finančních dohledových orgánů.

3. Varianty institucionálního uspořádání dohledu

Od roku 2002 začaly v České republice odborné diskuse ohledně integrace sektorových dohledových úřadů. Započalo zkoumání různých variant institucionálního uspořádání finančního dohledu a zkušenosti z vyspělých států. Nositeli finančního dohledu jsou ve vyspělých státech různé orgány a instituce, které požívají nejen odlišný stupeň samostatnosti, ale jsou také různým způsobem financovány. Teorie finanční regulace dosud nepřinesla výraznější a průkaznější vědecko-výzkumné důkazy, které by umožnily vytvoření ideálního modelu institucionálního uspořádání finančního dohledu. Z důvodu národních odlišností (historický vývoj, tradice, struktura finančního systému, velikost ekonomiky a finančního trhu) existují ve vyspělých státech různé modely institucionálního začlenění finančního dohledu. I když nenajdeme jednotný přístup, lze uvést, že v posledních dekádách celosvětově existoval trend ke snižování počtu samostatně operujících dohledových institucí, vytváření jednotných integrovaných dohledových institucí, zvyšování významu centrálních bank při zajišťování finanční stability a výrazný rozvoj dohledové činnosti v oblasti ochrany finančních spotřebitelů a drobných investorů. Ve vyspělých státech mezi základní modely institucionálního uspořádání finančního dohledu patří model jednotného finančního dohledu, odvětvový model finančního dohledu, model finančního dohledu v rámci centrální banky a funkcionální model finančního dohledu.

Od 80. let minulého století se na finančních trzích začínají přetvářet specializované finanční instituce (např. komerční banky, investiční domy nebo pojišťovny) na finanční supermarkety, nabízející širokou paletu depozitních, úvěrových, investičních a pojistných produktů. Za základní motivy pro vytváření finančních konglomerátů je možné považovat diverzifikaci rizika do širšího okruhu podnikání a snahy o dosažení úspor z rozsahu a ze sortimentu při nabízení různých finančních služeb. Finanční supermarkety působí současně v několika odlišně dohlížených finančních sektorech a dohled nad nimi vykonává několik institucí, což vede k tomu, že dohledové činnosti se nejen překrývají, ale rovněž vznikají i mezery (nepokryté oblasti) v systému dohledu. Expanze finančních supermarketů se nutně odráží ve vytváření tlaku na efektivnější model institucionálního uspořádání dohledu nad finančními trhy. Postupně se tedy opouští odvětvový model uspořádání a přechází se k modelu jednotného finančního dohledu (podrobněji Musílek /2006/). Tento model zabezpečuje komplexní a koordinovaný přístup k dohledu finančních skupin. Zahrnuje nejen dohled obezřetného podnikání, ale i pravidel jednání ve vztahu ke klientům a bankovním, kapitálovým nebo pojistným trhům.

Model jednotného finančního dohledu se začal nejdříve prosazovat v Evropě. V roce 1986 Norsko jako první vyspělá země integrovala veškeré dohledové činnosti do jednoho úřadu (Kredittilsynet). Od té doby podstatná část vyspělých

států převzala tento model¹. Mezi hlavní výhody tohoto modelu patří reakce na vznik finančních supermarketů, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu při výkonu dohledové činnosti, realizace konsolidovaného dohledu finančních supermarketů, harmonizace stanovení a vynucování regulatorních požadavků, eliminace rizika střetu zájmu mezi realizací měnové politiky a bankovním dohledem v rámci centrální banky a zachování reputace centrální banky. Mezi nevýhody tohoto modelu zejména patří komplikované řízení odlišně zaměřených odvětvových přístupů, obtížné definování cílů dohledové činnosti pro specifické sektory, rozdělení kompetencí k nástrojům centrální banky, jejichž použití může iniciovat jak měnová rozhodnutí, tak i snahu zajistit obezřetné podnikání finančních institucí, nedostatečné nástroje v oblasti stability finančních institucí, komunikační šum a informační nepružnost mezi měnovou politikou a finančními institucemi, zvýšení politického tlaku z důvodu odpovědnosti za celý finanční systém včetně bank a vyšší finanční nároky na státní rozpočet v případě nezavedení spolufinancování tržními účastníky finančních trhů.

Odvětvový model dohledu je tradičním modelem institucionálního uspořádání dohledu nad finančními institucemi, přičemž vychází z existence relativně nepropojených segmentů finančního trhu a z fungování specializovaných finančních institucí². Specializované segmenty finančního trhu jsou pak dohlíženy odvětvově zaměřenou dohledovou institucí. Centrální banka dohlíží nad činností komerčních bank a specializované dohledové instituce se zaměřují na kapitálový trh a pojišťný trh. Začlenění těchto dohledů může být buď ve formě závislého státního dohledového orgánu, kdy je začleněn do některého státního úřadu (v převážné většině případů do ministerstva financí), nebo ve formě nezávislého dohledového orgánu, založeného na vytvoření autonomního a operačně nezávislého subjektu. Tuto obvyklejší a modernější formu budeme zkoumat v další části příspěvku. Mezi výhody tohoto modelu patří specializace v dohledové činnosti, jednoznačné určení odpovědnosti za výkon dohledu, konkurence jednotlivých přístupů k regulaci a dohledu, riziko diverzifikace selhání dohledové instituce a vzájemné doplňování ve výkonu dohledové činnosti. Mezi nevýhody tohoto modelu patří komplikovaný dohled finančních supermarketů, vysoké náklady na úzkou kooperaci a komunikaci odvětvově orientovaných dohledových institucí, riziko nekonzistentního přístupu dohledu jako celku vůči regulovaným subjektům v různých oblastech finančního systému, riziko regulatorní arbitráže a vysoká zátěž pro tržní účastníky.

¹ Např. Velká Británie (Financial Services Authority), Japonsko (Financial Supervisory Agency), Německo (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), Rakousko (Finanzmarktaufsicht), Švédsko (Finansinspektionen), Maďarsko (Hungarian Financial Supervisory Authority) nebo Dánsko (Finanstilsynet).

² Tento model je např. používán v USA, ve Francii, ve Švýcarsku nebo v Turecku.

Definičním znakem modelu finančního dohledu v rámci centrální banky³ je integrace měnové politiky a dohledové činnosti. V tomto modelu je dohled nad bankovním trhem, kapitálovým trhem a pojistným trhem plně integrován do centrální banky. Tento model je charakteristický tím, že existuje velmi úzké personální a informační propojení mezi výkonem měnové politiky a dohledové činnosti. V čele centrální banky zpravidla stojí kolektivní orgán, mající zodpovědnost jak za oblast měnové politiky, tak i za dohledovou činnost. Financování dohledu je zpravidla zajištěno rozpočtem centrální banky. Mezi základní výhody tohoto modelu uspořádání patří zejména samostatné a na státním rozpočtu nezávislé financování, využití infrastruktury centrální banky nejen v oblasti měnové politiky, ale také i v oblasti dohledu nad finančním trhem, zvýšení konkurenceschopnosti dohledu jako zaměstnavatele, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu při výkonu dohledové činnosti, efektivní informační toky mezi bankovním dohledem a měnovou částí centrální banky a eliminace rizika komunikačního šumu a informační nepružnosti zejména v období výskytu zvýšené finanční nestability. Mezi hlavní nevýhody tohoto modelu patří riziko konfliktu zájmů priorit mezi měnovou politikou a dohledovou činností centrální banky (např. Goodhart /2000/), rozptylování kapacit managementu centrální banky, což způsobuje riziko poklesu jeho výkonnosti (zejména v období výskytu finanční nejistoty), centrální banka bývá aktivním účastníkem na dluhopisových trzích, které však současně dohlíží, riziko uchování dobrého jména centrální banky a úsilí o zachování důvěryhodnosti měnové autority omezuje aktivitu v dohledové činnosti, značná koncentrace moci mimo přímý dosah vlády/parlamentu, omezená odpovědnost a kontrola včetně nízké úrovně informační povinnosti vůči veřejnosti, konflikt mezi nezávislostí centrální banky a exekutivními kompetencemi v oblasti finančního dohledu (např. vydávání správních rozhodnutí) a nebezpečí vzniku morálního hazardu.

Modifikovanou variantou začlenění dohledu do centrální banky, odstraňující některé výrazné nedostatky úzkého propojení měnové politiky a dohledové činnosti, je specifické postavení dohledu v rámci centrální banky. Rozhodovací pravomoc v oblasti dohledu má management dohledové divize (útvary). Oblasti měnové politiky a dohledové činnosti jsou výrazně separovány. Činnost dohledu je financována z rozpočtu centrální banky, přičemž přichází v úvahu i spolufinancování finančními institucemi, které podléhají dohledu. Mezi výhody tohoto modelu patří využití infrastruktury centrální banky, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu, přiměřená komunikace mezi oběma částmi centrální banky (měnová politika a dohled), vysoký stupeň kvality rozhodovacího procesu, operační nezávislost managementu dohledu zajišťuje jeho nezávislé rozhodování

³ Tento model se používá na Slovensku, v České republice, v Singapuru a na některých off-shore centrech (např. Bahrajn, Bermuda, Makau, Nizozemské Antily).

v případě řešení krizí (např. v období finanční krize, kdy je značně ohrožena likvidita finančních institucí), samostatné financování umožňuje flexibilní přístup k odměňování specialistů dohledu, částečná kompenzace očekávané ztráty rozhodovacích pravomocí v oblasti měnové politiky po vstupu do měnového integračního seskupení, kompenzace případného přechodu dohledové činnosti a zajišťování stability finančního systému na komunitární úrovni v rámci integračního seskupení. Mezi nevýhody tohoto modelu patří riziko kompetenčních sporů v situaci nejednoznačného vymezení kompetencí, složitá organizační struktura, obtížná realizace veřejné kontroly dohledu, nečitelná vazba občan-úřad v případě jmenování managementu divize dohledu kolektivním orgánem centrální banky, v případě jmenování managementu dohledové divize ústavní institucí či ústavním činitelem vedle sebe pak koexistují konkurenční a rovnocenné orgány, nadměrná koncentrace exekutivních pravomocí v nezávislé instituci, což je však nezbytné pro výkon měnové politiky, snaha centrální banky uchovat si důvěru tržních účastníků komplikuje a omezuje ochotu nekompromisně využívat dohledové pravomoci, integrovaný dohled v centrální bance může opět u finančních spotřebitelů vyvolávat domněnku, že veškerý finanční majetek svěřený finančním institucím podléhá stejnému režimu ochrany jako pojištěná bankovní depozita.

Funkcionální model finančního dohledu myšlenkově vychází z obecných mikroekonomických důvodů, které ospravedlňují vměšování státu do tržního mechanismu. Jedná se o šíření záporných externalit a z toho vyplývající nestability finančního systému, výskyt informační asymetrie, nepoctivé obchodní praktiky a nedokonalá konkurence (podrobněji Dewatripont a Tirole /1994/). Primárně nejsou předmětem dohledu finanční instituce, ale jednotlivé funkcionální prvky dohledu, napravující pravidelné či jednorázové selhávání trhu. V některých státech funkcionální model uspořádání je realizován ve zjednodušené verzi. V tomto případě je pouze založen na 2pilířovém systému, kdy první pilíř (obvykle centrální banka) je zodpovědný za dodržování pravidel obezřetného podnikání finančních institucí, dohlíží na platební systém a monitoruje stabilitu finančního systému. Druhý pilíř (instituce na ochranu finančních spotřebitelů a maloobchodních investorů) je zodpovědný za potírání výskytu finanční kriminality a za ochranu spotřebitele včetně zneužívání trhu, osvětu a finančně-investiční vzdělávání. Mezi základní výhody tohoto institucionálního uspořádání patří efektivní dohled finančních supermarketů za současně nízkých nákladů na straně tržních účastníků, vyšší specializace institucí dohledu s pozitivním vlivem na dosaženou úroveň dohledové činnosti, omezení rizika nerovnoměrného důrazu mezi ochranou spotřebitele a zajištěním stability finančního systému, nevznikají doprovodné problémy a náklady při integraci dohledových institucí. Mezi nevýhody tohoto modelu zejména patří riziko překrývání kompetencí a činností dohledových institucí, vyšší náklady oproti jednoduchému modelu dohledu, koordinační náklady a

zabezpečení funkčních informačních toků včetně koordinace postupu vůči tržním subjektům, postupný přechod regulace a obezřetnostního dohledu do kompetence zahraničních institucí (budoucí význam dohledu v centrálních bankách menších států v případě funkcionálního uspořádání bude pravděpodobně minimální), spíše teoretický model uspořádání s relativně málo zkušenostmi, což velmi komplikuje seriózní hodnocení tohoto modelu institucionálního uspořádání finančního dohledu.

Zkušenosti z vyspělých států v období před – a během globální finanční krize však jasně ukazují, že ani optimální organizační začlenění finančního dohledu automaticky nezajišťuje efektivní fungování dohledového systému. Efektivní dohled totiž předpokládá nejen nezávislé a transparentní instituce, vybavené kvalitními zaměstnanci a vynucovacími pravomocemi, ale i chytrý, citlivý, účinný, a především dynamický regulatorně-dohledový mechanismus, přispívající k rozvoji finančních trhů při současném snižování transakčních a finančních nákladů tržních účastníků.

4. Překvapivé české řešení integrace dohledu

Po několika kolech neveřejných diskusí mezi odborníky dohledových úřadů neočekávaně ministerstvo financí v červnu roku 2003 oznámilo, že v České republice bude od roku 2005 vytvořen jednotný model finančního dohledu, a to tak, že vznikne zcela nový nezávislý jednotný úřad finančního dohledu, na který přejde výkon bankovního dohledu z působnosti centrální banky, dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním z Ministerstva financí ČR, přičemž Komise pro cenné papíry a Úřad dozoru nad družstevními záložnami budou úplně zrušeny a jejich pravomocce převezme nově vytvořený úřad. Vedení Ministerstva financí ČR se tedy rozhodlo bez podrobnějších analýz a konzultací s odborníky k rychlému přechodu od odvětvového modelu k modelu jednotného finančního dohledu. Proti návrhu vedení Ministerstva financí zejména velmi tvrdě vystoupilo vedení České národní banky a podařilo se mu přesvědčit vládu na základě odborných argumentů, aby nebyl nový úřad vytvořen ihned a aby byla zvolena postupná strategie integrace dohledových úřadů. Vláda České republiky v roce 2004 pak rozhodla, že v průběhu roku 2005 (první etapa integrace) dojde pouze k dílčí integraci 4 dohledových úřadů do 2 úřadů, a to Úřadu dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištěním do Komise pro cenné papíry (přejmenované na Komisi pro finanční trh při pokračování původního vrcholového managementu) a Úřadu dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky. V další fázi dohledové reformy (specifikované jedním rokem před zavedením eura v České republice) pak mělo dojít k druhé etapě integrace, jejíž podoba však nebyla detailně rozpracována. Na základě vládního usnesení z roku 2004 započaly rozsáhlé legislativní, organizační a technické aktivity, spojené

s první etapou integrace dohledových úřadů. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky schválila na jaře roku 2005 v prvním čtení balík finančních zákonů, umožňující převzetí pravomocí v oblasti dohledu pojišťovnictví a penzijního připojištění Komisí pro cenné papíry (a její přetvoření na Komisi pro finanční trh) a dohledu nad družstevními záložnami Českou národní bankou. Vedení Komise pro cenné papíry věnovalo po dobu více než jednoho roku převážnou většinu svých kapacit na přípravu vzniku Komise pro finanční trh, avšak dne 19. července 2005 vedení Ministerstva financí ČR na tiskové konferenci překvapivě oznámilo, že nebude realizován vládou již schválený scénář integrace dohledových úřadů, ale okamžitě se uskuteční druhá etapa integrace, a to tak, že dojde od dubna 2006 k přesunu veškerých dohledových pravomocí do centrální banky.

Zdá se, že velmi překvapivá a zcela neočekávaná změna v dlouhodobém postoji vedení Ministerstva financí ČR k integraci dohledových institucí nebyla podložena novými podrobnými analýzami odborného charakteru. Nelze proto vyloučit, že tvůrci dramatického legislativního a institucionálního obratu mimo jiné začali být pod velmi silným tlakem některých významných tržních účastníků a dalších zájmových skupin, obávajících se výrazného posílení pravomocí bývalé Komise pro cenné papíry, která byla známá velmi nezávislým, nekompromisním a tvrdým postupem při trestání nepoctivých praktik a neplnění různých regulatorních pravidel a dalších podmínek. Během několika týdnů byl připraven poslanecký komplexní pozměňovací návrh v rozsahu cca 200 stran do druhého čtení již projednávaného balíku integračních finančních zákonů v Poslanecké sněmovně Parlamentu, který byl následně schválen, a to i přes odborný nesouhlas některých legislativních odborníků a nemalého počtu senátorů s takovýmto postupem, poněvadž podle těchto kritiků nebyly dodrženy standardní legislativní procedury. Komise pro cenné papíry byla ke konci března 2006 zrušena, členům prezidia byl předčasně ukončen mandát k výkonu funkce bez finančního odškodnění a veškeré pravomoce finančního dohledu (včetně dozoru pojišťovacího, dozoru v oblasti penzijního připojištění i dozoru nad družstevními záložnami) převzala centrální banka. V České republice tedy od dubna 2006 existuje model finančního dohledu v rámci centrální banky, který není příliš obvyklý na vyspělých finančních trzích.

5. Nepřiměřená míra regulace a dohledu kapitálového trhu

Na počátku devadesátých let minulého století byla regulace a dohled vznikajícího českého kapitálového trhu velmi laxní a nestandardní. Nejprve prozatímní sekundární trh byl v regulačně-dohledové gesci centrální banky, později tuto pravomoc získalo Federální ministerstvo financí (FMF), které však aplikovalo zcela zastaralý německo-rakouský byrokratický přístup státního dozoru nad kapitálovým trhem. Tento přístup snad mohl být částečně oprávněný při regulaci a

dohledu vládních dluhopisových trhů, avšak byl zcela nevhodný a neefektivní pro rychle se rozvíjející a rozsáhlý akciový trh, který vznikl díky kuponové privatizaci. Tato metoda privatizace měla nejen některé nesporné výhody (zejména rychlost odstátnění), ale byla také spojena s výskytem finanční kriminality. FMF (později MFČR) prakticky bez dostatečného prověření žadatelů o výkon různých investičních služeb automaticky udělovalo licence a téměř neprovádělo ani vlastní dozorovou činnost ve formě dohledu na dálku a dohledu na místě benevolentně licencovaných tržních subjektů. Již v polovině devadesátých let Musílek (1994, s. 31) uváděl, že „...Naopak významnější roli státu bychom očekávali v oblasti nelegálních obchodů (insider obchody, praní špinavých peněz, manipulace akciových kursů, konflikt zájmů a klamavá reklama), kde regulatorní instituce v České republice vystupují velmi váhavě a pasivně ...“. Od dubna 1998 přešla pravomoc dohledu z MFČR na nově vzniklou Komisi pro cenné papíry (KCP). Nedostatečná ochrana minoritních akcionářů, vlna skandálů během „třetí vlny“ kuponové privatizace, finanční kriminalita a také díky enormní snaze Burzy cenných papírů Praha (a zejména Tomáše Ježka) vznikl personálně a operačně nezávislý dohledový úřad pro kapitálový trh, který byl však i nadále finančně závislý na státním rozpočtu. Jsme přesvědčeni, že Komise pro cenné papíry (vybavená poměrně rozsáhlými pravomocemi) měla však začít fungovat ještě před vlastním spuštěním první vlny kuponové privatizace. KCP svojí činností alespoň částečně přispěla ke kultivaci českého investičního prostředí. KCP (především v obdobích, kdy KCP byla řízena Františkem Jakubem, Milanem Šimáčkem nebo Pavlem Hollmannem) výrazně zpřísnila výkon dohledu nad obchodníky s cennými papíry, institucemi kolektivního investování, emitenty a burzou, prosadila a realizovala povinné otevření privatizačních fondů, uskutečnila přelicencování obchodníků s cennými papíry a investičních společností nebo prosadila do legislativy principy corporate governance veřejně obchodovaných akciových společností a zahájila boj proti finanční kriminalitě, která z období „třetí vlny“ kuponové privatizace zůstala částečně pravomocně nepotrestána, resp. byla dokonce nepochopitelně amnestována.

V novém tisíciletí začalo v České republice docházet nejen k mechanickému přebírání jednotné unijní dohledové politiky, ale také ve zcela jiné investiční situaci (oproti období „třetí vlny“ kuponové privatizace) došlo k dramatickému a plošnému zpříšňování míry regulace a dohledu celého sektoru kapitálového trhu. Navíc v post-lehmanovském období (kdy globálně došlo k výraznému zvýšení míry kontrolních mechanismů) byla v ČR často transpozice nových evropských kapitálových a kontrolních norem ještě výrazně nad rámcem unijních požadavků. Díky tomu (stále ještě nedostatečně a málo rozvinutý český emisní a sekundární trh cenných papírů) se stal trhem s nejvyšší regulatorní zátěží v porovnání s jinými evropskými investičními trhy. Postupně došlo k odlivu zahraničních institucionálních investorů a investičních domů z českých kapitálových trhů,

přičemž regulatorně-dohledové autority bohužel nedokázaly včas identifikovat nepřiměřenou a nákladnou regulaci českého trhu ve výrazně změněných post-lehmanovských podmínkách, přičemž byla zejména opomíjena péče o rozvoj kapitálového trhu.

Později musela Česká národní banka dokonce předat část svých dohledových pravomocí celoevropským dohledovým úřadům, poněvadž od roku 2011 je i český dohledový systém součástí Evropského systému finančního dohledu (European System of Financial Supervision – ESFS), který má charakter integrované sítě národních dohledových institucí a orgánů Unie, přičemž jeho hlavním cílem je jednotné uplatňování regulatorních pravidel. Současná kapitálová dohledová politika EU (v praxi realizovaná prostřednictvím celoevropského úřadu ESMA) je přirozeně koncipována jednotným přístupem, a to zejména na základě požadavků nejvyspělejších evropských kapitálových trhů. Fungování nových celoevropských dohledových úřadů není neutrální k postavení národních dohledových úřadů, přičemž plíživě dochází k významnému přesunu některých regulatorně-dohledových pravomocí z národních dohledových úřadů na celoevropské instituce, což pak neumožňuje vytvářet specifické podmínky a stimuly pro rozvoj nedostatečně rozvinutých segmentů jako je např. český primární a sekundární trh cenných papírů, který byl dlouhodobě nepříznivě ovlivněn negativními dopady kuponové privatizace, silného postavení univerzálního bankovníctví, nereformovaného důchodového systému a nepřiměřeně aplikovaných regulatorních a dohledových přístupů v odlišných fázích vývoje domácího a zahraničního investičního prostředí. Míra regulace a dohledu českého finančního trhu byla časována v posledních třech dekadách poněkud nešťastně.

6. Závěr

Institucionální uspořádání dohledu finančních trhů se výrazně odlišuje v jednotlivých státech, i když v posledních letech převládá trend integrace a konsolidace dohledových autorit, a to jak v národním, tak i v nadnárodním měřítku. Konkrétní uspořádání dohledových mechanismů by mělo především vycházet z konkrétních ekonomických a finančních podmínek. Bohužel významné institucionální změny jsou často nejen v České republice uskutečňovány z politických, tržních nebo osobních zájmů, aniž by politickým rozhodnutím předcházela důkladná institucionální analýza a kvalifikovaná odborná diskuse.

Literatura

Goodhart, C. A. E. (2000). *The organisational structure of banking supervision*. Financial Stability Institute. <https://ideas.repec.org/p/fmg/fmgsp/sp127.html>

Ježek, T. (2009). Vznik Komise pro cenné papíry. In *20 let českých finančních a bankovních reforem v České republice* (s. 77). Vysoká škola ekonomická v Praze a Česká národní banka.

Musílek, P. (1994). *Finanční trhy: Instrumenty, instituce a management*. Vysoká škola ekonomická v Praze.

Musílek, P. (2006). Komparace modelů finanční regulace a dozoru: Výhody a nevýhody. *Český finanční a účetní časopis*, 2006(4), 8–22. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.191>

20 years of the abolition of the Securities and Exchange Commission

Petr Musílek

Abstract:

The paper discusses economic, non-economic and other factors of changes in the supervisory structure of the financial market in the territory of the present-day Czech Republic. The introductory part of the paper discusses the development of regulation and supervision of the Czech financial market. The next part explains the variants of the institutional structure of supervision, including their advantages and disadvantages. The surprising Czech solution to the integration of supervision is also discussed. The final part of the paper discusses the impacts of an inappropriate level of regulation and supervision on the Czech capital market.

Keywords:

Securities and Exchange Commission, Czech National Bank, Financial Market Commission, supervision integration

JEL classification: G20

DORA, Leiden Manifesto a hodnocení kvality vědy

*Bohumil Stádník**

Abstrakt:

Hodnocení kvality vědecké práce se v posledních letech stále více opírá o kvantitativní ukazatele. Počet publikací, citační ohlas, impakt faktor časopisů a další bibliometrické indikátory umožňují jedním číslem relativně snadno porovnávat jednotlivé výzkumníky, pracoviště i celé instituce. Současně se však ukazuje, že takové jednoduché kvantitativní hodnocení může vést k významnému zkreslení posuzování kvality vědecké práce a k negativním důsledkům pro ekonomiku i celou společnost. V článku rovněž navrhneme ukazatel „teaching impact“, který v podstatě vychází z myšlenky, že článek, jenž je dlouhodobě využíván při výuce, je vybírán zkušenými pedagogy a následně jimi i studenty opakovaně prověřován. Lze proto předpokládat, že takový článek je kvalitní a aktivně formuje budoucí praxi i vědu.

Klíčová slova:

Bibliometrické indikátory, kvalita vědy, nekalé praktiky při publikování, teaching impact

JEL klasifikace: O30, O38

* doc. Ing. Bohumil Stádník, Ph.D, Vysoká škola ekonomická v Praze, FFÚ, KBP
bohumil.stadnik@vse.cz. Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu
Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální
podpory VŠE IP100040.

1. Úvod – současný stav problému

DORA a Leiden Manifesto jsou iniciativy zaměřené proti posuzování vědecké kvality zejména podle bibliometrických ukazatelů.

DORA – San Francisco Declaration on Research Assessment (Sanfranciská deklarace o hodnocení výzkumu) vznikla v roce 2012 a její hlavní myšlenka je, abychom nehodnotili kvalitu vědce podle časopisu, ve kterém publikoval, ani podle jednoduchých bibliometrických ukazatelů. Kritizuje používání impakt faktoru (IF) časopisu jako zástupného ukazatele kvality konkrétního článku nebo autora. DORA říká, že takový závěr není oprávněný. Místo toho doporučuje hodnotit především obsah a skutečný vědecký přínos práce.

Leiden Manifesto for Research Metrics vznikl v roce 2015 a představuje 10 principů pro používání bibliometrických ukazatelů při hodnocení vědy. Jeho základní myšlenka je trochu praktičtější než u DORA. Bibliometrii používat můžeme, ale musíme ji používat rozumně a v kombinaci s odborným posouzením. Například jeden z principů říká, že kvantitativní hodnocení má podporovat kvalitativní odborné posouzení. Tedy ne například, že když vědec má 500 citací, takže je vynikající vědec, ale že bibliometrické údaje naznačují určitý dopad a je potřeba odborně posoudit, zda tomu odpovídá skutečný vědecký přínos.

V souvislosti s použitím bibliometrických ukazatelů vznikla celá řada nekalých aktivit, které souvisí s umělým zvyšováním bibliometrických ukazatelů časopisu i vlastních.

Studie Lin (2018) analyzovala 360 článků ze šesti oblastí (literatura, historie, umění, sociologie, ekonomie a psychologie), které obsahovaly celkem 25 617 citací. U ekonomie bylo 44 % citací klasifikováno jako „perfunctory“, tedy bez významu k předmětu výzkumu. Lin dále přímo zpochybňuje předpoklad, že každá citace představuje stejně významný příspěvek k článku.

Studie Rasmussena (2023) zjistila nejen 53 % perfunktorních citací, ale také, že pouze 42 % citací se vztahovalo ke klíčovému obsahu citovaného článku. V 16 % článků byly nalezeny citace, které nebyly podporovány tím, na co skutečně odkazovaly.

Stremersch, Camacho, Vanneste, & Verniers (2015) analyzovali 24 632 citací pocházejících z 659 článků v pěti významných časopisech. Následně rozdělili procenta citací do pěti kategorií:

1. 10,1 % – application (důležitá, relevantní),
2. 4,6 % – affirmation (podporující),
3. 0,6 % – negation (zpochybňující),
4. 52,9 % – review (přehledová, nepodstatná),

5. 31,8 % – perfunctory (zcela nerelevantní).

Tedy pouze 15,3 % citací (10,1 + 4,6 + 0,6 %) představovalo application, affirmation nebo negation citations, tedy typy, které autoři považují za citace s vyšší mírou skutečné vědecké závislosti na citovaném článku. Naopak 31,8 % bylo čistě nerelevantních a 52,9 % nepodstatných. I když je nutné dodat, že review citation může mít legitimní funkci – například ukázat předchozí výzkum nebo zasadit práci do literatury. Zde je nutné dodat, že autoři mají velmi přesnou klasifikaci a velký vzorek 24 632 citací. Zároveň sami na konci článku doporučují nepoužívat prostý počet citací jako hlavní ukazatel vědeckého přínosu.

Článek Agricola, Heller, Schilders, Schubotz, Taylor, Vega (2025) s názvem „Podvodné publikování v matematických vědách“ vyšel v časopise Pokroky matematiky, fyziky a astronomie – PMFA (2025). Tento časopis oficiálně vydává Jednota českých matematiků a fyziků (JČMF). Jedná se o český překlad zprávy pracovní skupiny Mezinárodní matematické unie (IMU) a International Council of Industrial and Applied Mathematics (ICIAM). Pojednání se zabývá tím, jak současný systém hodnocení vědců založený na počtu publikací, citacích a bibliometrických ukazatelích vytváří prostor pro manipulace a nežádoucí publikační praktiky. Autoři především upozorňují na několik propojených problémů: predátorské časopisy – časopisy, jejichž hlavním cílem je získávat poplatky za publikování, nikoliv zajišťovat kvalitní vědeckou komunikaci; citační kartely – skupiny autorů nebo časopisů, které si vzájemně uměle zvyšují počty citací; manipulace bibliometrických ukazatelů – snaha optimalizovat publikační chování tak, aby autor vypadal lépe podle měřitelných ukazatelů. Přičemž snaha o větší počet publikací a citací a tlak na výzkumníky může vést k tomu, že se samotná vědecká kvalita dostává do pozadí. Za chybné je považováno používání jednoduchých čísel při hodnocení vědy – zejména představa, že lze kvalitu vědce nebo výzkumu spolehlivě vyjádřit jedním či několika bibliometrickými čísly. Autoři nepopisují podvodné publikování pouze jako problém „špatných“ vědců. Ukazují, že problém vzniká také v důsledku systému, který se snaží vědeckou kvalitu převést na snadno měřitelná čísla a když se odměňuje určitý měřitelný ukazatel, výzkumníci získávají přirozenou motivaci optimalizovat právě tento ukazatel. Tím se může stát, že optimalizace indikátoru začne nahrazovat optimalizaci skutečné kvality výzkumu. Autoři výslovně konstatují, že například v matematice jsou citační počty relativně nízké, a právě proto mohou být vůči manipulacím značně citlivé.

Ze všech výše uvedených zdrojů i ze současné praxe jsou evidentní způsoby, jakými se zvyšuje citační prestiž časopisu i autora.

Nejčastější způsoby v případě zvyšování citační prestiže časopisu:

1. Nucené citování (coercive citation). Editor nebo recenzent požaduje, aby autor doplnil do článku citace článků z daného časopisu, přestože pro ně není skutečný odborný důvod. Tím se zvýší počet citací časopisu.
2. Nadměrné autocitování časopisu. Časopis publikuje články tak, aby co nejvíce odkazovaly na jeho vlastní nedávné články. To je zvláště účinné u metrik založených na krátkém citačním okně. Výzkum skutečně ukazuje případy disproporčně vysokého podílu autocitací právě u článků relevantních pro výpočet impact faktoru.
3. Účelové review články. Review články bývají velmi citované. Časopis proto může zvýhodňovat jejich publikování, případně vytvářet review články, které obsahují velké množství odkazů na vlastní časopis. Studie Stremersch, Camacho, Vanneste, & Verniers (2015) přímo identifikovala self-serving review articles jako jednu z metod, která může zvýšit IF.
4. Editoriály s velkým množstvím autocitací. Editorial může obsahovat velké množství odkazů na nedávné články stejného časopisu. To může být problematické zejména proto, že editorál může být v některých citačních systémech započítáván jinak než běžný „citable item“.
5. „Citation padding“. Do článku se přidávají další a další reference, které nejsou pro dané tvrzení skutečně potřebné. Samotný větší počet referencí samozřejmě není problém; neetické je jejich účelové přidávání kvůli citačnímu efektu.
6. Strategické zvýhodňování článků s autocitacemi. Editor může systematicky preferovat rukopisy, které již obsahují mnoho citací nedávných článků jeho časopisu.
7. Manipulace skladbou publikovaných článků. Časopis může zvyšovat podíl typů článků, které mají potenciál generovat hodně citací – například review článků, perspektiv či některých typů metodologických článků. Samo o sobě to není neetické, ale pokud je hlavním motivem manipulace metriky, může se z legitimní redakční strategie stát problematická praktika. Studie identifikovala právě kombinaci review článků, editorialů, coercive citation a dalších redakčních rozhodnutí jako mechanismy schopné ovlivnit IF.

Manipulace vlastních bibliometrických ukazatelů autora – tedy například h-indexu, počtu citací nebo počtu publikací. Nejčastější jsou tyto praktiky:

1. Nadměrné autocitování. Autor systematicky cituje své předchozí práce i tam, kde to není odborně nutné. Autocitace sama o sobě samozřejmě není neetická – problém je její účelové používání k navyšování metrik.
2. Citation cartels – citační kartely autorů. Několik skupin autorů se neformálně „domluví“ a systematicky se navzájem citují.
3. Salami slicing – umělé navyšování počtu publikací. Nejde jen o citace. Autor může rozdělovat jeden výzkum na co největší počet článků (*salami*

slicing), publikovat mnoho velmi podobných či jen minimálně přidaných prací nebo se nechávat uvádět jako spoluautor tam, kde je jeho skutečný příspěvek malý.

4. Hyperautorství/„gift authorship“. Autor se objeví jako spoluautor na velkém množství článků, přestože jeho skutečný vědecký příspěvek je malý nebo žádný.
5. Účelové přidávání citací do článků Autor může do svých nových článků přidávat rozsáhlé seznamy vlastních starších prací, které jsou pouze okrajově relevantní. Tím se vytváří „řetěz“ vlastních citací.
6. Manipulace spoluautorstvím. Například skupina výzkumníků publikuje společně mnoho článků a všichni jsou uvedeni jako spoluautoři. Každému pak rostou počet publikací, citací a často i h-index. Pokud spolupráce odpovídá skutečným příspěvkům, je to legitimní; problém je účelové vzájemné přidávání autorů.
7. Obchodování s citacemi, kdy je v rámci sociálních sítí nabízeno za úplatu zařazení citace do přijatého článku.
8. Obchodování se spoluautorstvím, kdy je v rámci sociálních sítí nabízeno za úplatu zařazení jako spoluautora k článku.

I bez výše zmíněných nekalých praktik má samotné hodnocení s použitím počtu citací následující problémy, které podporují argumenty, proč samotný počet citací není jediným vhodným měřítkem kvality:

1. Článek může být citován proto, že je kritizován.
2. Může být citován pouze jako historická reference.
3. Počet citací silně závisí na oboru a jeho velikosti.
4. Trendy a „módní“ témata mohou generovat obrovské množství citací.
5. Velmi kvalitní, ale úzce zaměřený článek může mít málo citací.
6. Významná metodologická nebo teoretická práce může mít velký vliv, aniž by to přesně odpovídalo jejímu citačnímu skóre.

2. Negativní dopady hodnocení vědy podle bibliografických ukazatelů a možný další výzkum

V současné době existuje ve vědecké praxi značná zkušenost s tím, že při posuzování kvality vědce, žádosti o přidělení grantu, projektu či akademického titulu se postupuje nejen „zejména“, ale často prakticky „výhradně“ podle bibliometrických ukazatelů. Kvalita vědecké práce se přitom jiným způsobem zpravidla neposuzuje, s výjimkou hodnocení recenzenty časopisů, kteří často zůstávají v anonymitě.

Články po přijetí k publikaci, a to i v citačně kvalitních časopisech, zůstávají často finančně obtížně dostupné.

Závažné jsou také některé lokální průzkumy realizované na univerzitách, podle nichž značná část samotných autorů publikujících v citačně hodnotných časopisech nepovažuje svůj výzkum za významný pro svůj obor. Zřejmě i v důsledku této skutečnosti neprobíhají semináře ani diskuse nad jejich publikacemi, tyto práce nebývají zařazovány do sylabů předmětů či kurzů a jejich další šíření ve vědecké komunitě i mezi studenty, tedy budoucími nositeli vědy, není příliš podporováno. Ověření této domněnky představuje vhodný cíl pro další výzkum.

Dalším zajímavým zjištěním je, že navzdory strmě narůstajícímu počtu recenzovaných publikací se celková ekonomická situace v mnoha vyspělých zemích nevyvíjí příznivě, ale naopak se zhoršuje. Paradoxně existuje relativně málo publikovaných detailních výzkumů zaměřených na aktuální trendy, jako jsou válečné konflikty, přechod na obnovitelné zdroje energie, AI, problematika migrace či změny v postoji k tradičním rodinným hodnotám, a jejich dopady na ekonomiku, například na ceny energií, krizi evropského automobilového průmyslu či nezaměstnanost. Analýza této situace rovněž představuje vhodnou výzkumnou otázku, která může souviset se způsobem hodnocení vědy.

3. Možná východiska

Jedním z možných zlepšení hodnocení by mohlo být vytvoření konceptu „teaching impact“, tedy systému indikátorů zachycujících skutečný dopad článku na pedagogickou činnost, což souvisí i s vědeckou kvalitou článku.

Pokud je určitý vědecký článek opakovaně zařazován do vysokoškolské výuky, prochází tím totiž určitým dodatečným procesem odborného výběru. Nejde pouze o to, že článek byl publikován v odborném časopise a následně získal určitý počet citací. Pedagog, který jej zařadí do kurzu, musí posoudit, zda je jeho obsah věcně správný, metodologicky dostatečně kvalitní, srozumitelný, relevantní pro daný předmět a zároveň natolik významný, aby stál za to věnovat mu čas studentů. Pokud je tentýž článek používán opakovaně, navíc v různých kurzech, institucích nebo zemích, představuje to další formu praktického ověřování jeho relevance.

Je však důležité zdůraznit, že zařazení článku do výuky není automatickým důkazem jeho vědecké kvality. Pedagog může použít i kontroverzní, historický nebo dokonce chybný článek právě proto, aby jeho metodiku či závěry se studenty kriticky analyzoval. Teaching impact proto nemůže být založen pouze na jednoduchém počtu výskytů článku v sylabech kurzů nebo v učebních plánech. Mohl by však zachycovat například délku období, po které je článek ve výuce používán, počet různých institucí a kurzů, jeho využití v povinných předmětech, jeho výskyt v klíčových učebních materiálech nebo skutečnost, že byl opakovaně vybrán nezávislými akademiky.

Článek zabývající se například CAPM, multifaktorovými modely, efektivními trhy, oceňováním derivátů, finanční ekonometrií, predikcí volatility nebo řízením portfolia může mít mimořádně významný pedagogický dopad, pokud se stane součástí standardního kurikula. Jeho význam se pak neprojevuje pouze v počtu dalších vědeckých publikací, které jej citují, ale také v tom, že jeho koncepty a metodologické postupy převezmou studenti, kteří je následně používají ve výzkumu, finančních institucích, investiční praxi nebo veřejné správě.

Teaching impact by tedy mohl zachycovat nejen kolik lidí výsledek výzkumu cituje, ale také kolik lidí se jej díky výuce skutečně učí. To jsou dvě odlišné formy šíření znalostí.

Tento přístup by byl dobře slučitelný s logikou Leiden Manifesto. Teaching impact by proto neměl být další mechanickou metrikou, nýbrž jednou z informací, která umožní vytvořit komplexnější obraz o skutečném dopadu akademické práce.

Shrnutí argumentů podporujících, aby teaching impact byl v hodnocení vědeckých článků brán vážně.

1. Věda se do značné míry reprodukuje prostřednictvím vzdělávání. Budoucí vědci jsou dnes především studenti. To, s jakými články, teoriemi a metodami se během studia setkají, ovlivňuje, co budou považovat za důležité a kvalitní vědecké poznání.
2. Profesor nebo jiný kvalitní pedagog funguje jako určitý „filtr vědeckého poznání“. Student nemůže přechít množství článků, které v jeho oboru existují. Pedagog vybírá ty práce, které považuje za zásadní, reprezentativní nebo metodologicky kvalitní. Zařazení článku do standardní univerzitní výuky tedy znamená, že prošel ještě jedním poměrně významným mechanismem odborného výběru. Pokud například univerzitní pedagog dobrovolně zařadí konkrétní článek do povinné nebo významné části kurzu, v podstatě tím říká, že tento poznatek, metoda nebo argument je považován za natolik významný, že s ním musí být seznámen člověk, který se chce v tomto oboru profesionálně orientovat.
3. Teaching impact má určitou formu odborné peer review v čase. Nejde pouze o jedno rozhodnutí recenzentů při publikaci. Článek je následně „testován“ dalšími pedagogy a generacemi studentů. Pokud se po deseti či dvaceti letech stále vyučuje, znamená to, že jeho význam nějakým způsobem přežil čas.
4. Význam opakovaného používání článku. Pokud se určitý článek používá například deset, dvacet nebo třicet let v kurzech na kvalitních univerzitách, může to znamenat, že jeho poznatky přežily změny vědeckého paradigmatu, nové empirické výsledky i generační obměnu pedagogů.

4. Závěr

V článku jsme rozebrali několik publikací, které jsou namířené proti hodnocení kvality vědy zejména podle bibliografických údajů vzhledem k celé řadě nedokonalostí a snadné možnosti manipulovatelnosti. Dále jsme zhodnotili možnosti dalšího výzkumu v oblasti negativního vlivu hodnocení založeného především na bibliometrických ukazatelích. Jako jedno z východisek jsme navrhli ukazatel „teaching impact“, který souvisí s výukou budoucích vědců a oborových specialistů a který v podstatě stojí na myšlence, že článek, který je vybírán zkušenými pedagogy a následně jimi i studenty opakovaně prověřován, lze považovat za kvalitní a aktivně formující budoucí praxi i vědu.

Literatura

Hicks, D., Wouters, P., Waltman, L., de Rijcke, S., & Rafols, I. (2015). Bibliometrics: The Leiden Manifesto for research metrics. *Nature*, 520(7548), 429–431.

<https://doi.org/10.1038/520429a>

Agricola, A., Heller, L., Schilders, W., Schubotz, M., Taylor, P, Vega L.(2025) *Podvodné publikování v matematických vědách*, Pokroky matematiky, fyziky a astronomie (PMFA), 4/2025, ročník 70, s. 213–234, český překlad zprávy pracovní skupiny Mezinárodní matematické unie (IMU) a International Council of Industrial and Applied Mathematics (ICIAM).

Lin, C., S. (2018). An analysis of citation functions in the humanities and social sciences research from the perspective of problematic citation analysis assumptions. *Scientometrics*, 116(2), 797–813. <https://doi.org/10.1007/s11192-018-2770-2>

Rasmussen, J. (2023). *Uncovering the use and impact of mechanical weed control articles: A citation content analysis*. *Weed Research*, 63(4), 232–236.

<https://doi.org/10.1111/wre.12583>

San Francisco Declaration on Research Assessment. (2013). *The San Francisco Declaration on Research Assessment*. DORA.

Stremersch, S., Camacho, N., Vanneste, S., & Verniers, I. (2015). *Unraveling scientific impact: Citation types in marketing journals*. *International Journal of Research in Marketing*, 32(1), 64–77. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2014.09.004>

DORA, Leiden Manifesto and Science Quality Assessment

Bohumil Stádník

Abstract:

In recent decades, the evaluation of the quality of scientific work has increasingly relied on quantitative indicators. The number of publications, citation response, impact factor of journals or other bibliometric indicators make it relatively easy to compare individual researchers, workplaces and entire institutions in one number. At the same time, however, it turns out that such a simple quantitative evaluation can lead to a significant distortion of the quality of scientific work and negative consequences for the economy and society as a whole. In the article, we propose the "teaching impact" indicator, which is basically based on the idea that an article that has been used in teaching for a long time is selected and repeatedly checked by experienced teachers, students and actively shapes future practice and science.

Keywords:

Bibliometric indicators, quality of science, unfair publishing practices, teaching factor

JEL classification: O30, O38

Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

*Radek Jež**

Abstrakt:

Digitální přepravní platformy umožňují poměrně přesně doložit uskutečněné jízdy a jejich cenu. V případě přepravy organizované prostřednictvím flotilových společností však záznam ekonomické činnosti ještě neodpovídá na otázku, která osoba byla povinna přiznat daň z přidané hodnoty a kdo případně odpovídá za její úmyslné zkrácení. Příspěvek rozlišuje kontinuitu fakticky provozované přepravy od právní samostatnosti jednotlivých společností. Navrhuje metodu dvojího přiřazení: nejprve přiřadit konkrétní zdanitelné plnění a daňovou povinnost určitému subjektu a zdaňovacímu období, následně určit jednání a zavinění fyzické osoby ve vztahu k takto vymezenému zkrácení. Metodu rozvíjí na modelovém přechodu vozidel a řidičů mezi flotilami. Součástí úvahy je i možná konkurenční výhoda získaná prostřednictvím daňového úniku.

Klíčová slova:

DPH, digitální platformy, Bolt, Uber, flotilová společnost, ekonomická kontinuita, § 240 trestního zákoníku, úmysl, trestní dokazování

JEL klasifikace: H20, H26

* **pplk. Ing. Bc. Radek Jež** rada, Policie České republiky – Národní centrála proti organizovanému zločinu SKPV, sekce finanční kriminality, odbor daní
student doktorského studijního programu, AMBIS vysoká škola, Radek.Jez@seznam.cz

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

1. Úvod

V červnu 2026 informovala Policie České republiky o zahájení trestního stíhání v souvislosti s podezřením na rozsáhlé krácení daně z přidané hodnoty v oblasti taxislužby a smluvní přepravy osob prostřednictvím digitálních přepravních platforem. Podle zveřejněných informací měly dvě organizované skupiny využívat síť vzájemně propojených flotilových společností, jejichž prostřednictvím mělo docházet k nepřiznávání DPH z uskutečněných přeprav. Souhrnná předpokládaná výše zkrácené DPH u obou skupin přesahovala 300 milionů Kč. Jedná se o podezření, která jsou předmětem trestního řízení, nikoli o pravomocně prokázanou trestnou činnost.¹

Daňovými riziky flotilového modelu, sdílením informací mezi digitálními platformami a správci daně i související evropskou právní úpravou se již zabývali Damian Czudek a Jan Zubík.² Jejich práce se soustředí především na nástroje správy daní a možnosti předcházení daňovým únikům, zabývají se však také mechanismy střídání flotilových společností a stručně připomíná související trestní judikaturu.

Tento příspěvek na uvedenou odbornou diskusi navazuje a zaměřuje se podrobněji na hranici mezi porušením daňových povinností a trestní odpovědností za úmyslné krácení DPH. Pozornost přitom soustředí na situace, kdy se v podnikání střídají flotilové společnosti, zatímco samotná přepravní činnost pokračuje. Zabývá se otázkou, komu v takovém případě vzniká povinnost přiznat DPH, kdo za její případné zkrácení skutečně odpovídá, a především za jakých okolností již nejde pouze o porušení daňových povinností, ale o úmyslné jednání naplňující znaky trestného činu podle § 240 trestního zákoníku.

2. Jak funguje přeprava přes digitální platformy

Zákazník si prostřednictvím mobilní aplikace objedná jízdu. Po jejím skončení obdrží elektronický doklad a při bezhotovostní úhradě se platba vypořádá bez jeho dalšího zásahu. Zákazník zpravidla neřeší, zda přepravu uskutečnil přímo řidič jako samostatný podnikatel, nebo společnost, pod jejíž flotilou je zaregistrován. Jeho

¹ POLICIE ČR. Daňová Kobra odhalila rozsáhlé krácení daní. Tisková zpráva, 16. 6. 2026. <https://policie.gov.cz/clanek/danova-kobra-odhalila-rozsahle-kraceni-dani.aspx>. [cit. 2026-08-28].

² CZUDEK, Damian; ZUBÍK, Jan. Fleet Taxi Services as a VAT and Income Tax “Black Hole”: Is a Memorandum with Platforms a New Instrument for Tax Administration? Analyses and Studies CASP, 2026, č. 1(21), anglická verze, s. 59–72, k uvedeným otázkám zejména s. 60–61, 64–68 a 69–70. DOI: 10.33119/ASCASP.2026.1.4. Dostupné z: <https://econjournals.sgh.waw.pl/ASCASP/article/download/5403/5349/14365>. [cit. 2026-09-01].

zkušenost se službou může být stále stejná, přestože se na pozadí aplikace mění obchodní partner, smluvní vztahy nebo bankovní účet, na který se vyplácí jízdné.

V elektronickém systému zůstávají záznamy o uskutečněných jízdách, jejich cenách a způsobech úhrady. Tyto údaje umožňují poměrně přesně rekonstruovat přepravní činnost, samy však neříkají, kdo byl jejím poskytovatelem z hlediska DPH. To je třeba určit podle postavení dopravce, smluvních vztahů a způsobu vyúčtování, zejména pokud se v průběhu podnikání střídají flotilové společnosti.

3. Od ceny jízdy k povinnosti přiznat DPH

Pro daňové posouzení přepravy prostřednictvím digitálních platforem je nejprve nutné rozlišit dvě samostatné služby: samotnou přepravu cestujícího a službu, kterou dopravci poskytuje provozovatel aplikace. U tuzemské přepravy je třeba určit, kdo je skutečným poskytovatelem přepravní služby, zatímco samostatně se posuzuje poplatek za využívání zahraniční platformy. Generální finanční ředitelství tyto vztahy ve své metodické informaci výslovně rozlišuje. Osoba přijímající službu přístupu k aplikaci může být plátcem DPH nebo identifikovanou osobou. Samotné postavení identifikované osoby však neznamená povinnost přiznávat DPH z vlastních tuzemských přeprav.³

Pro správné daňové posouzení je rovněž podstatné, zda a od kdy byl poskytovatel přepravy plátcem DPH. Rozhodující je právní úprava účinná v období, kdy byla jednotlivá plnění uskutečněna, včetně podmínek vzniku plátcovství. Nelze proto automaticky počítat obraty několika po sobě působících flotilových společností a vycházet z předpokladu, že všechny byly plátcí DPH po celé posuzované období.⁴

Další problém přináší samotné vyúčtování přeprav. Úplata za uskutečněnou jízdu a částka následně připsaná dopravci na bankovní účet nemusejí být shodné. Pokud platforma před odesláním peněz odečte smluvní provizi, představuje bankovní převod pouze částku po jejím zúčtování. Za předpokladu, že poskytovatelem přepravy je dopravce a platforma mu poskytuje samostatnou službu, však provize sama o sobě nesnižuje úplatu za přepravu. Pro určení základu daně je proto rozhodující skutečná cena poskytnuté služby, nikoli pouze částka přijatá na

³ GENERÁLNÍ FINANČNÍ ŘEDITELSTVÍ. Informace GFR k daňovému posouzení povinností poskytovatelů přepravních služeb poskytujících přepravu osob prostřednictvím mobilní aplikace s účinností od 1. 1. 2025, č. j. 13253/25/7100-30116-110541, body 1.2 a 1.3.2, zejména strany 2-4 dokumentu. Online. Dostupné z https://financnisprava.gov.cz/assets/cs/prilohy/Informace_GFR_k_danovemu_posouzeni_povinnosti_poskytovatele.pdf. [cit. 2026-09-10].

⁴ GENERÁLNÍ FINANČNÍ ŘEDITELSTVÍ. Informace ke změnám v plátcovství a registračním řízení v oblasti DPH od 1. 1. 2025, č. j. 11977/25/7100-30118-203500, 1.1 metodiky GFR. Online. Dostupné z https://financnisprava.gov.cz/assets/cs/prilohy/d-seznam-dani/11977_25_Informace_ke_zmenam_v_platcovstv2025.pdf. [cit. 2026-09-15].

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

bankovní účet. Podle konkrétních okolností je nutné zohlednit také jízdy hrazené v hotovosti, případná storna a opravy vyúčtování.

Uvažujme modelovou jízdu za 500 Kč včetně DPH. Pokud přepravu uskutečnil plátce DPH a podléhá základní sazbě 21 %, činí základ daně 413,22 Kč a daň na výstupu 86,78 Kč. Předpokládejme dále, že si platforma za poskytnutou službu účtuje provizi ve výši 20 % z jízdného, tedy 100 Kč, kterou odečte před vyplacením peněz dopravci. Ten tak obdrží na bankovní účet pouze 400 Kč. Bylo by však chybné vypočítat DPH z přepravy pouze z této přijaté částky, protože v uvedeném modelu zůstává úplatou za přepravu celých 500 Kč. Samostatně je nutné posoudit daňový režim provize platformy a případný nárok na odpočet daně. Příklad slouží k vysvětlení rozdílu mezi cenou přepravy, provizí a skutečně vyplacenou částkou; nepředstavuje posouzení konkrétního smluvního vztahu.⁵

Ani samotný převod peněz na bankovní účet určité společnosti ovšem neprokazuje, že právě tato společnost uskutečnila přepravu. Může jít o jejího skutečného poskytovatele, ale také o subjekt, který pouze přijímá platby nebo se jiným způsobem podílí na jejich vypořádání. Je proto nezbytné zjistit skutečný obsah smluvních a obchodních vztahů a určit, komu jsou jednotlivá zdanitelná plnění z hlediska DPH přiřitatelná. Teprve následně lze posoudit, zda byla daň přiznána ve správné výši.

Z uvedeného vyplývá první pravidlo navrhované metody: daň nepřirazujeme bankovnímu účtu, ale konkrétnímu zdanitelnému plnění a osobě, které je podle práva přiřitatelné. Bankovní účet může být důležitým důkazem o toku peněz, sám o sobě však neurčuje, komu vznikla daňová povinnost.

4. Kdy jde o daňový nedoplatek, chybu a kdy již o krácení daně

Pro posouzení případné trestní odpovědnosti je důležité rozlišit tři situace, které mohou mít obdobný ekonomický důsledek, ale z hlediska trestního práva se podstatně liší.

Představme si nejprve flotilovou společnost, která uskuteční přepravy podléhající DPH, jejich hodnotu správně zahrne do daňového přiznání, avšak přiznanou daň ve stanovené lhůtě nezaplatí. V takovém případě vzniká daňový nedoplatek, který je předmětem postupů podle daňových předpisů. Samotné nezaplacení řádně přiznané daně však neznamená její zkrácení ve smyslu § 240 trestního zákoníku. Na tento rozdíl výslovně upozornil Nejvyšší soud v usnesení sp. zn. 5 Tdo 1149/2016, v němž

⁵ Srov. § 36, § 37, § 47, § 72 a násl. zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty; pro samostatné posouzení přijaté služby platformy též výše citovanou informaci GFR, s. 3–4.

vytkl nižším soudům, že při stanovení rozsahu trestné činnosti nesprávně zaměnily nezaplacenou spotřební daň za daň zkrácenou.⁶

Odlišná situace nastává, pokud flotilová společnost při výpočtu své daňové povinnosti vychází pouze z čistých částek poukázaných platformou na bankovní účet a nezohlední provize odečtené před výplatou ani část přeprav uhrazených v hotovosti. Pokud tím jako plátce vykáže nižší základ daně a přizná nižší DPH, než odpovídá skutečně uskutečněným plněním, je namístě posoudit správnou výši daňové povinnosti a důsledky podle daňových předpisů. Samotný zjištěný rozdíl však ještě neprokazuje spáchání trestného činu. Je nutné zjistit, zda nesprávné vykazání vzniklo v důsledku účetní chyby, mylného pochopení způsobu vyúčtování, nebo vědomého zatajení zdanitelných plnění. Ani vysoká doměřená částka nemůže sama o sobě nahradit důkaz úmyslného zavinění.

Třetí situace nastává tehdy, pokud osoba, která fakticky řídí provoz flotily a zná skutečný rozsah uskutečněných přeprav, vědomě zatajuje tržby, předává účetní neúplné podklady nebo zajistí, aby za plátce nebylo podáno daňové přiznání, ačkoli ví o existující daňové povinnosti. Pokud takové jednání vede ke zkrácení DPH v zákonem požadovaném rozsahu a je prokázáno úmyslné zavinění, může naplnit znaky trestného činu podle § 240 trestního zákoníku. Úmysl přitom může být přímý i nepřímý ve smyslu § 15 trestního zákoníku. Právě prokázání úmyslného jednání směřujícího ke zkrácení daně odlišuje tuto situaci od předchozích dvou případů.

Digitální povaha přepravy na uvedeném rozlišení nic nemění. Nejvyšší soud se v usnesení sp. zn. 8 Tdo 630/2022 zabýval případem, kdy plátce nepodal přiznání k DPH, přestože bylo podáno kontrolní hlášení. Dospěl k závěru, že kontrolní hlášení, byť má povahu daňového tvrzení, nenahrazuje povinnost podat daňové přiznání. Jeho podání proto samo o sobě nevylučuje trestní odpovědnost za úmyslné zkrácení daně.⁷ Obdobně ani existence elektronických záznamů o jízdách uskutečněných prostřednictvím přepravní platformy neprokazuje, že příslušný dopravce tyto jízdy správně zahrnul do svého daňového přiznání. Z nesouladu mezi záznamy platformy a daňovým přiznáním však současně nelze bez dalšího dovozovat úmyslné zavinění.

Při posuzování úmyslu je vedle rozsahu uskutečněných přeprav a správné výše daňové povinnosti podstatné také to, kdo rozhodoval o vykazování tržeb a jaké informace měl k dispozici. Významné může být porovnání smluvních vztahů, vyúčtování platformy, bankovních převodů, účetních podkladů a podaných daňových přiznání. Při posuzování úmyslu může hrát roli také opakování

⁶ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 21. 9. 2016, sp. zn. 5 Tdo 1149/2016. Online. Dostupné z <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/5-tdo-1149-2016.2>. [cit. 2026-09-20].

⁷ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 20. 7. 2022, sp. zn. 8 Tdo 630/2022, body 42-45. Online. Dostupné z <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/8-tdo-630-2022>. [cit. 2026-09-22].

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

nesrovnalostí, způsob jejich řešení nebo reakce na upozornění. Vždy je však nutné hodnotit všechny okolnosti konkrétního případu, včetně skutečností svědčících ve prospěch dotčené osoby. Nejvyšší soud v usnesení sp. zn. 7 Tdo 227/2026 zdůraznil význam konkrétních okolností při posuzování úmyslného nepodání přiznání k DPH, zejména znalosti daňové povinnosti, zkušeností odpovědné osoby a toho, zda mohla důvodně spoléhat na splnění povinností někým jiným.⁸ Přestože se toto rozhodnutí netýkalo taxislužby, jeho závěry jsou použitelné i při posuzování zavinění osob působících ve flotilových společnostech.

5. Dvě časové osy jedné flotily

Představme si modelovou situaci, kdy flotilová společnost A poskytuje přepravní služby do konce června a od července vystupuje jako partner digitální platformy společnost B. Část vozidel a řidičů pokračuje v dosavadní činnosti, obdobně zůstává i organizační zázemí. Cestující tuto změnu nemusí vůbec zaznamenat. Z hlediska daňových povinností je však důležité zjistit, jak se změnil smluvní vztahy a kdo byl v jednotlivých obdobích skutečným poskytovatelem přepravy.

Z ekonomického pohledu může jít o nepřerušené podnikání. Z hlediska DPH je ovšem nutné určit, která společnost uskutečnila konkrétní přepravy v červnu a která v červenci. Význam mají skutečné smluvní vztahy, postavení jednotlivých dopravců, evidence vozidel, okolnosti převzetí provozu i způsob vykazování uskutečněných jízd. Samotná skutečnost, že obě společnosti využívají stejná vozidla a řidiče nebo mají stejného vlastníka, k určení jejich daňových povinností nestačí.

Pro takové posouzení může být užitečné sestavit dvě časové osy. První zachycuje skutečný průběh přepravní činnosti, tedy uskutečněné jízdy, využívaná vozidla, řidiče a změny v organizaci provozu. Druhá sleduje právní a daňové postavení jednotlivých společností, zejména to, kdo poskytoval konkrétní přepravní služby, zda a od kdy byl plátcem DPH, jaká zdaňovací období přicházejí v úvahu a jak byla jednotlivá plnění vykázána v daňových přiznáních. Porovnání obou časových os může upozornit na nesrovnalosti, které vyžadují další vysvětlení. Samotný nesoulad však ještě neprokazuje daňový podvod.

Při skutečném převodu podnikání může nová společnost převzít příslušné smluvní vztahy, odpovědnost za poskytované služby a řádně plnit vlastní daňové povinnosti. Pokračování provozu se stejnými vozidly a řidiči pak může být přirozeným důsledkem obchodní reorganizace. Odlišná situace nastává, pokud se formálně

⁸ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 25. 3. 2026, sp. zn. 7 Tdo 227/2026, body 19-22. Online. Dostupné z <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/7-tdo-227-2026>. [cit. 2026-09-24].

střídají jednotlivé společnosti, avšak současně dochází k vědomému zatajování uskutečněných přeprav nebo zkracování údajů rozhodných pro stanovení DPH. Takové okolnosti mohou vyvolat podezření na úmyslné krácení daně, jejich trestněprávní význam však musí být podložen konkrétními důkazy.

Ekonomická provázanost společností totiž sama o sobě neznamená, že je lze pro účely DPH považovat za jediný daňový subjekt. Odlišnou situaci představuje zákonem upravená a registrovaná skupina podle § 5a zákona o DPH. Pokud formální uspořádání obchodních vztahů neodpovídá jejich skutečnému obsahu, je nutné tento závěr prokázat a právně odůvodnit. Stejně tak nelze při stanovení rozsahu případného zkrácení daně automaticky přičítat jedné společnosti tržby druhé pouze proto, že jejich podnikatelská činnost na sebe navazovala.

Praktický význam obou časových os se projeví zejména při přiřazování jednotlivých jízd a plateb správnému daňovému subjektu. Pokud byla přeprava uskutečněna v červnu, nelze ji bez odpovídajícího právního důvodu připsat společnosti B pouze proto, že od července převzala část provozu. Situaci může dále komplikovat skutečnost, že platforma vyplácí jízdné až s určitým časovým odstupem. Platba přijatá v červenci tak může souviset s přepravou uskutečněnou ještě v červnu. Samotné datum připsání peněz proto nepostačuje k určení poskytovatele přepravy ani příslušné daňové povinnosti. Rozhodující je správné přiřazení konkrétního plnění, jeho uskutečnění a daňového postavení příslušného subjektu.

6. Dvojí přiřazení: od daňové povinnosti k trestní odpovědnosti

Pro naplnění základní skutkové podstaty trestného činu zkrácení daně, poplatku a podobné povinné platby podle § 240 odst. 1 trestního zákoníku musí být daň úmyslně zkrácena ve větším rozsahu. Podle současného výkladu jde o částku nejméně 100 000 Kč. Rozhodující je přitom výše skutečně zkrácené daně, nikoli celková hodnota uskutečněných přeprav nebo výše daňového nedoplatku vzniklého nezaplacením správně přiznané daně. Hranici většího rozsahu výslovně potvrdil Nejvyšší soud v rozsudku sp. zn. 3 Tz 11/2025. U jednání spáchaného v dřívějších obdobích je současně nutné respektovat pravidla časové působnosti trestních zákonů.⁹

Pro posuzování daňové kriminality je dále zásadní, že daňový subjekt a pachatel trestného činu nemusejí být totožní. Nejvyšší soud v usnesení sp. zn. 5 Tdo 117/2011 výslovně uvedl, že § 240 trestního zákoníku nevyžaduje zvláštní postavení pachatele. Trestného činu se tak může dopustit nejen osoba, které vznikla daňová povinnost, ale také ten, kdo svým úmyslným jednáním způsobí zkrácení

⁹ § 2 odst. 1, § 15, § 138 odst. 1 písm. c) a § 240 zákona č. 40/2009 Sb., trestní zákoník. Nejvyšší soud, rozsudek ze dne 9. 4. 2025, sp. zn. 3 Tz 11/2025, bod 17. Online. Dostupné z <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/3-tz-11-2025>. [cit. 2026-09-26].

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

daně jinému subjektu. Daňovou povinnost společnosti proto nelze zaměňovat s trestní odpovědností konkrétní fyzické osoby.¹⁰

Tento závěr má v prostředí flotilových společností značný význam. Osoba, která fakticky organizuje provoz několika společností, nemusí být jejich jednatelem ani společníkem. Jedna společnost může zajišťovat vozidla, jiná smluvní vztahy s řidiči, další komunikaci s přepravní platformou a jiný subjekt se může podílet na přijímání či vypořádání plateb. Takové uspořádání samo o sobě neznamená protiprávní jednání. Pokud však vznikne podezření na úmyslné krácení DPH, je nezbytné objasnit nejen formální rozdělení činností, ale zejména skutečnou úlohu jednotlivých osob při vykazování zdanitelných plnění.

Ani zjištění, že určitá osoba měla na podnikání několika společností rozhodující vliv, ovšem neumožňuje automaticky přičíst této osobě veškerá daňová pochybení celé skupiny. Je nutné prokázat souvislost jejího konkrétního jednání se zkrácením určité daňové povinnosti a posoudit její zavinění. Právě pro tento účel navrhuji metodu dvojího přiřazení, která odděluje dvě vzájemně související, avšak právně odlišné otázky.

První přiřazení je daňové. U jednotlivých přeprav nebo jejich věcně a časově vymezených souborů je třeba určit skutečného poskytovatele služby, příslušné zdaňovací období, jeho postavení z hlediska DPH a správnou výši daňové povinnosti. To zahrnuje určení základu daně, daně na výstupu, případných zákonných nároků na odpočet i zohlednění oprávněných oprav. Výsledkem musí být přezkoumatelný závěr, zda a v jakém rozsahu byla DPH skutečně zkrácena.

Takový závěr nelze v trestním řízení nahradit pouhým převzetím výsledků daňového řízení. Nejvyšší soud v usnesení sp. zn. 8 Tdo 1049/2014, publikovaném pod č. 48/2015 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, zdůraznil, že rozhodnutí správce daně není pro trestní soud v otázce daňové povinnosti a rozsahu jejího zkrácení závazné. Soud se musí samostatně vypořádat se skutkovými i právními otázkami, které jsou významné pro rozhodnutí o vině. To však neznamená, že závěry finanční správy může pominout; musí je přezkoumat a vyhodnotit společně s ostatními důkazy.¹¹

¹⁰ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. 3. 2011, sp. zn. 5 Tdo 117/2011, část odůvodnění vysvětlující § 114 trestního zákoníku a obecný subjekt § 240; soud zde výslovně odděluje daňový subjekt a pachatele. Online. Dostupné z <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/5-tdo-117-2011>. [cit. 2026-09-26].

¹¹ Nejvyšší soud, usnesení ze dne 26. 2. 2015, sp. zn. 8 Tdo 1049/2014, část odůvodnění věnovaná § 9 odst. 1 trestního řádu a nezávaznosti rozhodnutí finančního orgánu. Online. Dostupné z <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/8-tdo-1049-2014>. [cit. 2026-09-28].

Druhé přiřazení je trestněprávní. Jakmile je vymezeno konkrétní zkrácení daně, je třeba zjistit, či jednání k němu vedlo a zda bylo úmyslné. Rozhodující může být, kdo znal skutečný rozsah uskutečněných přeprav, kdo rozhodoval o jejich účetním a daňovém vykazování, komu byly předávány podklady a kdo dával pokyny k jejich zpracování. Významné je také to, zda konkrétní osoba věděla o nesouladu mezi skutečnými tržbami a daňovými příznámi, případně jak na zjištěné nesrovnalosti reagovala.

U každé osoby musí být její jednání a zavinění posouzeno individuálně, včetně případného spolupachatelství nebo účastenství. Současné nelze opomenout, že za splnění zákonných podmínek může za trestný čin odpovídat také samotná právnická osoba. Její případná trestní odpovědnost však podléhá samostatným pravidlům přičitatelnosti a nevzniká automaticky jen proto, že jí byla doměřena daň.¹²

V prostředí digitálních přepravních platform má při tomto druhém přiřazení důležitou úlohu elektronická evidence. Údaje o uskutečněných jízdách, jejich cenách, způsobech úhrady nebo vyúčtování mohou pomoci rekonstruovat skutečný rozsah podnikání. Samy však nevysvětlují, proč určitá společnost nepřiznala odpovídající DPH ani zda konkrétní osoba o nesprávném vykazování věděla. Rozhodující je proto propojení těchto údajů se smluvními vztahy, účetnictvím, podanými daňovými tvrzeními a důkazy o skutečném rozhodování osob, které se na provozu flotily podílely.

Význam faktického řízení společnosti i samostatného hodnocení důkazů připomíná usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 3 Tdo 522/2025. V projednávané věci soudy posuzovaly, kdo společnost skutečně ovládal, kdo za ni podával daňové příznámi, předával účetní doklady a komunikoval se správcem daně. Nejvyšší soud zároveň potvrdil, že při rozhodování o vině nelze vycházet pouze ze závěrů finanční správy, aniž by byly samostatně hodnoceny další důkazy. V daném případě soudy využily také bankovní, účetní a obchodní podklady i svědecké výpovědi, které umožnily posoudit skutečné vztahy mezi zúčastněnými subjekty.¹³

Přestože se toto rozhodnutí netýkalo digitální taxislužby, jeho význam pro posuzování flotilového podnikání je zřejmý. Nestačí pouze určit osobu, která vystupovala jako vedoucí nebo měla přístup k bankovním účtům. Je nezbytné zjistit, zda se její skutečné rozhodování vztahovalo právě k těm zdanitelným plněním, u nichž bylo zjištěno zkrácení daně, a zda bylo prokázáno odpovídající úmyslné zavinění.

¹² Srov. § 7 až § 9, především § 8 odst. 1 a 2 zákona č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim, v účinném znění.

¹³ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 10. 9. 2025, sp. zn. 3 Tdo 522/2025, bod 36 a body 37–38 odůvodnění. Online. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/ns-cr/3-tdo-522-2025>. [cit. 2026-10-01].

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

Navrhovaná metoda dvojího přiřazení umožňuje oddělit určení daňové povinnosti od posouzení trestní odpovědnosti osob, které se na jejím případném zkrácení podílely. Nejde o nové zákonné kritérium ani o předepsané pořadí vyšetřovacích úkonů, ale o způsob, jak zabránit tomu, aby se ekonomická provázanost více společností bez dalšího zaměňovala za jejich společnou daňovou povinnost nebo za trestní odpovědnost osoby, která je fakticky řídila.

7. Rozhodující je nesoulad, který obстоjí i před jiným vysvětlením

Při posuzování podezřelých změn ve flotilovém podnikání nestačí shromáždit pouze okolnosti, které podporují závěr o účelovém střídání společností. Stejní řidiči, vozidla nebo smluvní partneři mohou být výsledkem běžné reorganizace, ale také součástí jednání směřujícího k zatajení daňové povinnosti. Pro trestní řízení je proto podstatné, zda zjištěné skutečnosti obstojí i při prověření jiných věrohodných vysvětlení.

Prověřování takových skutečností však musí zahrnovat i okolnosti svědčící ve prospěch podezřelých osob. Podle § 2 odst. 5 trestního řádu jsou orgány činné v trestním řízení povinny v přípravném řízení objasňovat stejně pečlivě skutečnosti svědčící ve prospěch i v neprospěch osoby, proti níž se řízení vede. Důkazy je současně nutné hodnotit jednotlivě i v jejich souhrnu podle § 2 odst. 6 trestního řádu. Nestačí tedy pouze shromáždit okolnosti podporující původní podezření. Je třeba také posoudit, zda zjištěné skutečnosti mohou mít jiné, právně významné vysvětlení.¹⁴

Tento požadavek se promítá i do hodnocení digitálních údajů. Záznamy přepravních platforem mohou obsahovat značné množství informací, jejichž význam však nemusí být bez dalšího jednoznačný. Je proto nezbytné rozlišit například objednanou a skutečně uskutečněnou jízdu, její případné zrušení nebo následnou opravu, cenu účtovanou cestujícímu a částku vyplacenou dopravci po odečtení provize. Důležité je rovněž ověřit, k jakému období se jednotlivé záznamy vztahují a zda použitý soubor údajů zachycuje všechny rozhodné transakce.

Stejnou pozornost je třeba věnovat původu a úplnosti elektronických záznamů, jejich návaznosti na účetnictví a smluvní vztahy i zákonnosti jejich získání a procesního použití. Rozsáhlý datový soubor může působit přesvědčivě svou podrobností, avšak jeho důkazní hodnota závisí především na tom, zda lze jednotlivé údaje správně vyložit a ověřit. Nesprávná interpretace položek nebo

¹⁴ § 2 odst. 5 a 6 zákona č. 141/1961 Sb., o trestním řízení soudním (trestní řád), v účinném znění.

jejich přiřazení jinému subjektu či období může vést ke zkreslení závěrů o rozsahu uskutečněných přeprav a následně i o daňové povinnosti.

Pro trestní řízení má zásadní význam také hranice mezi důvodným podezřením a prokázanou vinou. Ústavní soud v usnesení sp. zn. IV. ÚS 1515/23 připomněl, že ani vysoký stupeň podezření sám o sobě nepostačuje k odsuzujícímu výroku. Pokud po vyhodnocení provedených důkazů zůstávají důvodné pochybnosti o rozhodných skutkových okolnostech, které již nelze odstranit dalším dokazováním, musí být rozhodnuto ve prospěch obviněného. Současně však neplatí, že pouhá existence jakéhokoli alternativního tvrzení automaticky zpochybňuje výsledky dokazování. Rozhodující je jeho věrohodnost ve světle všech zjištěných skutečností.¹⁵

8. Daňový únik jako možný zdroj konkurenční výhody

Úmyslné krácení DPH nemusí představovat pouze výpadek příjmů veřejného rozpočtu. Pokud podnikatel v důsledku takového jednání disponuje prostředky, které by při řádném plnění daňových povinností neměl k dispozici, může je využít k financování další podnikatelské činnosti. V oblasti digitální taxislužby může takto získaný finanční prostor sloužit například k provozu vozidel, získávání řidičů nebo vytváření výhodnějších obchodních podmínek. Získání neoprávněné ekonomické výhody oproti konkurenci ostatně jako jeden z předpokládaných cílů popisované činnosti výslovně uvedla Policie České republiky ve své tiskové zprávě z června 2026. Jde o předpokládaný motiv popsany vyšetřujícími orgány při zahájení trestního stíhání, nikoli o závěr, který by byl samotnou policejní tiskovou zprávou prokázán.¹⁶

Soutěžními dopady nerovného dodržování veřejnoprávních pravidel v alternativní taxislužbě se již zabývali Dana Ondřejová a Tomáš Zvoníček. Jejich práce se však zaměřuje na nekalosoutěžní aspekty provozování taxislužby, nikoli na ekonomické důsledky úmyslného krácení DPH a trestní odpovědnost osob působících ve flotilových společnostech.¹⁷

¹⁵ Usnesení Ústavního soudu ze dne 20. 2. 2024, sp. zn. IV. ÚS 1515/23, zejména body 10–12 odůvodnění. Online. Dostupné z: https://nalus.usoud.cz/Search/GetText.aspx?sz=4-1515-23_1. [cit. 2026-10-04].

¹⁶ POLICIE ČR. Daňová Kobra odhalila rozsáhlé krácení daní. Tisková zpráva ze dne 16. 6. 2026, zejména část popisující předpokládaný cíl podnikatelské struktury a získání neoprávněné ekonomické výhody oproti konkurenci. Online. Dostupné z: <https://policie.gov.cz/clanek/danova-kobra-odhalila-rozsahle-kraceni-dani.aspx>. [cit. 2026-10-06].

¹⁷ ONDŘEJOVÁ, Dana; ZVONÍČEK, Tomáš. Provozování taxislužby prostřednictvím alternativních dopravců jako nekalosoutěžní jednání? Bulletin advokacie, 2019, č. 12, s. 17–23, zejména s. 21–23. Online. Dostupné z: https://advokatnidenik.cz/wp-content/uploads/BA_12_2019_web.pdf. [cit. 2026-10-08].

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

Otázka konkurenční výhody získává zvláštní význam v situacích, kdy podnikatelská činnost pokračuje prostřednictvím několika po sobě působících flotilových společností. Zatímco jednotlivé společnosti mají vlastní daňové povinnosti, fakticky organizovaná přepravní činnost může zůstat stejná. Pokud je součástí takového uspořádání úmyslné krácení DPH, je namístě zkoumat také to, zda a jaký ekonomický prospěch toto jednání přinášelo a zda mohl být využíván k udržování nebo rozšiřování pokračujícího podnikání. Samotné střídání společností však takový závěr neprokazuje.

Konkurenční zvýhodnění se přitom nemusí projevit pouze nižší cenou jízdy. U přepravy prostřednictvím digitálních platform vstupuje do tvorby jízdného také způsob fungování samotné aplikace a konkrétní smluvní podmínky. Flotilová společnost proto nemusí mít možnost přímo určovat konečnou cenu účtovanou cestujícímu. Případná ekonomická výhoda se může projevit i jinak, například schopností financovat větší počet vozidel, nabízet řidičům atraktivnější podmínky nebo dlouhodobě udržovat provoz při nákladech, které by jiný dopravce nesl obtížněji.

Zároveň však nelze automaticky spojovat nízké ceny nebo příznivější podmínky pro řidiče s daňovým podvodem. Rozdíly mohou vyplývat z odlišných nákladů, způsobu organizace přepravy, smluvních provizí nebo ze zákonného postavení neplátce DPH. Zákazník u přepravy prostřednictvím digitálních platform zpravidla zná cenu ještě před objednáním jízdy. Právě předem známou cenu přepravy a konkurenční prostředí zohlednilo Ministerstvo financí při změně cenové regulace alternativní a smluvní taxislužby od ledna 2025.¹⁸

Z trestněprávního hlediska je důležité, že získání konkurenční výhody není samostatným znakem skutkové podstaty trestného činu podle § 240 trestního zákoníku. Stejně tak nelze ztotožňovat výši zkrácené DPH s částkou skutečného ekonomického prospěchu nebo s případnou újmou způsobenou ostatním soutěžitelům. Pokud má být tvrzeno, že prostředky získané zkrácením daně byly využity k financování podnikání, musí takový závěr vycházet z konkrétních zjištění o jejich skutečném použití. Prokázání konkurenčního zvýhodnění však není podmínkou trestní odpovědnosti podle § 240.¹⁹

Pro posouzení úmyslu může být významné, zda zjištěné jednání mělo rozpoznatelný ekonomický účel. Jestliže se prokáže, že určitá osoba vědomě organizovala zkracování daňových povinností a současně rozhodovala o využívání takto

¹⁸ MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Změny v cenové regulaci taxislužeb*. Tisková zpráva ze dne 18. 7. 2024. Online. Dostupné z: <https://mf.gov.cz/cs/ministerstvo/media/tiskove-zpravy/2024/zmeny-v-cenove-regulaci-taxisluzeb-56394>. [cit. 2026-10-08].

¹⁹ Srov. § 15 a § 240 zákona č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, v účinném znění.

získaných prostředků v pokračujícím podnikání, může tato souvislost přispět k objasnění jejího motivu. Sama o sobě však nenahrazuje důkaz úmyslného zkrácení konkrétní daňové povinnosti. Ekonomická racionalita jednání může pomoci vysvětlit jeho souvislosti, nikoli rozšířit zákonné podmínky trestnosti.

Vedle trestněprávního posouzení se nabízí také otázka prevence. Digitální platformy vytvářejí elektronické záznamy, které mohou umožnit porovnání rozsahu uskutečněných přeprav s údaji vykázanými jednotlivými dopravci. Význam má především možnost včas zaznamenat a prověřit nesrovnalosti, a to i při změnách flotilových společností. Samotná existence dat ovšem neznamená, že jsou automaticky dostupná správci daně nebo že je lze bez dalšího správně vyhodnotit. Je proto důležité zkoumat nejen rozsah existujících informačních povinností, ale také možnosti zákonného, včasného a účelného využívání již dostupných údajů.

9. Závěr: jedna ekonomická činnost, dvě právní otázky

Digitální přepravní platformy umožňují poměrně přesně zaznamenávat uskutečněné jízdy i související platby. Samotná existence těchto údajů však neznamená, že lze stejně snadno určit daňovou povinnost a případnou trestní odpovědnost. Záznam o jízdě ještě neprokazuje, komu vznikla povinnost přiznat DPH, a nesoulad mezi evidovanými tržbami a daňovým přiznáním sám o sobě nedokazuje úmyslné krácení daně. Právě zde leží zásadní hranice mezi daňovým pochybením a trestným činem. Řádně přiznaná, ale nezaplacená daň představuje daňový nedoplatek, nikoli sama o sobě její zkrácení. Ani nesprávné vykázaní daně bez prokázaného úmyslu nepostačuje k naplnění § 240 trestního zákoníku. Pro dokonání jeho základní skutkové podstaty je nutné prokázat úmyslné zkrácení daně ve větším rozsahu, podle současného výkladu nejméně o 100 000 Kč.

Zvláštní význam tento problém nabývá při střídání flotilových společností. Přepravní činnost může pokračovat se stejnými vozidly, řidiči a organizačním zázemím, přestože se mění společnosti, jejichž prostřednictvím je provozována. Ekonomická kontinuita podnikání však sama o sobě neznamená kontinuitu daňového subjektu, stejně jako faktické řízení několika společností automaticky nezakládá trestní odpovědnost za jejich daňové povinnosti. Na druhé straně nelze připustit, aby pouhé formální střídání společností zastírelo skutečný obsah podnikání nebo úmyslné jednání osob, které je organizují.

Právě k řešení tohoto problému příspěvek navrhuje propojení dvou analytických postupů. Srovnání provozní a právně-daňové časové osy umožňuje sledovat, zda změnám jednotlivých společností odpovídá také skutečný průběh přepravní činnosti a plnění jejich daňových povinností. Navazující metoda dvojího přiřazení pak rozlišuje dvě samostatné otázky: komu vznikla konkrétní daňová povinnost a zda byla zkrácena; kdo toto zkrácení svým úmyslným jednáním způsobil. Oba postupy představují způsob systematického vyhodnocení zjištěných skutečností, nikoli nové

R. JEŽ: Když se mění společnosti, ale podnikání zůstává: krácení DPH a trestní odpovědnost v digitální taxislužbě

zákonné podmínky trestní odpovědnosti. Jejich závěry musí obstát také při prověření jiných věrohodných vysvětlení, včetně možnosti legitimní reorganizace podnikání.

Případné úmyslné krácení DPH přitom nemusí znamenat pouze újmu veřejnému rozpočtu. Může rovněž vytvářet ekonomickou výhodu, která umožňuje pokračování nebo rozšiřování podnikání na úkor poctivých konkurentů. Ani tento možný důsledek však nenahrazuje důkaz o spáchání trestného činu. Rozhodující proto není množství elektronických údajů, ale schopnost jejich prostřednictvím spolehlivě prokázat, jaká daň měla být přiznána, kterému subjektu tato povinnost vznikla a kdo ji úmyslně zkrátil.

Literatura

Czudek, D., & Zubík, J. (2026). Fleet taxi services as a VAT and income tax “black hole”: Is a memorandum with platforms a new instrument for tax administration? *Analyses and Studies CASP*, 21(1), 59–72. <https://doi.org/10.33119/ASCASP.2026.1.4>

Generální finanční ředitelství. (2025). *Informace GFR k daňovému posouzení povinností poskytovatelů přepravních služeb poskytujících přepravu osob prostřednictvím mobilní aplikace s účinností od 1. 1. 2025* (č. j. 13253/25/7100-30116-110541). https://financnisprava.gov.cz/assets/cs/prilohy/Informace_GFR_k_danovemu_posouzeni_povinnosti_poskytovatelu_.pdf

Generální finanční ředitelství. (2025, January 29). *Informace ke změnám v plátcovství a registračním řízení v oblasti DPH od 1. 1. 2025* (č. j. 11977/25/7100-30118-203500). https://financnisprava.gov.cz/assets/cs/prilohy/d-seznam-dani/11977_25_Informace_ke_zmenam_v_platcovstv2025.pdf

Ministerstvo financí ČR. (2024, July 18). *Změny v cenové regulaci taxislužeb*. <https://mf.gov.cz/cs/ministerstvo/media/tiskove-zpravy/2024/zmeny-v-cenove-regulaci-taxisluzeb-56394>

Ondřejová, D., & Zvoníček, T. (2019). Provozování taxislužby prostřednictvím alternativních dopravců jako nekalosoutěžní jednání? *Bulletin advokacie*, (12), 17–23.

Policie České republiky. (2026, June 16). *Daňová Kobra odhalila rozsáhlé krácení daní*. <https://policie.gov.cz/clanek/danova-kobra-odhalila-rozsahle-kraceni-dani.aspx>

Právní předpisy

Zákon č. 141/1961 Sb., o trestním řízení soudním (trestní řád). <https://e-sbirka.gov.cz/sb/1961/141>

Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty. <https://e-sbirka.gov.cz/sb/2004/235>

Zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim. <https://e-sbirka.gov.cz/sb/2011/418>

Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník. <https://e-sbirka.gov.cz/sb/2009/40>

Judikatura

Nejvyšší soud. (2011, March 23). *Usnesení sp. zn. 5 Tdo 117/2011*. <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/5-tdo-117-2011>

Nejvyšší soud. (2015, February 26). *Usnesení sp. zn. 8 Tdo 1049/2014* (č. 48/2015 Sb. rozh. tr.). <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/8-tdo-1049-2014>

Nejvyšší soud. (2016, September 21). *Usnesení sp. zn. 5 Tdo 1149/2016*. <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/5-tdo-1149-2016.2>

Nejvyšší soud. (2022, July 20). *Usnesení sp. zn. 8 Tdo 630/2022* (č. 40/2022 Sb. rozh. tr.). <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/8-tdo-630-2022>

Ústavní soud. (2024, February 20). *Usnesení sp. zn. IV. ÚS 1515/23*. https://nalus.usoud.cz/Search/GetText.aspx?sz=4-1515-23_1

Nejvyšší soud. (2025, April 9). *Rozsudek sp. zn. 3 Tz 11/2025*. <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/3-tz-11-2025>

Nejvyšší soud. (2025, September 10). *Usnesení sp. zn. 3 Tdo 522/2025*. <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/3-tdo-522-2025>

Nejvyšší soud. (2026, March 25). *Usnesení sp. zn. 7 Tdo 227/2026*. <https://www.zakonyprolidi.cz/judikat/nscr/7-tdo-227-2026>

When Companies Change but the Business Continues: VAT Evasion and Criminal Liability in App-Based Taxi Services

Radek Jež

Abstract:

Digital ride-hailing platforms record completed trips and fares in detail. In fleet-operated taxi services, however, these data do not necessarily identify the person required to declare value added tax (VAT), nor do they establish criminal liability for its intentional evasion. The article distinguishes continuity of transport operations from the legal independence of successive fleet companies. It proposes a twofold attribution framework: first, linking individual taxable supplies and VAT obligations to the appropriate taxable person and tax period; second, assessing the conduct and intent of the individuals involved. The framework is illustrated by a hypothetical transfer of vehicles and drivers between fleet companies. The article also examines the potential competitive advantage resulting from intentional VAT evasion.

Keywords:

Value added tax (VAT), digital platforms, Bolt, Uber, fleet company, economic continuity, Section 240 of the Czech Criminal Code, intent, criminal evidence

JEL classification: H20, H26