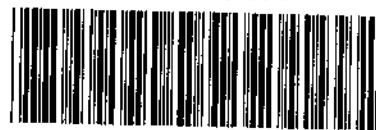


STÁTNÍ DOHLED NAD KAPITÁLOVÝM TRHEM

MARTIN PROS

Knihovna UK PF



3125072358

Prohlášení autora disertační práce:

Prohlašuji, že jsem tuto disertační práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal, způsobem ve vědecké práci obvyklým.

V Praze dne 27.6.2007

Anna Šimová

*DS 34
2358/2007*

Poděkování:

Rád bych vyjádřil své poděkování za poskytnuté konzultace a podnětné rady školiteli této práce prof. JUDr. Milanu Bakešovi, DrSc. a rovněž Bertrandu Bréhierovi ze společnosti Société Générale, s nímž jsem mohl konzultovat právní otázky týkající se regulace a dohledu ve Francii a Velk  Británii.

OBSAH

1. Seznam použitých zkratk	5
2. Úvod	6
3. Obecná část	12
3.1 Současný stav kapitálového trhu v České republice	12
3.2 Pojem finanční a kapitálový trh	17
3.3 Globalizace	24
3.4 Fáze regulace jako důsledek globalizace	27
3.5 Pojem regulace	32
3.6 Pojem dohled	34
3.7 Odůvodněnost regulace	37
3.8 Podmínky výkonu regulace	40
3.9 Způsob provádění regulace	50
3.10 Modely regulace	59
3.11 Koncept integrovaného dohledu	65
3.12 Integrovaný dohled v České republice	78
4. Zvláštní část	87
4.1 Postavení a struktura České národní banky	88
4.2 Cíle	93
4.3 Působnost a pravomoci	97
4.4 Legislativa	103
5. Závěr	108
6. Seznam literatury	119
7. Přednášky a semináře	125

Seznam použitých zkratek

AMF - Autorité des marchés financiers.

ČNB - Česká národní banka.

KCP - Komise pro cenné papíry.

FSA - Financial Services Authority.

Kompetenční zákon – zákon č. 2/1969 Sb., o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České socialistické republiky, ve znění pozdějších předpisů.

Obchodní zákoník – zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

Ústava – ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o bankách – zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o cenných papírech – zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o dohledu – zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o integraci – zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

Zákon o kolektivním investování – zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o penzijním připojištění – zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu nebo ZPKT – zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon o pojišťovnictví – zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví), ve znění pozdějších předpisů.

Pozn.: Výše uvedené zákony byly v disertační práci použity ve znění k 30. červnu 2007, pokud ze samotného textu nevyplývá něco jiného.

ÚVOD

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

¹ V současnosti se situace již zlepšuje, ale i přesto ze zjištění Burzy cenných papírů Praha, a.s. vyplývá, že počet drobných investorů obchodujících na kapitálovém trhu je v sousedních zemích daleko vyšší – v Polsku 800 000, Rakousku 640 000 a Maďarsku 350 000, zatímco v České republice pouze 25 000 investorů.

² Liška, V., Gazda, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování, 1. vydání, Kamil Mařík Professional Publishing, Praha 2004, str. 219.

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

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

³ Přelicensování spočívalo v tom, že každý regulovaný subjekt musel znovu prokázat, že splňuje všechny předpoklady (zejména finanční, organizační a personální) pro výkon příslušné činnosti.

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

Kromě vzniku příslušného orgánu dohledu byl druhým významným impulsem pro rozvoj kapitálového trhu **vstup České republiky do Evropské unie**, díky kterému jsme byli nuceni nastavit pravidla obvyklá na vyspělých trzích. Převážná většina z nich již byla implementována, i když často po stanovené lhůtě. Postupná harmonizace prakticky pokračuje až do dnešních dnů, kdy jsou na trh zaváděny standardy obvyklé na vyspělých trzích, což usnadňuje přístup zahraničních subjektů na lokální trh a v konečném důsledku zvyšuje důvěru veřejnosti v tento způsob investování. Konkrétním důkazem může být enormní nárůst objemu peněžních prostředků ve fondech kolektivního investování, které se nejvíce potýkalo se špatnou pověstí z doby kupónové privatizace. Každopádně ve srovnání se západoevropským trhem je objem prostředků ve fondech stále zanedbatelný oproti úložkám českých občanů v klasických bankovních produktech. Abych byl spravedlivý, tak příčinu ne lze hledat pouze ve špatné zkušenosti s privatizačními investičními fondy, ale rovněž i v tradici investování na kapitálovém trhu, která je na vyspělých trzích přirozeně delší. Ke konsolidaci sektoru družstevního peněžnictví, který neblaze proslul jako další ze symbolů tunelování, zase významně napomohl zákon z roku 2004, kterým byla záložnám uložena povinnost mít základní kapitál minimálně ve výši 35 000 000 Kč, čímž došlo k vyčištění tohoto sektoru od problémových kampeliček a jeho stabilizaci.

⁴ Jedná se například o metodiku týkající se nestandardních ujednání ve smlouvách obchodníků s cennými papíry, která byla považována za zásah do soukromoprávních vztahů obchodníků.

Zájem o družstevní peněžnictví u nás opět roste a kampeličky zaznamenaly na konci minulého roku meziroční nárůst vkladů o 72% na 5,08 miliard korun.⁵

Současná situace v oblasti regulaci a dohledu nad kapitálovým trhem je podle mého názoru stabilní. Česká republika řešila problém nastavení regulace a vybudování dozoru nad kapitálovým trhem v rámci přeměny plánované ekonomiky na ekonomiku tržní, přičemž jsme neměli hlubší zkušenosti, jakým problémům se vyhnout. Přes negativní zkušenosti, které významně poškodily vnímání trhu v očích veřejnosti, můžu konstatovat, že v současné době se dá nastavený systém regulace a výkonu dozoru hodnotit jako srovnatelný s ostatními státy Evropské unie. Regulace a dohled již začaly být vnímány jako nedílná součást samotného fungování kapitálového trhu a jsou respektovány jak jeho účastníky, tak jsou pozitivně vnímány veřejností.⁶

Existující pravidla ale nemohou být důvodem pro sebeuspokojení, protože stále jsou nutná zlepšení existujícího systému či jeho doplnění, jak se budu snažit ukázat v dalším textu. Nejedná se ovšem o specialitu České republiky, neboť se správným nastavením způsobu výkonu dohledu a regulace se zabývají prakticky na všech vyspělých trzích. Z uvedeného důvodu je proto důležité otevření diskuse, neboť regulace a dohled by měly být v blízké době předmětem přehodnocení jejich nastavení, což souvisí s tím, že v uplynulém roce došlo k velké systémové změně. Dosavadní roztržštěný systém dohledu byl sjednocen pod střechu České národní banky. Jak budu rozebírat dále v textu, myslím si, že **volba integrované regulace a dohledu nad kapitálovým, resp. finančním trhem byla správným rozhodnutím**. Otázkou, nad kterou se ve své práci zamýšlím, ale zůstává, zda bylo stejně správným rozhodnutím, že jediným orgánem, jenž přetrval, je Česká národní banka. Každopádně na danou otázku se objevují rozdílné odpovědi a v odborné literatuře zatím žádný z názorů nepřevážil. V České republice je ovšem zarážející, že diskuse, která je obvyklá v případech tak významné systémové změny, kterou integrace několika orgánů dohledu nepochybně je, se prakticky nekonala. Samotná integrace proběhla bez toho, aniž by se vedla širší diskuse

⁵ Koncem 90. let bylo v kampeličkách rozkradeno osm miliard korun z celkem 11,3 miliard vkladů, přičemž vlna pádů přišla na podzim 1999, kdy v likvidaci či konkurzu se ocitly téměř dvě třetiny ze 124 existujících kampeliček.

nad vhodností zvoleného řešení. Podle původních předpokladů Ministerstva financí je na rok 2008 naplánováno přehodnocení nastavené regulace trhu s tím, že analýza by měla vyhodnotit, nakolik se zvolený model integrace do ČNB osvědčil v praxi. Věřím, že předmětná diskuse u nás ještě proběhne, a proto se ve své práci věnuji rovněž **posouzení možných variant sjednocení dohledu**.

Nejen oprávněnost zvoleného modelu dohledu je předmětem mého posouzení, ale pokouším se rovněž zaměřit na **vhodné nastavení regulace**. I přes rozdílnost názorů, zda kapitálový trh má být dozorován centrální bankou či zvláštním orgánem, zůstává pořád otevřenou otázkou, jakým způsobem regulaci a dohled vlastně vykonávat. Podle mého názoru má Česká národní banka dostatek vhodných nástrojů k výkonu dohledu, takže primárně jsem se zaměřil na již zmíněnou otázku, jakým způsobem nastavit regulaci, která dohledu předchází. Navíc v České republice není ve srovnání se zahraničím tato problematika předmětem častých odborných diskusí, jako je tomu ve Velké Británii a USA, jejichž systém regulace je považován za předobraz a inspiraci pro naprostou většinu ostatních států. Poměrování názorů orgánu dohledu s veřejností slouží jako platforma pro vyhodnocení vhodných variant nastavení regulace. V této souvislosti bych rád jenom upřesnil, že moje pozornost se více zaměřuje nikoliv na skutečnost, zda má regulace kapitálového trhu vůbec existovat, což bylo předmětem debat zejména v minulosti a nyní se již většinově považuje za nezbytnost, ale pokouším se zaměřit na otázky souvisejí s dopady zvolené regulace na chování účastníků trhu.

Rád bych rovněž přiblížil tendence, které se v této souvislosti objevují v zahraniční literatuře. Jedná se především o otevření diskuse, protože na hodně otázek souvisejících s regulací není jednoznačná odpověď. Z mé práce bude vyplývat, že v současnosti nelze přijmout jednoduché řešení, jaký je nejvhodnější způsob pro výkon dohledu a regulace finančního trhu, což je ostatně dáno samotnou podstatou trhů, které se neustále dynamicky vyvíjí a střetávají se na nich odlišné zájmy. Je to přirozený rys finančního trhu a jeho regulace ať už ze strany státu, či samosprávných organizací musí být neustále připravena reagovat na měnící se

⁶ Souhrnný popis problémů, které se objevily při přechodu na tržní ekonomiku, lze nalézt např. Boettke, P., Stringham, E.: *Czech Your Premises: Are Regulations The Answer For Stock Markets In Transition?* Institute for Humane Studies at George Mason University, 2003.

podmínky. S postupným rozvojem trhu se proto budou i nadále objevovat otázky, na které nebudeme moci jednoznačně odpovědět. Rád bych ještě doplnil, že s ohledem na předmět regulace, který je nedílně spojen s ekonomickými vědami, se v mé práci objevují pasáže, které spíše souvisí s ekonomickou problematikou, ale snažil jsem se je použít za účelem dokreslení či opodstatnění právních názorů, které uvádím.

Ve své práci se věnuji pouze okrajově rozboru postavení České národní banky v rámci právního řádu či jejím dalším úlohám, které nesouvisí s výkonem dohledu nad kapitálovým trhem, neboť tyto oblasti byly již předmětem jiných odborných prací. Rovněž jsem se snažil vyhnout pouhému shrnutí stávající úpravy regulace a dohledu s tím, že ve zvláštní části uvádím pouze okruhy, které se mně jeví jako problematické. S ohledem na omezený rozsah práce jsem se rovněž vyhnul historickému shrnutí regulace a dohledu, stejně jako vyčerpávajícímu popisu mezinárodních organizací, které v této oblasti působí.

3. OBECNÁ ČÁST

3.1 Současný stav kapitálového trhu v České republice

Jak už jsem zmiňoval, obecně lze konstatovat, že tuzemský kapitálový trh funguje srovnatelně jako v jiných členských státech Evropské unie. V zásadě na něm působí totožní poskytovatelé služeb, kteří s ohledem na komunitární úpravu poskytují své služby za obdobných podmínek. Nicméně přes znatelný pokrok, který je spojen zejména s implementací komunitární úpravy, se náš právní řád stále potýká s neduhy, které brání dalšímu rozvoji kapitálového trhu. Nejen podle mého názoru se však z velké části jedná o překážky, které lze překlenout. To platí za podmínky, že se začne vyvíjet, a to jak ze strany orgánu dohledu (České národní banky), tak ze strany státního orgánu, který je odpovědný za přípravu návrhů primární legislativy (Ministerstva financí) – potřebná aktivita.

Na prvním místě musím uvést příklad, který osobně považuji za jeden z největších nedostatků – **neexistenci centrálního depozitáře**. Je přinejmenším zvláštní, že od 1. května 2004 máme v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu institut centrálního depozitáře, který má být nástupcem Střediska cenných papírů, ale do dnešního dne mu příslušný orgán neudělil licenci, i když disponuje hned několika žádostmi o její udělení. Stávající evidence vedená Střediskem cenných papírů možná vyhovovala době, kdy se na tuzemském trhu neobchodovalo se zahraničními cennými papíry, ale dnes je tento koncept překonaný. S otevřením tuzemského trhu vůči zahraničí dochází k tomu, že obchodníci s cennými papíry běžně nabízejí zahraniční cenné papíry jako prostředek pro uložení úspor klientů či ke spekulaci. Obchodníci, kteří je nakoupili pro své klienty, jsou sice oprávněni vést tyto **investiční nástroje v samostatné evidenci**, ale už se třeba objevují **pochybnosti, zda jsou rovněž oprávněni k nim vyznačit zástavní právo**⁷ nebo jaký právní řád bude rozhodný pro věcněprávní účinky v případě uzavření repo obchodu.⁸ Žádný z rozdílných právních názorů, které se dnes objevují, nebyl zatím

⁷ Obchodníci, kteří vedou samostatnou evidenci cenných papírů svých klientů, ve většině případů vychází z možnosti, že zástavní právo k nim vyznačit lze. Nicméně stávající právní úprava zástavního práva v zákoně o cenných papírech nebere v potaz existenci samostatné evidence, neboť je již zastaralá.

⁸ Repo obchod znamená prodej zastupitelných cenných papírů za dohodnutou cenu a jejich zpětná koupě za cenu navýšenou o úrok. Ekonomicky se ovšem repo považuje za úvěr zajištěný převodem cenných papírů. O jeho pravou povahu se vedou spory s tím, že na trhu se považuje za nástroj peněžního trhu.

podpořen příslušným soudním rozhodnutím a účastníci trhu, kteří uvedené služby poskytují, se pohybují ve velké právní nejistotě. Jedním z důvodů je právě nedostatečná implementace institutu samostatné a navazující evidence cenných papírů, i když zákonná úprava existuje přes tři roky.

V minulosti byl jedním z další oblíbených nešvarů našeho trhu, který se standardně zmiňoval jako klasický příklad, **nedostatek primárních emisí** na trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s. Existovaly jak právní překážky pro uvádění akcií na burzovní parket, tak ani samotný trh nebyl příliš likvidní a tím pádem pro emitenty zajímavý.⁹ Situace se ale začíná pomalu obracet k lepšímu. V uplynulém roce si pro kapitál přišly na burzovní parket dvě společnosti a v letošním roce má přijít podle odhadu a proběhlých jednání několik dalších. Primární emise nejsou ale všelékem pro tuzemský trh, nicméně rozhodně jsou cestou jak ho zatraktivnit pro investory. Za podporou primárních emisí může být taky snaha pražské burzy zvrátit integrační tendence ve světě, jež provází neustále nabídky na převzetí či informace o sloučení burz v různých státech. Snahou burz je zpravidla začít konkurovat londýnské a newyorské burze, ale to jsou podle mého názoru příliš smělé plány, protože obě burzy těží především ze své tradice, která je nepřenositelná. Nicméně pražská burza se snaží tento trend zvrátit, i když je otázka, zda vůči prohlubující se globalizaci bude úspěšná. Kromě podpory primárních emisí akcií přichází i s dalšími produkty, které by ji měly učinit zajímavější. Ať už se jedná o obchodování s futures či elektrickou energií. Je ale otázkou, nakolik budou tyto aktivity úspěšné, protože v současnosti se třeba s futures na pražské burze skoro vůbec neobchoduje (na rozdíl třeba od Polska, kde tyto obchody tvoří kolem dvou třetin objemu obchodů).

Novým počinem je rovněž **obchodování s elektrickou energií**, které sice ještě nezačalo pořádně fungovat, ale už se objevují pochybnosti, zda se nebude jednat o uměle vytvořený trh, který bude sloužit největšímu tuzemskému výrobcí elektřiny jako argument pro průběžné navyšování cen elektrické energie domácnostem. Navíc obchodníci s cennými papíry, včetně bankovních domů, kteří by měli přispět

⁹ Primární emise nebo-li IPO („initial public offering“) je především záležitostí atraktivnosti daného trhu a jeho úspěch se odvíjí od toho, s jak silným „příběhem“ přijde emitent, aby přesvědčil investory, že jeho akcie jsou zajímavou investicí. Předpokladem pro úspěch obchodování s primární emisí je informační otevřenost emitenta, neboť na akciovém trhu jsou to především informace o podnikání emitenta, které ovlivňují likviditu daného titulu akcií.

k vyšší likviditě trhu, nemohou získat zvláštní licenci k tomu, aby s elektrickou energií, která má být vypořádávána s fyzickým dodáním, vůbec obchodovali.¹⁰

Většinu ostatních problémů, na které se v minulosti poukazovalo, se podařilo se střídavým úspěchem odstranit. V současnosti se rozhodně nedá říci, že bychom se potýkali s nějakými závažnými problémy. Jedná se spíše o nesrovnalosti, které vznikly v důsledku nedokonalého převzetí příslušných směrnic. Jako příklad mohu zmínit poměrně nekvalitní transpozici směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, v důsledku čehož se musí v současnosti přijímat „opravná“ novela příslušných ustanovení obchodního zákoníku.¹¹

Radikální změna, která čeká Českou republiku stejně jako všechny členské státy Evropské unie, se zkráceně nazývá **MiFID**.¹² Komplexní problematika spojená s implementací směrnic MiFID by si vyžádala samostatnou práci. Nicméně krátce bych se k ní vyjádřil, neboť dojde k významné změně způsobu poskytování investičních služeb v celé Evropské unii. Ministerstvo financí již připravilo návrh novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu implementující směrnice MiFID – přesněji řečeno: konečně připravilo návrh, protože lhůta pro jejich transpozici uplynula na konci ledna 2007 a většina účastníků trhu si je jistá, že ministerstvu se ani nepodaří dodržet termín 1. listopadu 2007, který pro účinnost stanovila Evropská unie (ostatně tak jako tak nastane přímá závaznost nařízení MiFID).

Předmětné směrnice MiFID nově upravují rozsah regulace investičních služeb, které poskytují obchodníci s cennými papíry, a rovněž i rozšiřují paletu investičních nástrojů, jež budou moci být uzavírány.¹³ Největším rozdílem oproti stávající

¹⁰ Situace se změní po implementaci směrnice MiFID, která obchodníkům s cennými papíry umožní obchodovat s deriváty jak na elektrickou energii, tak emisní povolenky. Trh s elektrickou energií je ale převážně určen pro samotné výrobce a distributory energie, neboť na něm budou oprávněni obchodovat sami a nebudou k tomu potřebovat žádné zprostředkovatele.

¹¹ Důkazem nekvalitní právní úpravy je mj. skutečnost, že asociace ISDA dosud nevydala tzv. collateral opinion, jež slouží jako potvrzení platnosti a vymahatelnosti předpisů o finančním zajištění v České republice pro zahraniční obchodníky.

¹² Jedná se o balík právních předpisů, které se standardně označují zkratkou MiFID nebo-li Markets in Financial Instruments Directive. Konkrétně se tím rozumí směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů, směrnice Evropské komise č. 2006/73/ES, kterou se provádí směrnice č. 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů a nařízení Evropské komise č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice č. 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů.

¹³ Např. nově je mezi hlavní investiční služby zařazeno investiční doporučení, což je velmi široce pojatý pojem a zatím subjekty, jejichž služby budou spadat pod MiFID, si nejsou příliš jisté, jaká

úpravě je ale přenastavení pravidel pro jednání se zákazníky. Směrnice přináší jednotná evropská **pravidla pro tzv. kategorizaci zákazníků**, která bude znamenat, že každý poskytovatel investičních služeb ze zemí Evropské unie bude muset rozlišovat zákazníky na profesionální a neprofesionální, přičemž navíc ještě bude existovat kategorie tzv. způsobilých protistran. V závislosti na tom, do jaké kategorie bude klient spadat, bude poskytovatel investiční služby povinen zachovávat pravidla, která stanoví postup pro vyhodnocení vhodnosti této služby a rovněž i povahy finančního nástroje pro každého jednotlivého zákazníka. V závislosti na provedeném hodnocení nebudou některé služby pro určité zákazníky v zájmu jejich ochrany dostupné. Některé sofistikované produkty jako např. strukturované cenné papíry derivátového typu si nebude většina klientů oproti stávající praxi vůbec oprávněna nakoupit, protože k tomu nebude mít dostatek zkušeností a znalostí. V závislosti na zařazení do příslušné kategorie bude zákazníkům poskytována rozdílná míra ochrany a s tím spojené i rozdílné množství informací. Regulované subjekty budou povinny provádět testy jednotlivých zákazníků, aby mohly vyhodnotit, zda mu příslušný produkt mohou nabídnout či nikoliv a tyto testy budou povinny aktualizovat. Nová směrnice přinese kromě stohů materiálů obsahujících poučení i zvýšenou míru zasílání informací nebo-li reportování.

Směrnice přináší poměrně velké změny v oblasti organizovaných trhů s finančními nástroji. Nově se zavádí jednotný režim pro regulovaný trh s finančními nástroji a pro jeho organizátora, tzn. není rozlišován trh burzovní a mimoburzovní. Směrnice také nově upravují pravidla pro přijímání investičních nástrojů na regulovaný trh. Režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu začnou například podléhat komoditní burzy, na kterých se budou obchodovat komoditní deriváty. Vedle regulovaného trhu se zavádí tzv. vícestranný obchodní systém (*multilateral trading facility*), jakožto trh, který musí plnit nižší míru požadavků oproti trhu

konkrétní činnost bude považována za investiční doporučení. Očekávají především stanovisko regulátora – České národní banky – které by přispělo k bližšímu vymezení pojmu. MiFID dále přináší rozšíření stávajících investičních nástrojů, kdy mezi deriváty jsou zařazeny prakticky všechny druhy komoditních derivátů, včetně derivátů na emisní povolenky a elektrickou energii. V této souvislosti jenom zmíním problematiku emisních povolenek, které podle zákona nejsou cenným papírem, ale na základě extenzivního výkladu KCP mají banky již v současnosti možnost s nimi obchodovat (za podmínky, že z derivátu na povolenky vyplývá právo alespoň jedné ze stran na vypořádání v peněžních prostředcích, což umožňuje, aby tyto deriváty spadaly pod definici derivátů v ZPKT).

regulovanému. V návaznosti na nárůst různorodosti tržních platforem zavádí směrnice řadu požadavků na transparentnost při obchodování s finančními nástroji v rámci různých tržních platforem. Zejména jsou zaváděny nové požadavky na tzv. před-obchodní transparentnost (uveřejňování nabídek a poptávek po finančních nástrojích) a tzv. po-obchodní transparentnost (uveřejňování výsledků obchodů).¹⁴

Jedná se o významnou změnu, které si je většina licencovaných subjektů vědoma, takže se alespoň v zahraničí již přes rok připravují na její implementaci. Nastavení různé kategorií zákazníků doprovázené rozdílnou dokumentací bude mít dopad zejména na jejich interní systémy, které budou muset být upraveny. Regulované entity budou muset zavést softwarové vybavení, které jim umožní jednoduše kategorizovat rozdílné typy klientů.

Nová právní úprava, která bude zejména s ohledem na nutnost interního vybavení obchodníků přelomová, je z převážné většiny založena na potřebě prohloubit informovanost zákazníků. **Poskytování informací** bylo ostatně dalším z neduhů tuzemského kapitálového trhu. V zahraničí se tomuto přístupu říká „disclosure“, což prakticky znamená nastavení pravidel, aby každý účastník trhu měl možnost přístupu ke stejným informacím, jež mu slouží pro investiční rozhodnutí. Jedná se o jeden ze stěžejních cílů správné regulace, takže se mu budu věnovat části týkající se způsobu provádění regulace. Nicméně v této souvislosti bych rád poznamenal, že je otázkou, zda plánovaná implementace MiFID přinese v tomto směru zlepšení. Klade sice důraz na poskytování dostatečného množství informací zejména drobným zákazníkům, ale podle mého názoru je alespoň v České republice tento přístup právními předpisy zaručen. Hrozí spíše reálné nebezpečí, že zákazník si odnese z banky šanon plný materiálů, který ale doma strčí do skříně a už neotevře. Zkušenosti například z Velké Británie ukazují, že zákazník si při samotném investičním rozhodování na žádnou informaci už nevzpomene, ale spíše se rozhoduje podle chování a výřečnosti investičního zprostředkovatele, který mu produkt nabízí. Množství informací tedy nezaručuje, že se rozhodne správně. S odkazem na další text, v němž se pokouším blíže analyzovat vhodný způsob regulace, je zřejmé, že daleko důležitější je věnovat se vzdělávání zákazníků, než ho zahltit informacemi, v nichž se stejně nevyzná.

¹⁴ Srov. Bréhier, B. L'internalisation des ordres : un concept encore flou, Revue Banque No. 682,

Směrnice MiFID se mi alespoň nyní, když ještě není uvedena v praxi, jeví jako cesta špatným směrem, neboť nastaví příliš byrokratická pravidla pro obchodování na trhu a třeba samotné ochraně práv zákazníků, pro níž je prvotně určena, zase tolik nepřispěje. Každopádně musím přiznat, že projevuji názor, který převažuje na straně poskytovatelů investičních služeb, nikoliv spotřebitelů, pro něž je MiFID převážně určen. Na druhou stranu by ale měl zákonodárce uvažovat tak, aby vyvažoval zájmy obou stran. Rozhodně si budeme muset nějakou dobu počkat, abychom mohli vyhodnotit, zda MiFID byl přínosem či vedl pouze ke zbytečným nákladům.

3.2 Pojem finanční a kapitálový trh

Předmětem mojí práce je bližší zkoumání otázek spojených s regulací a dohledem nad kapitálovým nebo přesněji řečeno finančním trhem, přičemž důvody pro rozlišování obou trhů zmíním v následujícím textu. Rád bych se blíže věnoval problematice vymezení těchto trhů ještě předtím, než se dostanu k problematice jejich regulace a dohledu. Specifika kapitálového, resp. finančního trhu jsou totiž oproti běžným trhům se zbožím natolik zvláštní, že zásadním způsobem podmiňují i výkon regulace a následný dohled. **Základním pojmem**, z něhož je nutné vyjít při snaze o jeho právní vymezení, je pojem „**finanční trh**“.

Pro finanční trhy je typické, že se vyznačují velkou diverzifikací struktury, která vede k rozdílným způsobům jeho využívání a rovněž i mnohohvrstevnaté úrovni jeho účastníků. Na trhu existuje hned několik rozdílných úrovní, na kterých působí účastníci s odlišnými zájmy – spotřebitelé či jiní investoři v roli klientů investičních služeb, které jim nabízejí licencovaní poskytovatelé; emitenti cenných papírů, kteří na trhu hledají kapitál, a organizátoři samotných trhů, kterých je hned několik v závislosti na geografické poloze, přičemž postupující globalizace je nutí se vzájemně přibližovat. I přes velmi specifickou povahu finančního trhu, jehož charakteristickým prvkem je obrovská dynamika a neustálá změna, není nutné jeho definici příliš rozebírat do detailů, neboť k výkladu existuje početná odborná literatura. Nicméně i přes její existenci a zavedenou praxi nepoužívají české právní předpisy podle mého názoru tento pojem správným způsobem.

Navzdory tomu, že právní předpisy nepřináší definici jeho pojmu, tak se standardně vychází z ekonomické teorie, i když ani ta není jednotná.¹⁵ Nalézt jednoznačnou definici je proto složité. Nicméně v zásadě se dá říct, že finanční trh určuje cenu kapitálu, neboť se na něm střetává nabídka a poptávka po penězích. Ve finančním právu je definován jako systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňující shromažďování, soustřeďování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na dobrovolném smluvním základě, prostřednictvím tržního principu, tj. střetu nabídky a poptávky.¹⁶

V literatuře se používá několik způsobů pro jeho členění,¹⁷ přičemž základním je jeho rozlišení podle časového aspektu (době splatnosti) pohledávek z obchodovaných instrumentů, a to na **trh peněžní**, který plní funkci zprostředkování vzájemné výměny krátkodobých přebytků mezi účastníky trhu a slouží především k zajištění likvidity zúčastněných subjektů, a **trh kapitálový**, který je určen pro střednědobé a dlouhodobé operace. Za účelem dostatečného rozlišení mezi jednotlivými segmenty finančního trhu se tradičně používá časový milník jednoho roku. V praxi se ale na výše uvedené právní rozlišení příliš nehledí, neboť pojem „kapitálový trh“ se používá pro označení prostředí, v němž se obchoduje s cennými papíry s výjimkou pokladničních poukázek, jenž se obchodují na trhu peněžním. Pojem „finanční trh“ se někdy používá v užším smyslu jako souhrnná kategorie pro oba zmíněné typy trhů (tj. pro trh s cennými papíry bez ohledu na jejich splatnost) nebo oproti teorii se v běžné praxi zase používá pro označení trhu, na kterém se obchoduje pouze s deriváty¹⁸ či se na něm poskytují úvěry.

¹⁵ Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva : právo cenných papírů, 4. vydání, C.H.Beck, Praha 2005, str. 85.

¹⁶ Bakeš, M. a kol.: Finanční právo, 4. vydání, C.H.Beck, Praha 2006, str. 107.

¹⁷ Kromě členění na peněžní a kapitálový trh se zmiňují i další jako např. rozdělení na primární a sekundární trh podle toho, zda jde o prvotní prodej určitého nástroje nebo o obchod s dříve emitovaným, či podle typu pohledávky z obchodu na dluhové a akciové trhy. Srov. Bakeš, M. a kol., cit. výše, str. 528, či Fabozzi, F.J., Modigliani, F.: Capital Markets: Institutions and Instruments, Third Edition, Prentice Hall, 2003, str. 10. Odlišné dělení finančního trhu na peněžní, úvěrový a kapitálový zase přináší Revenda, Z. a kol.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, 3. vydání, Management Press, Praha 2000, str. 96, a Pavlát, V. a kol.: Kapitálové trhy, 1. vydání, Professional Publishing, Praha 2003, str. 21. V citované definici jsou úvěrové obchody ponechány stranou, protože se často přiřazují podle délky svého trvání pod trh peněžní nebo kapitálový. Někteří autoři navíc ještě uvádí trh pojišťný.

¹⁸ Ve vztahu k derivátům zde pojmem „trh“ myslím obecné pojmenování prostředí, v němž obchodování s deriváty probíhá, nikoliv tedy trh ve smyslu regulovaného prostoru (např. burza). Naprostá většina derivátů se totiž obchoduje jako tzv. OTC (over-the-counter) produkty, což

V zahraniční literatuře se potom můžeme setkat s tím, že pod pojem „finanční trh“ se zahrnuje bankovní, kapitálový a pojišťovací segment ekonomiky, takže se považuje za zastřešující termín používaný pro rozdílné typy trhů (rozdílné ve smyslu odlišných poskytovatelů služeb). Zmíněný způsob dělení je ale mírně zavádějící, neboť vychází z jednoho z několika modelů regulace, jenž spočívá v existenci sektorových regulátorů dozorujících jednotlivé segmenty trhu. K bližšímu rozlišení jednotlivých konceptů regulace se vrátím v následujícím textu.

Pojem „kapitálový trh“ se začal důsledněji používat až s přijetím zákona o Komisi pro cenné papíry v roce 1998. Do účinnosti zmíněného zákona o Komisi pro cenné papíry používaly právní předpisy pojem „finanční trh“, jímž se rozuměl v širším významu i trh dnes označovaný jako trh kapitálový. V souvislosti s integrací dohledu prakticky proběhlo jenom přejmenování citovaného právního předpisu na zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu, nicméně základní principy a rovněž i nedostatky zůstaly zachovány. Zákonodárce pouze nahradil název „Komise pro cenné papíry“ slovy „Česká národní banka“, ale už se nedostal k tomu, aby vyhodnotil nedostatky dosavadního výkonu dohledu a zamyslel se, co integrace do centrální banky přinese. Ve vztahu k terminologii se rovněž při legislativní úpravě integrace vycházelo ze stávajícího významu pojmu „kapitálový trh“, aniž se otevřela otázka správnosti jeho používání. Je to jeden z důkazů, že rychlost přijetí novely zákona byla bohužel na úkor jeho kvality.

Jak už jsem výše zmínil, v tuzemském právním řádu neexistuje definice pojmů „finanční“ či „kapitálový trh“. Podle mého názoru ale není nutné tento stav měnit, neboť zakotvení definice pojmů do konkrétního právního předpisu není úplně nezbytné. Postačuje se obrátit do odborné literatury, v níž jsou definice předmětných pojmů tak, jak jsou všeobecně přijímány, obsaženy. **Největším problémem je skutečnost, že právní předpisy důsledně nerozlišují mezi pojmy „finanční trh“ a „kapitálový trh“ a často je navzájem dokonce zaměňují.**

Pokud se zastavíme u zákona o dohledu, tak postačuje se zamyslet nad jeho názvem. Oprávněně se můžeme ptát, proč se zákon vlastně nazývá zákonem o

znamená, že jsou mezi dvěma stranami uzavírány napřímo mimo jakýkoliv regulovaný prostor (burzu).

dohledu v oblasti kapitálového trhu, když Česká národní banka podle něho postupuje i v případě, že se jedná o řízení spojené s dohledem nad obchodováním s deriváty, které se ovšem realizují na finančním trhu? Stejně jako celý zákon, tak i jeho název je reliktem z minulosti, který při existenci jediného orgánu dohledu již ztrácí význam. Ostatně samotná existence zákona o dohledu v jeho torzovité podobě vzbuzuje pochybnosti, jak budu dále uvádět.

Ve stávajícím znění zákona o dohledu můžeme najít nepřesnosti v souvislosti se správným používáním obou pojmů (finanční a kapitálový trh). Zákon v ustanovení § 8 odst. 2 opravňuje Českou národní banku, aby požadovala příslušné informace či zprávy od osoby, která podléhá jejímu dohledu nad kapitálovým trhem, pokud o to požádá orgán dohledu nad trhem finančním. Otázkou je, co když o informace požádá státní orgán, který dozoruje pouze kapitálový trh? Měla by Česká národní banka odmítnout poskytnutí informací? Je těžké si to představit a nebyl to určitě ani záměr zákonodárce, aby se tímto způsobem mezi oběma trhy rozlišovalo. Je proto nutné vycházet z definice, která má oporu v ekonomické teorii, kdy finanční trh se chápe jako souhrnný pojem, takže v předmětném ustanovení pod jeho pojem spadá mj. kapitálový trh.

Zákon o dohledu používá pojem „kapitálový trh“ a zákon o ČNB zase upřednostňuje pojem „trh finanční“. Z ustanovení § 1 zákona o ČNB, které po integraci nově upravilo působnost ústřední banky, vyplývá, že banka je orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. Stejně i ostatní ustanovení zákona o ČNB používají identický pojem, aniž by se nějak vyjadřovala ke vztahu mezi trhem finančním a trhem kapitálovým. Z ustanovení § 2 odst. 2 písm. d) zákona o ČNB vyplývá, že dohled je zaměřen na osoby působící na finančním trhu a následně ustanovení § 44 odst. 1 písm. b) cit. zákona tyto osoby příkladmo uvádí (obchodníci s cennými papíry, investiční společnosti a fondy, centrální deponitář a další subjekty), přičemž je zřejmé, že tyto osoby působí převážně na trhu kapitálovém. V této souvislosti jenom doplňuji, že citované ustanovení § 44 zákona o ČNB je třeba nadbytečné, protože neobsahuje vyčerpávající výčet dozorovaných subjektů, takže by postačovalo odkázat na zvláštní předpisy, které upravují působnost České národní banky pro jednotlivé oblasti kapitálového trhu

(zejména zákon o podnikání na kapitálovém trhu a zákon o kolektivním investování).

Terminologickou nejednoznačnost potvrzuje další ustanovení § 49b) odst. 6 citovaného zákona, jež konstatuje, že Česká národní banka vydává úřední sdělení, kterými informuje o skutečnostech důležitých pro osoby, které působí na finančním trhu. Při analýze obsahu vydaných úředních sdělení je ovšem zřejmé, že obsahují informace, které se vztahují rovněž k obchodování s investičními cennými papíry, což znamená, že informují účastníky o skutečnostech, které se odehrávají na trhu kapitálovém.¹⁹

Z výše uvedeného podle mého názoru vyplývá, že také zákonodárce pracoval s filozofií, že finanční trh je zastřešujícím pojmem pro mj. trh kapitálový. Každopádně tato filozofie nebyla důsledná a právní úprava je stále roztržštěná, neboť jednotlivé pojmy se v právních předpisech používají bez rozmyslu.

Jako důkaz a zároveň jako další podporu svého názoru mohu zmínit samotný základní zákon pro celou oblast finančního trhu, který se ovšem nazývá „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“. **Samotný název zákona je zavádějící**, neboť svými ustanovení **neupravuje pouze obchodování s cennými papíry** (kapitálový trh), ale přináší mj. definici derivátů, které se obchodují na finančním trhu. Celá jeho koncepce je založena na skutečnosti, že je sjednocujícím zákonem pro služby spojené nejen s cennými papíry ale i deriváty.²⁰ Tento názor je podpořen jeho ustanoveními, v nichž se používá pojem „finanční trh“. Příkladem nejednotného nakládání s pojmy, které jsou předmětem mého rozboru, může být hned několik ustanovení citovaného zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ustanovení § 16a) odst. 4 vychází z toho, že obchodník s cennými papíry vykonává svoji činnost na finančním, nikoliv kapitálovém trhu, což odpovídá i skutečnosti, neboť obchodníci v závislosti na uděleném povolení poskytují služby spočívající nejen v obchodování s akciemi či dluhopisy, ale umožňují svým klientům také uzavření obchodů s deriváty. Mezi další sporná ustanovení lze

¹⁹ Jedná se například o úřední sdělení ze dne 19.1.2007 k povaze zápisu správce cenných papírů do evidence Střediska cenných papírů, nebo ze dne 12.1.2007, jímž se ČNB vyjadřovala k některým otázkám spojeným zejména se vznikem fondů kvalifikovaných investorů.

²⁰ Zákon o podnikání na kapitálovém trhu přináší kromě definice investičních nástrojů (cenné papíry a deriváty) i bližší pravidla pro osoby, které hodlají s nimi obchodovat či je nabízet na území České republiky.

zařadit § 115 odst. 1 písm. e) bod 1., jenž ukládá centrálnímu deponitáři a osobě vedoucí samostatnou evidenci, aby poskytli údaje ze svých evidencí České národní bance za účelem „dohledu nad finančním trhem“. V předmětném ustanovení by ovšem přesnější bylo použití pojmu „dohledu nad kapitálovým trhem“, neboť v evidenci deponitáře a samostatné evidence jsou především evidovány cenné papíry. Každopádně ale obecná formulace „finanční trh“ ve smyslu zastřešujícího pojmu je rovněž akceptovatelná. Při dalším zkoumání můžu upozornit na obdobné ustanovení § 117 odst. 2 písm. e), jenž zprošťuje povinné osoby mlčenlivosti pro účely „dohledu nad finančním trhem“. Stejně tak bych mohl zmínit ustanovení § 156 odst. 3 ZPKT ukládající osobě zahrnuté do konsolidačního celku, aby uzavírala obchody s investičními nástroji způsobem, který „nenarušuje průhlednost finančního trhu“. Jako poslední bych rád zmínil ustanovení § 197 ZPKT, které upravuje nejdůležitější institut v oblasti obchodování s deriváty, a to závěrečné vyrovnání (nebo-li close-out netting). Předmětné ustanovení konstatuje, že výpočet částky závěrečného vyrovnání nesmí být v rozporu se zvyklostmi na příslušných finančních trzích. Je to přirozené, protože s deriváty se ani na jiném trhu neobchoduje, jak se alespoň obchodování s deriváty chápe v praxi.²¹

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, který je považován za jakýsi základní stavební prvek obchodování na celém finančním trhu, jenom potvrzuje domněnku, že při nastavování koncepce právních předpisů nebyly domyšleny důsledky rozdílného a tedy i nesprávného používání pojmů „trh finanční“ a „trh kapitálový“.

²¹ Závěrečné vyrovnání je mimochodem v zákoně upraveno velmi obecně a bude záležet na soudním uvážení, co se rozumí „zvyklostmi na příslušných trzích.“ Zatím není k dispozici žádné rozhodnutí soudu, které by přezkoumávalo správnost výpočtu částky závěrečného vyrovnání. Z uvedeného důvodu se proto subjekty, které institut „close-out netting“ využívají, snaží vycházet především ze zahraničních úprav, zejména používají smluvní dokumentaci asociace ISDA podle anglického práva, která s tímto konceptem pracuje. Z obdobné úvahy vychází i Česká národní banka, která akceptuje právní rozbor (tzv. legal opinion) této asociace za účelem uznání snížení kapitálových požadavků. Jedná se o velmi významné ustanovení, které má velký dopad na podnikání regulovaných subjektů – zejména bank, neboť pokud mají ve smlouvě sjednáno závěrečné vyrovnání ve znění odpovídajícímu zákonu, mohou v případě jakéhokoliv porušení protistrany (například prohlášení konkursu) ukončit obchody, provést jejich ocenění, přičemž dojde k započtení vzájemných pohledávek, jejímž výsledkem je pohledávka jediná, kterou musí jedna strana zaplatit druhé. Významné je to především v případě konkursu, kdy realizace závěrečného vyrovnání není jeho prohlášením dotčena. Jedná se o zajímavé téma, které není ve stávající české odborné literatuře zatím vůbec do detailů rozebíráno, ale vzhledem k jeho komplexnosti ho musím ponechat stranou mé práce. Obecný popis principů závěrečného vyrovnání přináší Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi, 1. vydání, GRADA Publishing, a.s., Praha 2005, str. 589.

Dalším potvrzením výše uvedeného vnímání pojmů „finanční“ a „kapitálový trh“ může být přímo kompetenční zákon, který ve svém ustanovení § 4 konstatuje, že Ministerstvo financí je *“ústředním orgánem státní správy mj. pro finanční trh a ochranu zájmů spotřebitelů na finančním trhu s výjimkou dohledu nad finančním trhem v rozsahu působnosti České národní banky.”* Z významu použití pojmu „finanční trh“ opět vyplývá, že pojem je zde používán v širším smyslu, takže centrální banka dozoruje celý finanční trh, pod něhož spadá i kapitálový trh.

Ve stávajících právních předpisech stále tedy existuje velká roztříštěnost, když zákon o dohledu upravuje zdánlivě výkon dohledu nad trhem kapitálovým, včetně správních deliktů, ale z praxe je zřejmé, že se používá v obecném významu, tj. pro celý trh finanční. Převážná většina ustanovení upravujících způsob poskytování služeb či delikty na finančním trhu je zase upravena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a zákon o ČNB jakoby zůstal sběrnou kategorií pro výkon dohledu nad trhem peněžním.²² Zákonodárce zamýšlel pokrýt novou působnost České národní banky pomocí jednoho výrazu, který je zastřešující, nicméně svůj záměr nedotáhnul do konce, neboť zákon o dohledu a stejně tak i zákon o podnikání na kapitálovém trhu se na první pohled zdají jako zákony, které regulují pouze kapitálový trh, ale při bližším studiu je zřejmé, že se vztahují rovněž na trh finanční.

V předchozím textu se snažím ukázat, že zákonodárce rozdílným používáním pojmů „kapitálový“ a „finanční trh“ přispěl k tomu, že není zřejmé, v jakém smyslu se mají používat. Je nutné proto vždy přihlídnout ke kontextu celého ustanovení. V souvislosti s plánovanou přípravou nového zákona, který by měl komplexně upravit celou problematiku regulace a dohledu, navrhuji sjednotit používání pojmů „finanční“ a „kapitálový trh“. **Osobně bych se přikláněl k zavedení pojmu „dohled nad finančním trhem“**, i když se ve své práci, ostatně jako v jejím názvu, držím terminologie „dohled nad kapitálovým trhem“, která vychází ze stávajícího názvu zákona o dohledu.²³ Uvedenou terminologii se snažím používat i samotném textu práce, i když to není důsledné, neboť při posuzování činnosti

²² Například ustanovení § 46a) zákona o ČNB upravuje správní delikty při podnikání a obchodování na peněžním trhu.

²³ Přesněji řečeno vychází název disertační práce z předchozí textace zákona o dohledu, který upravoval podmínky výkonu „státního dozoru“ Komise pro cenné papíry v oblasti kapitálového trhu, protože předmětné znění zákona bylo účinné ke dni schválení názvu práce.

centrální banky nelze jednoduše oddělovat dohled nad kapitálovým trhem od dohledu nad finančním trhem. Jedná se o propojené pojmy, stejně jako jsou pro tyto oblasti společné právní předpisy, i když z jejich názvů to nemusí být na první pohled zřejmé. Ve své práci proto v některých případech používám standardně pojem „finanční trh“ (např. v textu, který je společný pro všechny typy trhů) nebo tento pojem používám v případech, kdy pracuji s názory publikovanými v zahraniční odborné literatuře, která tento termín běžně používá.

Pojem „finanční trh“ považuji za sjednocující pojem jak pro trh kapitálový, tak peněžní a zároveň tato kategorie zahrnuje i obchodování s deriváty, které jsou standardně řazeny pouze pod trh finanční, na němž jsou rovněž obchodovány. **Existence jediného orgánu dohledu – České národní banky, která dozoruje všechny tři typy trhů, podporuje závěr, že postačuje ponechat termín finanční trh.** Tento pojem lze použít i v zákoně, který bude upravovat procesní oprávnění ČNB, tak v právním předpisu, který bude základním předpisem pro celou oblast obchodování na finančním trhu (jedná o stávající zákon o podnikání na kapitálovém trhu).

3.3 Globalizace

Při právním pohledu na způsob regulace finančních trhů se nelze vyhnout skutečnosti, že v současnosti jsou tyto trhy ve své podstatě prakticky globální. Z uvedeného důvodu proto při definování a implementaci principů regulace na vyspělých trzích sehrál rozhodující úlohu **faktor globalizace**. Globalizací se obecně rozumí propojení finančních trhů na celém světě v jediný mezinárodní finanční trh. Mezi faktory, které přispívají k integraci finančních trhů, se řadí (i) deregulace nebo liberalizace trhů, která je doprovázena zvýšenou aktivitou účastníků trhu v hlavních finančních centrech; (ii) technologický pokrok, který finančním institucím umožňuje velmi efektivně monitorovat jednotlivé trhy v rozdílných státech, což přispívá k jejich rychlejší analýze a následné realizaci samotného obchodu; a (iii) zvyšování internacionalizace finančních trhů.²⁴

²⁴ Srov. Fabozzi, F.J., Modigliani, F.: *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Third Edition, Prentice Hall, 2003, str. 11.

Prohlubující se globalizaci podporují i výzkumy specializovaných společností, z nichž vyplývá, že v časovém horizontu tří až pěti let se dosud specializované firmy zabývající se obchodováním s cennými papíry budou muset zaměřit na rychle rostoucí trhy, které jim umožní zvýšit výnosy. Rostoucí globalizace, před kterou jsou firmy postaveny, je nutí radikálně snižovat vlastní náklady, aby obstály v rostoucí konkurenci. Častým způsobem pro jejich snížení je převedení systémů informačních technologií, provozní agendy a dalších funkcí do států vyznačujících se kvalifikovanou pracovní silou a přitom menšími mzdovými náklady.²⁵ Společnosti si ale uvědomují, že sice zisky jsou mocným lákadlem pro investování na zahraničních trzích, ale jeho výše je v přeshraničních transakcích často limitována různými typy rizik. Otázka vyhodnocení možného rizika je vedle výše nákladů nejdůležitější faktor, který ovlivňuje investování na finančním trhu. S ohledem na výše uvedené je proto nutné, aby si svůj vztah k riziku nadefinoval rovněž regulátor, jak ukážu v dalším textu.

Pokud bych měl shrnout **výhody globalizace**, tak integrované trhy jsou výhodnější z ekonomického hlediska, neboť umožňují efektivně alokovat zdroje.²⁶ Propojené trhy se rovněž vyznačují nižšími poplatky pro zákazníky, což je způsobeno tím, že na trhu vzrostla konkurence a finanční instituce musí čelit stále nově přicházejícím konkurentům. S příchodem investorů na trh dochází i k obrovskému nárůstu transakcí, takže je zpravidla nutné vybudovat jeden vypořádací a zúčtovací systém, který zvládne daleko efektivněji provádět vypořádání transakcí. V případě, že se podaří vybudovat jedno vypořádací centrum, tak v konečném důsledku dojde ke snížení transakčních nákladů, neboť většina poplatků při obchodování je spojena s vypořádáním obchodů.

Příchod konkurence na trh nevede pouze ke snížení poplatků za služby, ale napomáhá rovněž k větší transparentnosti cen. Ceny totiž nyní daleko více vyjadřují hodnotu produktu, neboť při jejím stanovení lze pracovat s více zdroji informací, jež jsou k dispozici na trhu, a tyto zdroje jsou sdíleny více subjekty, což podporuje kontrolu a rovněž i soutěživost. Na konsolidovaném trhu, který je

²⁵ Podle průzkumu společnosti Deloitte s názvem Perspektivy globálního průmyslu finančních služeb téměř dvě třetiny jejich respondentů staví globalizaci jako přední transformační otázku, která se objeví v nejbližších letech (viz Olšovský, L.: Spojování článků v měnícím se světě, Bankovníctví č. 10/2006, str. 17).

zároveň otevřený, se objevuje daleko více nových typů investičních produktů, protože zvýšení konkurenceschopnosti podporuje inovace. Společnosti jsou nuceny přicházet s novými produkty, aby se staly pro omezený okruh investorů atraktivnějšími, než je jejich konkurence. Integrované trhy nepřinášejí pouze ekonomické výhody, ale z právního pohledu jsou tyto trhy spojeny s výhodou, že sjednocený trh přináší zlepšení řízení systémového rizika. Trh se stává přehlednějším, neboť jsou nastavena totožná pravidla, která mohou být monitorována státním orgánem.

Při snaze o uchopení pojmu „globalizace“ je nezbytné pracovat s pojmem „**internacionalizace kapitálu**“, který s ním úzce souvisí. Jedná se o blízké pojmy, které se ve své podstatě pokouší zastřešit jevy, jež spočívají v celosvětovém propojení národních trhů prostřednictvím jednotného elektronického systému usnadňujícího pohyb kapitálu a možnost prakticky nonstop obchodovat. Nejedná se o zcela nový fenomén, neboť již na začátku dvacátého století byly lokální finanční trhy daleko více propojeny, než tomu bylo třeba v období mezi světovými válkami a rovněž i v době studené války. Změna na celosvětové úrovni nastala až před dvaceti lety, kdy proces internacionalizace přinesl do oblasti regulace a dohledu mezinárodní aspekt. Významným způsobem došlo ke zvýšení počtu přeshraničních peněžních transakcí, objemu finančních prostředků ve správě finančních institucí a stejně tak narostl počet burz cenných papírů a s tím souvisejících primárních emisí.

Samotná internacionalizace finančních trhů probíhá pod vlivem ekonomických faktorů, které jsou primárně nestátní. Nicméně i přesto nelze jednoduše říct, že se jedná pouze o ekonomickou kategorii, neboť **internacionalizace a globalizace se odehrávají v regulatorním prostředí**, které je – alespoň na začátku – převážně národní. Změny se sice nejdříve odehrávají na poli ekonomických aktivit, ale následně musí být doprovázeny zásahy na poli právní regulace. Oproti příliš liberálním názorům jsem zastáncem toho, že určitá státní kontrola (správní dozor) je nezbytná pro fungování a vývoj finančních trhů. Důkazem může být samotná Česká republika, která v období transformace podcenila důležitost regulace trhu, což vedlo k všeobecně známým neblahým důsledkům. Záleží ovšem na rozsahu a

²⁶ Studie provedená konzultantskou společností London Economics (2004) předpovídá, že výnosy

způsobu vykonávání správního dozoru nad finančním trhem, k čemuž se ještě vrátím v další části své práce.

3.4 Fáze regulace jako důsledek globalizace

V předchozí části jsem se pokusil osvětlit jev globalizace, který podstatným způsobem ovlivnil vývoj finančního trhu na konci minulého století a přetrvává až do současnosti. Globalizace jako ekonomický jev způsobila, že státy byly donuceny sáhnout k použití určitých nástrojů, aby mohly probíhající procesy adekvátním způsobem regulovat. Regulační procesy iniciované globalizací se dají pojmově uchopit, neboť vykazují určité společné znaky. Tento koncept lze zatím aplikovat pouze na vyspělé trhy, které disponují na rozdíl od České republiky delší tradicí a byly zasáhnuty globalizací daleko dříve. Změnu nastavení regulace finančního trhu lze rozložit na proces deregulace, reregulace a harmonizace.²⁷

V souvislosti s globalizací byl již použit pojem „deregulace“, který se nejen v odborné právní literatuře objevuje v posledních dvou desetiletích.²⁸ Před jeho vymezením musím zmínit příčiny, které k deregulaci vedou a které jsem už krátce zmínil. Jedná se o narůstající konkurenci na trhu, která donutila jednotlivé státy k tomu, aby sáhly k deregulaci nebo liberalizaci různých částí svých vlastních finančních trhů. Motívem byla podpora vlastních národních společností, aby se zvýšila jejich konkurenceschopnost na světovém trhu. Státy si uvědomují, že podmínkou dalšího rozvoje trhů a tím vlastně i prohloubení globalizace je eliminace regulatorních překážek. Pro odstranění vnějších překážek musí státy přistoupit k úpravě samotné struktury regulace, aby se usnadnil přístup zahraničnímu kapitálu na domácí trh.

Vlna deregulací finančního trhu byla spuštěna během osmdesátých let, kdy proběhlo několik reforem zaměřených na regulaci, které zahraničním subjektům umožnily větší přístup na lokální evropské trhy. Tento přístup byl přirozeným

z integrace evropského kapitálového trhu vzrostou okolo 1,1% HDP Evropské unie.

²⁷ Srov. blíže Warren III., M.G.: *European Securities Regulation*, Kluwer Law International, Hague 2003, str. 27 a násl.

²⁸ Ve francouzské právní literatuře se tento proces označuje jako „révolution des D“, jímž se rozumí „déréglementation, désintermédiation, décloisonnement“, kterým se rozumí odstranění vysoké míry regulace, zprostředkovatelů, prostřednictvím kterých byl umožněn přístup na trh, a obecně i

výsledkem předchozí dekády, která se vyznačovala státním protekcionismem, jenž zabraňoval liberalizaci pohybů kapitálu. Pro příklad mohu zmínit Velkou Británii, kde v říjnu 1986 zavedli balík reforem označovaný jako Velký třesk,²⁹ který vyústil v odstranění restrikcí především pro obchodování s cennými papíry (např. odstranění pravidel pro fixní poplatky či pravidla, že podíl v obchodníkovi s cennými papíry může získat pouze člen burzy). Následný ekonomický rozmach, kdy například podíl finančního sektoru na celkovém hrubém domácím produktu Velké Británie vzápětí vzrostl z 13,6% na 17,8%, inspiroval i ostatní státy, aby se pokusily následovat britského příkladu. Francie prakticky obdobně zavedla balík reforem označovaný jako „Le Petit Boom“³⁰ a v tehdy západním Německu se nastartoval proces umožňující obchodování s futures či se zavedla možnost zaknihování akcií v zahraničních měnách. Vlna deregulací zasáhla i ostatních státy a prakticky v různých obměnách probíhá v jednotlivých státech až do dnešních dnů.³¹

S pojmem „deregulace“ se zachází rozdílným způsobem. Nicméně v odborné literatuře se objevují snahy o jeho podchycení a správné nadefinování. Konceptem deregulace se v obecné rovině, která je ale mírně zjednodušující, rozumí snižování míry předchozí regulace, odstraňování dřívějších omezení a povolování nových aktivit či nahrazování předchozích pravidel novými, které jsou liberálnější.³² V čistě právním pojetí se deregulací v užším slova smyslu rozumí, že určitý úsek veřejných společenských aktivit je vyňat z právní úpravy a ponechán jen samoregulačím působení.³³ Pro účely finančního práva se tento pojem používá odlišně a je převzat z ekonomických věd. Samotná deregulace trhu

ostatních překážek svobodného rozvoje trhu (srov. Pietrancosta, A.: *Concurrence et marchés financiers: croisons les droits!* Revue Trimestrielle de Droit Financière 3/2006, str. 71)

²⁹ Původní pojem Velký třesk („Big Bang“) pochází z astronomie.

³⁰ I přes stoupající liberalizaci přetrvává ve Francii ochranný přístup státu (nazývaný dokonce jako protekcionistický) spočívající v kladení různých překážek většímu otevření trhu pro zahraniční investory. Jako důkaz může sloužit zavedení zlatých akcií v privatizovaných společnostech či vytvoření seznamu tzv. citlivých oborů dekretem vydaným v roce 2005. Každopádně tyto překážky svobodné soutěži a volnému pohybu kapitálu jsou velmi nelibě sledovány Evropskou komisí, která již proti Francii zasáhla ve věci citovaného dekretu (blíže viz Pietrancosta, A. cit. výše, str. 76).

³¹ Španělsko například nyní experimentuje s tzv. „modifikovaným Velkým třeskem“, který by měl zvýšit podíl zahraniční účasti na kapitálovém trhu, na němž zatím dominují domácí banky. Obdobně v minulosti postupovalo i Nizozemí, Dánsko, Irsko či Řecko.

³² Revenda, Z. a kol: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*, 3. vydání, Management Press, Praha 2000, str. 393.

³³ Grospič, J.: *Regulační a legislativní problémy ve světle hodnocení OECD a Evropské asociace pro legislativu*, Právník č. 9/2005, str. 949.

se nebere pouze jako jeden jev, ale rozpoznávají se v něm dvě rozdílné fáze. Již zmíněnou **deregulaci přístupu, jež spočívá v umožnění přístupu na trh**³⁴, která se někdy nesprávně považuje za jediný typ deregulace, je totiž nutné odlišovat od **deregulace obezřetného podnikání** („prudential deregulation“). V zahraniční literatuře se vedou diskuse, co se vlastně všechno skrývá pod často užívaným pojmem „prudential“, ale převažující výklad je, že se jedná o ochranu trhu před jeho zneužitím či manipulací a zároveň udržení jeho likvidity, průhlednosti a stability. Deregulace přístupu, která finanční trh otevírá ostatním subjektům, jež nutně nemusely být pouze ze zahraničí, ale mohlo se jednat i o domácí společnosti působící do té doby v jiném segmentu trhu, nepochybně přispěla k velkému rozvoji trhu. Následně se objevila nezbytnost provést další deregulaci trhu, kterou je již zmíněná deregulace obezřetného podnikání. Příčinou byla skutečnost, že pokud dojde k otevření trhu, tak trh je vystaven obrovskému přílivu nových subjektů, které na něm hodlají poskytovat svoje služby. Každý stát má potom zájem daný trh chránit, takže je nutné nastavit pravidla pro jeho ochranu. Přistupuje se proto k deregulaci obezřetného podnikání, která přináší pravidla, za jakých mohou noví účastníci na trhu vykonávat činnost, aniž by došlo k jeho zneužití či narušení.

Samotné státní zásahy, které prostřednictvím deregulace přístupu směřují k většímu otevření trhu nemohou zlepšit konkurenční prostředí, ledaže by příslušná změna regulatorního přístupu byla doprovázena mechanismy podporujícími a zvyšujícími důvěru investorů. Příslušné státní orgány jsou si vědomy uvedeného faktoru, a protože každý demokratický stát má zájem na podpoře vlastního trhu, je proto **deregulace přístupu doprovázena tzv. reregulací**, jež spočívá v kontrole účastníků trhů, které se staly daleko více likvidní a flexibilní.

Pojem „reregulace“ se používá za účelem popsání různých typů legislativních aktivit, které jsou výsledkem změn po provedené deregulaci trhu. Podobně jako v případě používání pojmu „deregulace“ může být matoucí jeho správné používání. Opět se rozlišuje **reregulace přístupu**, která znamená, že jsou znovu budovány bariéry, které byly v minulosti odstraněny, a **reregulace obezřetného**

³⁴ V angličtině se používá termín „access deregulation“, který alespoň zatím nemá český

podnikání, která se snaží nastavit takovou strukturu regulace, která bude více vhodná pro nově otevřené trhy (snaží se tedy nastavit nová pravidla a ve své podstatě se prakticky jedná o restrukturalizaci finančního trhu).

S procesy deregulace a reregulace je úzce spojen koncept **harmonizace regulace**. Deregulace přístupu poskytuje, jak už jsem zmínil, umožnění vstupu mezinárodního kapitálu na místní trh. Zatímco reregulace obezřetného podnikání slouží k ochraně nově otevíraného trhu, harmonizace je následným krokem, neboť završuje regulační cyklus tím, že eliminuje odlišnosti v jednotlivých právních předpisech platných pro trh, který prošel oběma předchozími fázemi regulace. Završuje cyklus změny regulace finančního trhu a zpřehledňuje ho pro jeho účastníky, přičemž přináší sebou i vyšší úroveň ochrany. Navíc rozvoj společného regulačního rámce často slouží jako hranice zabráňující případné regulační arbitráži. Harmonizace přispívá k prohloubení globalizace finančních trhů, neboť sblížování rozdílných regulačních standardů a postupů postupně směřuje k ideálnímu stavu, což je podmínkou pro završení vzniku celosvětového trhu.

Proces harmonizace kapitálového trhu se dá rozčlenit na **dva základní přístupy**. **První přístup je založen na vybudování společných rysů.**³⁵ Jak už vyplývá z jeho pojmenování, tento přístup se zaměřuje na prohloubení a rozvoj společných mezinárodních pravidel. Jedná se o pravidla, jež mohou být pro rozdílné právní řády nastavena společně, takže se jedná o nastavení pravidel pro poskytování informací, účetní principy, zabránění zneužití informací či manipulaci s trhem a jiné nezákonné praktiky. Citovaný přístup přináší významné výhody. V případě pravidel pro zpřístupnění informací se jedná o skutečnost, kdy nastavení společných standardů umožňuje získávat identické informace, což přispívá ke zvýšení možnosti srovnání, na základě čehož jsou prováděny investiční rozhodnutí v různých zemích. Jednotná forma a způsob poskytování informací dále umožnily získat mezinárodní platformu pro výměnu informací, jež slouží např. analytikům pro stanovení prognóz ohledně vývoje trhů či společností v rozdílných státech. I když s výjimkou Evropské unie se tento přístup ale neprosazuje příliš rychle, tak nepochybně přispívá k vybudování důvěry investorů ve finanční trh a rovněž i přispívá k prohlubování globalizace těchto trhů.

ekvivalent, takže jsem se rozhodl pro používání pojmu „deregulace přístupu“.

Druhý přístup harmonizace je reciprocita, která je založená na obdobných minimálních standardech. V zásadě spočívá v tom, že pokud jedna jurisdikce přijala právní předpisy, které přibližně odpovídají obecným principům regulace, jež platí v jiné jurisdikci, potom obě vychází z principu: „co je dobré pro tebe, je dobré i pro nás.“ Druhá možnost harmonizace se používá častěji, neboť jeho výsledek je jednodušeji dosažitelný než přístup spočívající v nalezení společných rysů. Navíc obě varianty jsou prakticky spojeny s totožnými výhodami, jenže reciproční přístup vede k výsledku rychleji.

Význam harmonizace je zřejmý v případech, kdy dochází k přeshraničnímu poskytování investičních služeb. Jedná se v praxi o velmi častý jev a podpora této formy poskytování služeb patří mezi nejpádnější argumenty, proč by měl vzniknout jednotný evropský finanční sektor a v konečném důsledku i jeden regulátor. Nutné je rovněž zvážit skutečnost, že harmonizovaný rámec pro dohled umožňuje daleko jednodušeji reagovat v případě, že je evropský finanční sektor vystaven ať vnitřnímu, tak vnějšímu ekonomické šoku, který může vést k obdobné krizi, jako byla v jihovýchodní Asii či Rusku. Oproti jiným trhům je v případě finančního trhu schopnost reagovat okamžitě, účinně a transparentně extrémně důležitá pro nastolení důvěry v daný trh. **Hlubší harmonizace dále přispívá ke stabilitě celého finančního systému a zužuje prostor pro možnost regulatorní arbitráže.**

Členské státy Evropské unie se snaží soupeřit jak mezi sebou, tak i ostatními státy mimo unii, aby své trhy učinily více atraktivní a tím i zlepšily svoji konkurenční schopnost z globálního pohledu. Nástroji jsou především deregulace přístupu a reregulace obezřetného podnikání, ale přesto přetrvávají obavy z jedné věci. Tento strach, který je navíc posilován diskusemi mezi finančními institucemi ve Velké Británii a občas i jinde, se nazývá **regulatorní arbitráž**.

Princip regulatorní arbitráže spočívá v tom, že subjekty podnikající na finančním trhu jsou zcela přirozeně velmi nerady vystavovány příliš silné regulaci, pokud disponují informacemi, že jejich konkurenti z jiných zemí poskytují své služby v daleko více liberálnějším prostředí. Rostoucí globalizace umožňuje finančním institucím rozhlížet se v celosvětovém měřítku, odkud by mohly poskytovat své

³⁵ V zahraničí je označováno jako „commonality“.

služby zákazníkům a přitom zachovat stejnou úroveň poskytovaných služeb, přičemž jim přemístění do jiného státu umožní podnikat pod daleko nižším dohledem. Jednoduše řečeno princip regulatorní arbitráže spočívá v tom, že finanční instituce se přesunují z jedné jurisdikce do druhé, aby se vyhnuly přísnější pravidlům, které na ně kladou daleko vyšší nároky zejména v oblasti poskytování informací, pravidel pro manipulaci s trhem a povinností vůči zákazníkům. Hledají tedy místo, které jim umožní mít nejnižší regulatorní náklady a rovněž i nejmenší dohled.³⁶ Jedná se přirozeně o riziko pro jednotlivé státy, ale i přesto lze namítnout, že přisuzování příliš velkého významu tomuto konceptu popírají historické zkušenosti. Důkazem může být skutečnost, že trhy v New Yorku a Londýně neustále rostou a přichází na ně noví a noví investoři, i když oba dva trhy se vyznačují nejvíce komplexním systémem regulace na světě. Nicméně i přesto strach z regulatorní arbitráže působí jako významná překážka pro realizaci procesu reregulace.

3.5 Pojem regulace

V předchozím textu jsem se snažil popsat jednotlivé procesy, v nichž se regulace pohybuje. Nyní bych se rád zaměřil na samotný pojem „regulace“. Tento **pojem se používá rozdílným způsobem a rozdílné jsou rovněž i jeho definice**. Obvykle je regulace spojována s činností vlády, ale objevuje se i širší pojetí daného pojmu. OECD např. zjednodušeně definuje regulaci jako soubor rozmanitých nástrojů, pomocí nichž vláda uvaluje požadavky na podniky a obyvatele. Regulace zahrnuje zákony, nařízení a pravidla vydávaná vládou na všech úrovních a pravidla nevládních a samoregulujících subjektů, na které vláda delegovala pravomoc regulovat.³⁷

Obecně se regulací jevu rozumí usměrňování tohoto jevu za účelem jeho zachování či změny, takže v případě regulace kapitálového trhu jde tedy o usměrňování kapitálového trhu, čímž se rozumí usměrňování společenských vztahů vznikajících na kapitálovém trhu. Zjednodušeně řečeno se regulací rozumí

³⁶ Příkladem z poslední doby může být tuzemská finanční skupina Komárek Group, která se v blízké době přestěhuje na Kypr a z minulosti lze uvést mateřskou společnost PPF, která mj. ovládá Českou pojišťovnu.

³⁷ srov. OECD: The OECD Report on Regulatory Reform: Synthesis. Paris 1997.

tvorba pravidel pro příslušný trh, která spočívá na jedné straně ve schválení legislativy příslušným zákonodárným orgánem a na druhé straně rovněž v činnosti správních úřadů spočívající ve vydávání pravidel, která implementují přijatou legislativu.

Samotná **regulace** může být v zásadě rozdělena na **mimoprávní a právní**, přičemž právní regulaci, kterou vykonává stát pomocí prostředků práva, se věnují ve zvláštní části, takže se nyní zaměřím na regulaci mimoprávní.

Mimoprávní regulace je představována soustavou etických pravidel, jež jsou dobrovolně dodržována zúčastněnými subjekty.³⁸ V oblasti finančního trhu získává **samoregulace** význam v tom, že její účastníci mohou hrát v regulaci významnou roli, neboť mají nejbližší k odbornému obsahu regulované činnosti. V zásadě spočívá v tom, že účastníci na sebe dobrovolně přebírají odpovědnost za dodržování právních předpisů a dokonce si vynucují od svých členů dodržování pravidel, která si stanoví (zpravidla etický kodex, který je souborem pravidel profesní etiky). S ohledem na skutečnost, že kapitálový trh je založen především na důvěře, mohou být samoregulační organizace přínosem při nastavení a dodržování standardů mezi svými členy. Jedná se tedy částečně o efektivní systém, který umožňuje rychleji reagovat na konkrétní problémy, a stejně tak i přináší i rychlejší přizpůsobení změnám, které na finančním trhu dynamicky probíhají. Negativem samoregulace je potom **nebezpečí protekcionismu**, což znamená upřednostnění zájmů určité skupiny účastníků trhu. Samoregulační orgány samozřejmě hájí také zájmy určité skupiny jako celku, což nemusí být vždy v souladu s veřejným zájmem. Je totiž otázkou, zda samoregulační organizace dokážou najít adekvátní nástroj pro spravedlivé balancování mezi svými obchodními záměry a samotnou regulací. Samoregulační organizace (tzv. SROs)³⁹ mají daleko větší tradici na vyspělých trzích, což je přirozené s ohledem na dlouho dobu jejich fungování. Na těchto trzích jsou zažitá určitá pravidla, kterou

³⁸ Dědič, J.a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, 1. vydání, PROSPEKTRUM spol. s r.o., Praha 2000.

³⁹ Self-Regulatory Organizations – samoreguluující se organizace či samoregulační organizace.

jsou často dodržovány jeho účastníky bez toho, aniž by byla vtělena do právního předpisu.⁴⁰

Samoregulační organizace podle mého názoru mohou působit pouze jako doplněk stávající regulace ze strany státu, kdy mohou být jeho partnerem. Její účastníci mají totiž blízko k problémům z praxe, s nimiž se každodenně setkávají, takže mohou přinášet cenné podněty ke změně stávajících pravidel. Často mohou sloužit jako významný podnět pro úpravu právních předpisů, i když ostatními subjekty mohou být nazírány jako lobbyistická uskupení. Příkladem může být Česká bankovní asociace, která v poslední době připravila návrh na úpravu ustanovení o závěrečném vyrovnání v poslední novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu a podílela se na přípravě novely institutu finančního zajištění v obchodním zákoníku.⁴¹

I přes určité výhody samoregulačních aktivit jsem toho názoru, že **přenechání regulace kapitálového trhu v plném rozsahu přímo jeho účastníkům není možné**, neboť ne všichni účastníci mají zájem se stanoveným pravidlům podřídít. Z uvedeného důvodu musí regulaci primárně zabezpečovat stát.

3.6 Pojem dohled

Regulace se provádí prostřednictvím právních předpisů, které stanoví pravidla chování. Za tím účelem, aby regulace byla efektivní, je nutné, aby se subjekty podle nastavené regulace chovaly. Prostředkem, který k tomuto účelu slouží, je správní dozor.

⁴⁰ Autorita samoregulačních organizací je daleko vyšší na vyspělých kapitálových trzích s dlouhou tradicí. Na princip samoregulace se např. významně spoléhá federální legislativa USA, kdy orgán dohledu SEC postoupil své pravomoci řídit obchodní praktiky pro kotované cenné papíry registrovaným burzám. SEC si však ponechala právo změnit nebo doplnit libovolné pravidlo nebo směrnici. Srov. Sharpe, W.F., a Alexander, G.J.: Investice, 4. vydání, Victoria Publishing, Praha 1994, str.50.

⁴¹ V České republice kromě zmíněné České bankovní asociace působí ještě Asociace pro kapitálový trh a Asociace fondů a asset managementu ČR, které se mají v dohledné době sloučit, Asociace obchodníků s cennými papíry a Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR.

Při zohlednění definic správního práva se převážně akceptuje ta, kterou používá Hendrych (2006),⁴² a to jako aktivita, jejíž podstatou je pozorování určité činnosti nebo určitého stavu, na které navazuje hodnocení, popřípadě též aplikace prostředků směřujících k zajištění účelu sledovaného dozorčí činností. Žádoucí chování je stanoveno jako výstup regulace. V případě užšího pojetí dohledu, který zúžíme na dozor ve smyslu výše uvedeného pojetí dle Hendrycha (2006), se správní dozor rozpadá do dvou fází – fáze zjišťování a hodnocení, které probíhá v rámci státní kontroly, a fáze uplatnění opatření k nápravě nebo sankcí, pro kterou je typické správní řízení. Mezi oběma fázemi nebývá ale v praxi České národní banky zřetelná hranice a dochází například k souběhu kontroly a správního řízení či kontrola vůbec správnímu řízení nepředchází. Při akceptování určité míry zjednodušení bychom mohli dozorem pojmenovat činnost, která kontroluje a vymáhá dodržování regulatorního rámce (ex ante ve formě kontroly nebo ex post ve formě sankcí).⁴³

V tuzemských právních předpisech je výše uvedená činnost označována rozdílnými pojmy - někdy slovy „dozor“, „dohled“ nebo „kontrola“. Nejen v právních předpisech, ale i v odborné literatuře se často pojmy „dozor“ a „dohled“ zaměňují, s čímž jsou spojeny výkladové problémy.⁴⁴ V oblasti finančního práva se ustálila praxe zákonodárce, že pojem „dozor“ se používal pro oblast kapitálového či celého finančního trhu bez ohledu na subjekty, které na něm působí, a pojem „dohled“ byl úzce spojen s výkonem dozоровé pravomoci nad bankami.

⁴² Hendrych, D. a kol.: Správní právo. Obecná část, 6. vydání, C.H.Beck, Praha 2006, str. 237, a obdobně i Vydrželová, P.: Výkon veřejné správy a dozoru na místní úrovni, Veřejná správa č. 23/2003.

⁴³ Srov. Havel, J.: Dilemata českého dozoru finančních trhů, Working Paper UK FSV – IES, Praha 2004, či Lér, L.: Regulace činnosti bank, Bankovní institut, a.s., Praha 1997, str. 4, a v zahraničí například Kammel, A.: Supervision and Regulation of Financial Institution in Europe – A Way to Prevent Financial Crisis? GARNET Conference 2006, či Mortimer-Schutts, I. EU Regulatory and Supervisory Convergence: The Case for a Dual System with Choice, AEI-Brookings Joint Center, Related Publication 05-39, December 2005.

⁴⁴ Např. polemika, zda dohled vykonávaný Českou národní bankou je či není státním dozorem. V případě, že centrální banka není v Ústavě České republiky z hlediska systematického zařazena mezi moc zákonodárnou, výkonnou ani soudní, nelze hovořit o státním dozoru (viz Scholz, P.: Byl stanoven postup reformy dozoru nad finančním trhem, Bankovníctví č. 12/2003). Oproti tomu se namítá, že činnost banky, i když je třeba označena jako provádění zvláštního druhu výkonné moci (tzv. moc bankovní), je jen částí výkonu moci státní a koncepci centrální banky neodvozující svou činnost od autority státu si dnes nelze prakticky vůbec představit (srovnej Kotáb, P. a Ossendorf, V.: Proces institucionálního sjednocování orgánů státního dozoru nad finančním trhem v České republice, Správní právo 4/2005, str. 259).

Po integraci orgánů dohledu došlo ke sjednocení pojmosloví, neboť zákonodárce zvolil pojem „dohled“, který se nyní používá pro celou oblast vztahů, jež spadá do působnosti České národní banky. Za účelem bližšího uchopení jeho významu se ho zákonodárce pokusil rovněž obsahově vymezit, přičemž vycházel z předchozí právní úpravy v zákoně o ČNB. V ustanovení § 44 odst. 2 zákona o ČNB je výslovně uvedeno, co se rozumí dohledem, přičemž mj. se pod dohled zahrnuje rozhodování o udělení licence či povolení. Dohled se tedy chápe v širším slova smyslu a vlastně zahrnuje i klasické povolovací řízení správního orgánu, které se někdy v literatuře chápe jako **předběžná regulace**. Ve své podstatě totiž udělování licencí znamená, že dochází k regulaci (tvarování) příslušného trhu, k neboť se nastavují pravidla, za jakých je možné vykonávat určitou činnost, čímž státní orgán stanoví, jaké subjekty a za jakých podmínek mají na trh přístup. Prostřednictvím povolovacího řízení provede příslušný orgán předběžný výběr poskytovatelů investičních služeb. Každý subjekt, který chce na trhu poskytovat služby, musí splnit určité základní podmínky, které nastavil regulátor. Obdobně se postupuje i v případě uvedení produktu na trhu. Podle některých autorů je dokonce licencování klíčový první krok v činnosti orgánu dohledu nad kapitálovým trhem.⁴⁵ Osobně si myslím, že důležitější roli hraje sekundární legislativa, jež nastavuje konkrétnější podmínky platné pro všechny účastníky. Nicméně i přesto se jedná o významné oprávnění, neboť příslušný orgán má rozhodující slovo, kdo může být účastníkem systému, který je zdánlivě otevřený, a kdo ho musí opustit, čímž ve své podstatě tvaruje podobu samotného systému (ve smyslu jeho velikosti a počtu členů).

U nás není na vydání povolení právní nárok, takže záleží na správním uvážení rozhodujícího orgánu, zda příslušnou licenci udělí či nikoliv. Tento způsob omezuje přístup na finanční trh. Výsledkem by mělo být zvýšení kvality subjektů a produktů nabízených na finančním trhu, ale na druhé straně je nepochybné, že zákonitě dojde k omezení konkurence. Je proto nutné, aby příslušný orgán zvážil obecnější hlediska, jako je pohled na budoucnost fungování daného trhu. Pokud je totiž nastaven příliš restriktivní přístup při udělování licencí, vede to v konečném důsledku ke zvyšování cen investičních služeb, neboť na trhu působí pouze stále

⁴⁵ Lastra, R.M.: Central Banking and Banking Regulation, London School of Economics, Financial Markets Group, London 1996.

stejný a omezený okruh poskytovatelů služeb. Uzavřený okruh poskytovatelů nepodporuje vývoj a nabídku nových produktů pro zákazníky. V případě malých trhů může být důsledkem riziko, že dochází k odlivu zákazníků na jiné trhy, které nabízejí zajímavější produkty za příznivější ceny.

Zákonodárce v souvislosti s balíkem právních předpisů upravujících integraci orgánů státního dozoru opustil pojem „dozor“ a zvolil pojem, který je pravděpodobně podle jeho názoru významově obsáhlejší. I když se zároveň snažil nadefinovat jeho obsah, tak se nevyhnul určitým nepřesnostem, jak uvádím dále ve zvláštní části své práce. Přesto bych se přikláněl k tomu, aby i v plánovaných právních předpisech byl ponechán pojem „dohled“. **Pojem „dohled“ z významového hlediska lépe vystihuje úlohu České národní banky jako správního úřadu**, pod jehož působnost spadá finanční trh – vyzdvižení postavení orgánu, který nad účastníky trhu převážně bdí (dohlíží), než aby vystupoval z mocenské pozice kontrolního orgánu. Pokud bych mohl přihlédnout k zahraniční právní literatuře, tak rovněž i z tohoto důvodu je pojem „dohled“ vhodnější a častěji používaný. I přesto se ale v zahraniční literatuře přistupuje k nadefinování jeho obsahu rozdílně. Jako příklad mohu uvést Francii, kde Plihon (2001) zmiňuje, že dohled podle jeho názoru v sobě obsahuje tři základní funkce – (i) regulaci jako způsob nadefinování pravidel, (ii) kontrolu nebo-li monitoring, což znamená ověření, jak jsou příslušná pravidla aplikována v praxi, a (iii) dozor nad chováním účastníků trhu, čímž rozumí zkoumání, které je obecnější než kontrola. S pojmem „dohled“ pracuje tedy ještě ve významově širším pojmu než tuzemská právní úprava, neboť v sobě zahrnuje i realizaci regulace ve smyslu nastavení podmínek pro výkon činností, která je následně kontrolována. Pro srovnání bych z dalších autorů mohl zmínit ještě Lastru,⁴⁶ která chápe úlohu dohledu a tím i jeho definici ve čtyřech fázích: licencování, dozor *sensu stricto*, udělování sankcí a krizový management. Lastra se snaží pohlížet na dohled pohledem, jenž se blíží tuzemskému zákonu, kdy ho chápe širěji, než pouze pozorování a vyhodnocování jednání nepodřízených subjektů, a obsahově do něho zařazuje veškerou aktivitu orgánu vůči dozorovaným subjektům. Pojem „dohled“ je zde chápán jako

⁴⁶ Lastra, R.M.: Central Banking and Banking Regulation, London School of Economics, Financial Markets Group, London 1996.

zastřešující pojem. Navrhoval bych, aby z obdobné filozofie vycházela i příprava tuzemských právních předpisů pro celou oblast finančního trhu.

3.7 Odůvodněnost regulace

Poté co jsem se pokusil přinést definice obou pojmů, které spolu úzce souvisí, rád bych se vrátil k bližšímu pohledu na problematiku regulace.

V minulosti převažoval názor, že regulace je nutná pouze v případech, kdy dochází na trhu k nějakému selhání, které samotný trh nemůže sám překonat. Regulační opatření měla být používána tam, kde tržní řešení nebylo schopno zajistit efektivní alokaci zdrojů. Regulace směřovala k tomu, aby se zmírnili nedokonalosti trhu a zároveň byla zajištěna efektivní alokace zdrojů. V 60. a 70. letech minulého století se pohled na regulaci začal měnit. S pronikáním politiky do čistě ekonomické vědy začíná být regulace vnímána ne jako prostředek dosažení veřejného zájmu, ale její původ je viděn ve vzájemném působení politických a ekonomických zájmů v regulovaných odvětvích.⁴⁷ Význam regulace se tedy posouvá od jejího vnímání jako nástroje, který umožňuje státu autoritativně usměrňovat a řídit trh, k prostředku, jenž umožní efektivně trh řídit, což má v konečném důsledku i pozitivní dopad na celou ekonomiku.

Otázka, zda regulovat či nikoliv se standardně objevuje převážně v ekonomické teorii týkající se fungování trhu. Nezbytnost veřejných zásahů do ekonomických zákonností trhu se tradičně opírá o potřebu upravovat nedostatky trhu, které se objevují, a rovněž přispívat ke spravedlivé distribuci zdrojů. Je nutné zohlednit skutečnost, že finanční trhy se vyvíjí s velkou dynamikou a jsou charakterizovány rychlostí pohybu peněz a překotným vývojem nových sofistikovaných produktů, takže regulace může být považována za důležitou možnost veřejné kontroly ekonomiky.⁴⁸ Vedle těchto argumentů je důležité zohlednit, že na finančním trhu

⁴⁷ Srov. Bachanová, V.: Regulace a deregulace v ČR v období 1990 – 2005, Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky, Working Paper č. 6/2006, Praha 2006, str. 6

⁴⁸ Di Giorgio, G., Di Noia, C.: Financial Regulation and the Supervision in the Euro Area: A Four Peak Proposal, The Wharton School, University of Pennsylvania, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-02, January 2001. Obdobně argumentuje ve vztahu k bankám například Dvořák, P.: Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty, Linde Praha, Praha 1999, str. 72.

se obchoduje významný objem prostředků, který je důležitý nejen pro samotnou ekonomiku ale především pro nejširší vrstvy obyvatel.⁴⁹

Podle mého názoru je právě nejdůležitějším argumentem pro existenci regulace poslední citovaný - **nutnost ochrany zákazníků**. Pro regulátora je ale nebezpečné považovat ochranu zákazníků za jedinou prioritu a cíl regulace. Jak budu rozebírat v dalším textu, tak upřednostňování spotřebitelů oproti ostatním cílům regulace může být dokonce kontraproduktivní, zejména když se zvolí nesprávné nástroje regulace, jako se to stalo například ve Velké Británii.

Při nastavování regulace je totiž nutné si uvědomit, jak široká má vlastně být ochrana zákazníků. Nejedná se totiž o ochranu před ztrátou investice, která je způsobena špatným rozhodnutím. Cílem ochrany spotřebitele totiž není rozhodovat za klienta, ale pomoci mu přijmout rozhodnutí, které bude podloženo dostatkem informací. Právní regulace by měla směřovat tedy k tomu, aby nastavila pravidla pro to, že investor bude moci disponovat veškerými relevantními informacemi ještě před vlastní investicí a zároveň aby jeho investice byla ochráněna před možným podvodným jednáním.

Drobní zákazníci v podvědomí očekávají, že na finančním trhu dostanou stejný stupeň ochrany, jako je tomu v jiných odvětvích, kdy tyto orgány působí velmi ochránářsky. Tyto tendence k protekcionistickému působení regulátora jsou například ve Velké Británii potlačeny stanovením zásad, které vyžadují, aby regulátor Financial Service Authority rozeznával odlišné stupně rizika, která jsou spojena s odlišnými typy transakcí uzavíraných na finančním trhu; odlišnou mírou zkušeností a odborných znalostí, jimiž disponují rozdílní klienti; potřebou zákazníků získat dostatečné informace a poradenství a rovněž i zohledněním obecného principu, že zákazníci by měli umět převzít odpovědnost za své vlastní rozhodnutí (zásada „caveat emptor“, která spočívá v tom, že zákazník se musí v maximální míře chránit sám tam, kde je toho schopen). Citovaný princip jinými slovy umožňuje najít rovnováhu mezi ochranou spotřebitele a rozvojem trhu, který nesmí být regulací potlačován. Mírou odpovědnosti zákazníka za vlastní rozhodnutí na finančním trhu se zabývalo i několik rozhodnutí britských soudů,

⁴⁹ Engliš v této souvislosti zmiňuje, že důležité je působení státu v tom, že poskytuje právní ochranu, aby dlužníci přesně plnili své závazky, a tím kapitálovému trhu dává právní bezpečnost (srov. Engliš, K.: Národní hospodářství, Nakladatelství Orbis, Praha 1940, str. 142).

jejichž závěry měly dopad na chování licencovaných subjektů na celém světě.⁵⁰ Praktickým důsledkem předmětných judikátů bylo, že v současnosti se například již zcela standardně vkládá do smluvní dokumentace týkající se derivátových obchodů či jejich konfirmací⁵¹ prohlášení o tom, že obchodník nejedná jako investiční poradce klienta, který je povinen sám si vyhodnotit rizika spojená s příslušným produktem a je povinen si najít svého vlastního poradce, který mu poskytne příslušné poradenství za účelem uzavření daného obchodu.

3.8 Podmínky výkonu regulace

Po posouzení, jaké jsou procesy regulace a jaký je zpravidla její obsah, obrátím pozornost k tomu, jaké jsou klíčové faktory pro výkon funkce každého státního regulátora. Mezi základní podmínky pro řádný a efektivní výkon regulace se uvádí především následující:

- nezávislost;
- odpovědnost;
- efektivní výkon regulace;
- jasné cíle.

Nezávislost spočívá v tom, že regulátor musí být schopný přijmout rozhodnutí bez vnějších zásahů. V zásadě se nezávislost požaduje proto, aby výkonná moc, resp. politická moc nezasahovala do činnosti správního dozoru. Na danou problematiku existuje poměrně široká odborná literatura,⁵² ale přesto bych alespoň zmínil čtyři základní dimenze nezávislosti, které by měla vykazovat správně nastavená právní regulace kapitálového (stejně jako finančního) trhu.⁵³

⁵⁰ Srov. případ *Bankers Trust International PLC vs. PT Dharmala Sakti Sejahtera* uvedený v knize Castagnino, J.P.: *Derivatives: The Key Principles*. Second Edition. Richmond Law & Tax Ltd., Richmond, 2004, str.183.

⁵¹ Konfirmace je faxové potvrzení o derivátovém obchodu, který již byl uzavřen telefonicky.

⁵² Např. Handrlica, J.: Ke koncepci tzv. „nezávislých regulačních orgánů“ a k problematice jejich „nezávislosti“, *Správní právo* 5/2005, str. 222, nebo Vopálka, V.: *Nezávislé správní orgány*, *Ve službách práva*. Sborník u 10. výročí založení pobočky nakladatelského domu C. H. Beck v České republice, C. H. Beck, Praha 2003, str. 92.

⁵³ Quintyn, M. a Taylor, M.W.: *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*, *Institute for Economic Research Munich, CESifo Economics Studies*, Vol. 49, 2/2003.

1. Regulatorní nezávislost, která znamená, že příslušný orgán disponuje odpovídajícím stupněm samostatnosti, která ho opravňuje k nadefinování jasných pravidel pro fungování trhu, který dozoruje, a to bez jakéhokoliv omezení zákonem. Zjednodušeně řečeno se jedná o zmocnění vydávat podzákonné právní předpisy.

Prvním argumentem, který ospravedlňuje regulatorní nezávislost, je nutnost rychlého zásahu, neboť mezi základní charakteristiky finančního trhu patří neustálá změna. Rostoucí význam a globalizace kapitálových trhů posouvá regulátora do pozice, která ho nutí přijímat příslušná pravidla rychle a flexibilně s ohledem na měnící se podmínky. Druhým argumentem je předpoklad, že samotný regulátor dokáže nejlépe identifikovat nutnost a míru regulace, které jsou očekávány trhem. Mezi argumenty, které hovoří proti tomu, aby regulace byla svěřena jinému státnímu orgánu než tomu, který vykonává dohled, patří možnost politického vlivu na regulované účastníky trhu, neboť regulace by měla být ve své podstatě technického charakteru a vycházet z mezinárodně uznávaných standardů.

Argumenty proti tomu, aby existovala regulatorní nezávislost, pracují s hypotézou, že regulátoři mají tendenci k „přeregulaci“ trhu, neboť neberou v úvahu náklady jeho účastníků. To se může stát například odstrašující pro zahraniční investory, kteří často podle míry regulace hodnotí, zda budou v dané zemi investovat či nikoliv. Správně regulovaný finanční trh pomáhá samotné ekonomice, neboť jí umožňuje být efektivní tím, že redukuje náklady a zlepšuje alokaci finančních zdrojů.⁵⁴ V souvislosti s poslední citovanou argumentací musím ale uvést, že riziko možného přeregulování trhu existuje i v případě, že regulaci provádí jiný orgán, než je orgán dohledu.

2. Dozorová nezávislost která spočívá ve výkonu samotného dozoru, mezi jehož základní nástroje zajišťující stabilitu systému náleží kontrola na místě, monitoring, možnost uložení sankcí a jejich vymahatelnost.

⁵⁴ Trichet, J.C.: European Financial Integration: the view of the ECB. European Central Bank's speech 10.3.2005.

3. Nezávislost institucionální která zdůrazňuje postavení samotného orgánu jako instituce oddělené od ostatních složek státu. Mezi základní kritéria zaručující institucionální nezávislost patří:

- podmínky jmenování a odvolávání vedení, přičemž jako ideální se zmiňuje, že jak na jmenování, tak odvolání by se měla podílet vláda i parlament;
- struktura orgánu, jehož vedení by mělo být vícečlenné, což zajišťuje konsistentní rozhodování po delší dobu (např. v případě výměny části členů) a není poznamenáno rozhodováním jednotlivce. Každopádně by členem vedení neměl být žádný zástupce exekutivy (ministerstva);
- transparentnost rozhodovacích procesů.

4. Nezávislost rozpočtová – orgán dozoru, který může nezávisle rozhodovat o svých zdrojích a sám využívat rozpočet za účelem plnění svých cílů jednak lépe odolává případným politickým tlakům, tak dokáže daleko dříve reagovat na měnící se podmínky trhu a zároveň udrží kvalifikované zaměstnance. V této souvislosti je ale nutné zmínit nezávislost ve smyslu rozpočtovém, které spočívá v možnosti financování regulátora účastníky trh, což doporučuje International Monetary Fund.⁵⁵

Česká národní banka podmínku rozpočtové nezávislosti splňuje, neboť není vlastním hospodařením přímo napojena na státní rozpočet a nedostává od něho ani dotace. Vytvořený zisk používá k doplňování rezervního fondu a dalších fondů a nepoužitelný zbytek odvádí do státního rozpočtu. Nicméně otevřenou otázkou pořád zůstává, zda nezačít **financovat centrální banku rovněž účastníky trhu**. Myslím si, že v dohledné době to **není reálné**, a to především s ohledem na skutečnost, že Česká národní banka je stále vnímána jako orgán věnující se primárně měnové politice, takže účastníci trhu by měli pocít, že jí přispívají na jiné aktivity, než je výkon dohledu.

Ve vztahu k ostatním aspektům nezávislosti, které jsem uváděl, mohu konstatovat, že Česká národní banka je při plnění svých cílů nezávislá. Každopádně se objevují názory, **zda centrální banka není právě až moc nezávislá**. Důkazem

⁵⁵ Financování regulátora účastníky trhu se využívá např. na Slovensku a jako jeden z kladů integrace se v této souvislosti uvádí, že zavedení jediného integrovaného orgánu dohledu (Národní banka Slovenska) přispělo ke snížení příspěvků účastníků trhu.

může být, že i v průběhu debaty v Poslanecké sněmovně ČR a rovněž i Senátu ČR se při projednávání zákona o integraci objevily názory, že přesunem dozorových pravomocí nad finančním trhem do České národní banky dochází k odklonu od dělení státní moci, neboť centrální banka je ústavní orgán sui generis a stojí společně s Nejvyšším kontrolním úřadem mimo základní dělení státní moci. V této souvislosti se objevily názory, že Česká národní banka je ústavně nezávislá a nikomu neodpovědná instituce. Dohled nad finančním trhem je podle těchto názorů svou povahou výkonem státní správy, která má náležet vládě. Předáním dohledu instituci, která nepodléhá kontrole ani vlády, ani parlamentu se vláda zbavuje odpovědnosti za fungování celého finančního trhu. Podle mého názoru mají uvedené názory své opodstatnění. Za stávající právní úpravy je ústřední banka opravdu příliš samostatná a skoro nekontrolovatelná. Česká národní banka je orgánem, který zajišťuje výkon státní správy, jak ostatně vyplývá ze samotného zákona o ČNB, ale její postavení neodpovídá tomu, že státní správu vykonává. Zvažoval bych předefinování role ústřední banky ve smyslu jejího přiblížení klasickým ústředním orgánům státní správy, stejně jako byla v minulosti Komise pro cenné papíry. Zároveň není nutné, aby ústřední banka byla zmíněna v Ústavě, k čemuž se ještě v dalším textu vrátím.

Odvracenou stranou nezávislosti je skutečnost, že přiznané výhody musí být doprovázeny **nastavením odpovědnosti** příslušného orgánu. Odpovědnost zaručuje, že nezávislý regulátor neupřednostňuje své zájmy, komunikuje s ostatními státními orgány a zároveň netíhne k přemrštěné regulaci. Goodhart (1998) uvádí, že regulátoři by měli být odpovědní za způsob, jakým stanoví cíle a jak takové cíle následně plní prostřednictvím konkrétních aspektů regulace a za efektivnost jejich působení. V České republice se ovšem tuto tezi nepodařilo zatím naplnit. Centrální banka si nestanovuje cíle sama, ale jsou stanoveny zákonem – Parlamentem ČR na základě návrhu Ministerstva financí. Nicméně jak budu uvádět ve zvláštní části, **cíle centrální banky při výkonu dohledu nad kapitálovým (stejně tak i finančním) trhem jsou prozatím nastaveny velmi obecně a vágně**. Česká národní banka předložila alespoň po roce fungování jako integrovaný regulátor národní doktrínu, která obsahuje jejich bližší rozpracování. Předmětný materiál ale musí být předmětem ještě další diskuse, aby se mohl stát

podkladem pro zpracování systémové koncepce regulace a výkonu dohledu, jež v České republice stále chybí.

Základním principem odpovědnosti je odpovědnost regulátora vůči veřejnosti,⁵⁶ což je velmi důležitým aspektem samotného fungování finančního trhu, neboť jeho základem je důvěra, která se dá mj. vybudovat pomocí otevřenosti ve vztahu k výkonu vlastní činnosti. V případě České národní banky se ale nedá hovořit o příliš velké otevřenosti, takže je velmi těžké blíže identifikovat míru odpovědnosti. ČNB až na výjimky (např. návrhy prováděcích předpisů) nesdílí s odbornou veřejností svoje představy o nastavení systému regulace. Oproti britské FSA ani nevyužívá možnosti zadávat výzkumy trhu, které by jí sloužily jako zpětná vazba umožňující získat informace o dopadech zvoleného způsobu regulace. Minimální požadavek na transparentnost vůči veřejnosti je plněn pouze povinností centrální banky předkládat parlamentu a vládě výroční zprávu o výkonu dohledu nad finančním trhem.⁵⁷

V této souvislosti jenom zmiňuji otázku, která je vůbec podmínkou rozsahu odpovědnosti, a to kdo by vlastně měl být odpovědný za regulaci trhů. Ve světě je standardní, že regulace finančních trhů je zpravidla výsadním právem národních vlád a jednotlivé orgány dohledu působí pod jejich kontrolou. Závazné mezinárodní smlouvy, který by efektivně mohly stanovit regulatorní oprávnění jednotlivých států v praxi nefungují. Navzdory snahám zavést mezinárodně uznávané standardy, které se v minulosti a dosud objevují,⁵⁸ je možné konstatovat, že regulatorní rámec pro mezinárodní finanční trhy je nastavován spíše institucemi než standardy. Dosud se nepodařilo přijmout takové standardy, které by byly akceptovatelné převážnou většinou států, neboť trhy jsou i přes rostoucí globalizaci roztříštěné.

Dalším faktorem pro nastavení způsobu regulace může být **ekonomická rovina regulatorních cílů, a to jaká je jejich hodnota nebo spíše efektivita.** Každá regulace totiž klade nemalé nároky na ekonomické subjekty a zvyšuje jejich

⁵⁶ Goodhart, C., Hartmann, Ph., Llewellyn, D., Rójas-Suarez, L., Weisbrod, S.: *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Routledge, London 1998, str. 68 – 69.

⁵⁷ Členové bankovní rady ale už nechodí do parlamentu jako je tomu v případě britské FSA.

⁵⁸ Lze zmínit např. *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* Rules od International Monetary Fund či *Objectives and Principles for Securities Regulation* vydané International Organisation of Securities Commissions.

náklady. Čím složitější a komplexnější je regulace, tím delší čas musí subjekt věnovat nastudování opatření, která musí respektovat a dodržovat, a tím vyšší částky vydá například za právní či daňové poradce nebo různá interní vybavení. Z tohoto pohledu celková složitost regulace vede k nárůstu nákladů, plýtvání zdroji na neproduktivní aktivity a činí danou zemi méně konkurenceschopnou. Obecně platí, čím jednodušší, přehlednější, jednoznačnější a stálější regulace je a tím omezenější jsou možnosti regulátora, tím lépe. Tím vyšší bude ekonomická výkonnost a konkurenceschopnost dané země. Jak už jsem uváděl v předchozí části týkající se otázky, zda ano či nikoliv regulovat trh, jsem zastáncem toho, že určitá míra regulace je nepochybně žádoucí. Při rozhodování, která regulační opatření budou uplatňována a jaká bude jejich forma, je ale velmi důležité citlivé posouzení přínosů vynucovaných norem či procedur v porovnání s náklady, které tyto přinášejí jak firmám, tak celé společnosti.

Správná regulace kromě toho, že počítá s rizikem (risk-based regulation) a je založena spíše na zásadách než detailních předpisech (principle-based regulation), se snaží směřovat k tomu, aby účastníci trhu měli co nejmenší náklady (cost-sensitive regulation). Obdobně se v této souvislosti používá pojem „**cost benefit regulace**“, která znamená, že **příslušný orgán porovnává náklady účastníků trhu s vyžadovanými pravidly**. Náklady se rozdělují na přímé a nepřímé. Přímými se rozumí náklad na zaměstnance a činnost regulátora. Nepřímými náklady se rozumí takové, které je těžké kvantifikovat, ale které vznikají dozorovaným subjektům jako důsledek toho, že musí postupovat v souladu s pravidly, které stanovil regulátor. Tyto náklady mohou vznikat v různých formách – od angažování a placení různých specialistů (např. Compliance Officer⁵⁹) po náklady, které vznikají se zakoupením a udržováním speciálního informačního systému umožňujícího reportování orgánu dohledu.

Výsledkem cost benefit regulace je **analýza vztahů nákladů a užitku** spočívající v ocenění efektivnosti realizace veřejných úkolů, jež bude založena na základě kalkulačního schématu výpočtu investic. **Hmotný výsledek realizované analýzy bude ale podle mého názoru velmi sporný**. Kritéria pro identifikaci nákladů nelze přejímat mechanicky a aplikovat na ně ekonomické metody, neboť je nutné

zohlednit i jiné faktory, které ovlivňují způsob regulace. Může se například jednat o vcelku abstraktní pojem, kterým je záměr samotného zákona, jimiž jsou účastníci se povinni řídit. Signifikantním faktorem budou také cíle regulace, kterých má být dosaženo, a tím lze potom i hodnotit prostředky, jimiž má být těchto cílů dosaženo. Cíle ale musí být nadefinovány dostatečně jasně.⁶⁰ Jak vyplývá ze zprávy OECD ve většině zemích jsou orgány sledující regulatorní kvalitu zaměřeny na tvorbu nových předpisů a pouze v menší části se též věnují analýze účinků regulací. Česká národní banka spadá výhradně do první kategorie, která je typická pro model, který se na vyspělých trzích již pomalu opouští. Každopádně **centrální banka si je vědoma, že její stávající přístup k regulaci je překonaný**, což třeba nově zmiňuje v citované národní doktríně, kde mj. zmiňuje, že se do budoucna hodlá více zaměřit na regulaci postavenou na obecných zásadách než detailních pravidlech (principle-based regulation), která bude zároveň citlivě posuzovat náklady, které orgán dohledu uvaluje na regulované subjekty (cost-sensitive regulation). **Efektivně vykonávaná regulace finančního trhu by měla obsahovat pravidla, jakým způsobem bude docházet k pravidelné aktualizaci právních předpisů (vyhlášek a opatření ČNB), měla by existovat analýza účinků regulace, která se nikdy v České republice nezpracovávala (ponechávám stranou obecné zprávy o činnosti, které předkládala Komise pro cenné papíry a nyní ČNB, jež tyto parametry nesplňují), a regulace by rovněž měla přispívat k tomu, že bude snazší přístup k samotnému regulátorovi prostřednictvím jednodušší administrativy a bude existovat možnost veřejných konzultací.** Poslední bod je alespoň v případě ČNB částečně splněn, neboť se vydala cestou, kterou vytyčila Komise pro cenné papíry, a zpracovávané návrhy podzákonných norem či důležité materiály, které jsou koncepčnějšího charakteru, předkládá k připomínkám odborné veřejnosti.

Ve vztahu k ekonomické měřitelnosti regulace je stále hodně otevřených otázek týkajících se toho, jaká kritéria pro měření výkonnosti regulace zvolit, a zatím nebyl nikde ve světě nebylo přijato jednoznačné řešení. Otázkou je, zda lze na regulátora aplikovat měřítko (klasická relace náklady - výnosy), které se používají

⁵⁹ Compliance Officer je primárně odpovědný ze nastavení interních pravidel jak ve vztahu k zákazníkům, tak kontrolních mechanismů, jež vyžadují právní předpisy.

⁶⁰ Grospič, J. Regulatorní a legislativní problémy ve světle hodnocení OECD a Evropské asociace pro legislativu, Právník č. 9/2005, str. 957.

u podnikatelských subjektů. Například Goodhart (2001) přestože podporuje myšlenku stanovení cílů regulace, uvádí, že přes jejich účelnost nemohou být cíle regulace měřitelné, neboť nemůže existovat žádné měřítko jejich úspěchu.⁶¹ V zásadě bych souhlasil, že analýzu užitku nelze jednoznačně postavit na konkrétních měřítkách. Nicméně možnou inspirací může být zajímavý postup britského regulátora, který vychází z premisy, že v nově nastolené struktuře regulace spočívá význam v jejím přijetí veřejností. Z uvedeného důvodu přistoupí k tomu, že do své výroční zprávy vloží report o tom, jak dalece se jí podařilo dosáhnout nastavených cílů. Poměrně nový a zajímavý přístup, který byl zvolen, je zamýšlen jako možnost jednak kontroly ze strany veřejnosti, tak zároveň i podklad pro její vyjádření, zda je s výkonem regulace spokojena či nikoliv. I přes tento inovátorský přístup zůstane u regulace asi vždy problémem, jak měřit její efektivitu. Myslím si, že **faktor ekonomické efektivity regulace je důležitý, ale nemůže být základním parametrem pro její nastavení.**

K tomu, aby byla správně nastavena role regulatorního orgánu, musí se přesně **nadefinovat cíle**, k nimž má regulace směřovat.⁶² Jasně definované cíle pomáhají vedení regulátora při rozhodování, jakým směrem vynakládat zdroje a rovněž i stanovovat způsob jednání. Slouží rovněž k tomu, aby znemožňovala regulátorovi přesahovat pravomoci, které jsou mu svěřeny a opět je to prostředek, jak zvrátit tendence k nadměrné regulaci trhu. Wilson⁶³ zdůrazňuje, že každá úspěšná organizace inklinuje k tomu, aby měla dobře definovanou úlohu. V mnoha zemích (bohužel **s výjimkou České republiky**) mají regulátoři **jasně stanovené poslání**, které stanoví jejich cíle.⁶⁴ Tento veřejný dokument je ochraňuje proti případným politickým vlivům a rovněž i pomáhá účastníkům trhu v lepší orientaci, jakým směrem se může ubírat rozhodování regulátora. V České republice plní

⁶¹ Goodhart, Ch.A.E.: *Regulating the Regulator: An Economist's Perspective on Accountability and Control*, publikováno in: Ferran, E., Goodhart, Ch.A.E.: *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford 2001, str. 151.

⁶² Srov. Abrams, R. a Taylor, M.: *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF Working Paper WP/00/213, Washington D.C. 2000, str. 6, kteří uvádí, že cíle regulátora musí být jasné a jednoznačně stanovené v jeho statutu (zřizovacím zákoně).

⁶³ Wilson, J.Q.: *Bureaucracy: What Government Agencies Do and Why They Do It*, Basic Books, New York 1989.

⁶⁴ Do účinnosti nového zákona *Financial Services and Market Act* v prosinci 2001 byl nedostatek jasně nadefinovaných cílů problémem i ve Velké Británii, jak uvádí např. Ferran, E.: *The liberalization of financial market: the regulatory response in the United Kingdom*, publikováno in: Grote, R. a Marauh, T.: *The Regulation of International Financial Markets*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, str. 62.

úlohu veřejného dokumentu zatím částečně zákon o dohledu a částečně zákon o ČNB, které bohužel naprosto okrajově, jak zmiňuji ve zvláštní části věnované cílům České národní banky, přináší některé cíle pro výkon funkce dozorového orgánu. Česká národní banka alespoň po roce od získání postavení integrovaného regulátora předložila velmi obecný dokument, který přináší některé teze, jež by se měly objevit především v připravovaných právních předpisech. Materiál je ale obecnější povahy bez konkrétních nástrojů a například úplně pomíjí význam vzdělávání veřejnosti, k čemuž se ještě později vrátím v textu své práce.

V případě regulace a dohledu nad kapitálovým trhem je přirozenou otázkou, zda je vůbec možné stanovit jejich konkrétní cíle. Trh, jehož charakteristickou vlastností je neustálá změna, je velmi obtížné svázat do pojmů. Každopádně jak ukazují zkušenosti z jiných zemí, je nezbytné cíle nastavit. V každém případě se bude ale jednat o nastavení cílů v obecnější rovině. Při respektování skutečnosti, že v odborné literatuře jich můžeme vysledovat hned několik, lze identifikovat čtyři základní cíle.

Za **primární cíle regulace** finančního trhu můžeme považovat následující:⁶⁵

Prvním cílem je **udržení makroekonomické a mikroekonomické stability**. Stabilita v oblasti makroekonomické znamená, že regulace nastaví pravidla pro kontrolu nakládání s měnou, úrokovými sazbami a platebním systémem a bude rovněž kontrolovat jejich dodržování. Ve vztahu k ochraně mikroekonomické stability nebo-li regulace obezřetného podnikání („prudential regulation“) cíle státního regulátora směřují v zásadě do dvou oblastí:

1. nastavení obecných pravidel zaručujících finanční stabilitu poskytovatelů služeb, jako jsou požadavky na výši základního kapitálu, kapitálovou přiměřenost nebo vnitřní vybavení; a
2. určení zvláštních pravidel, která se uplatní v případě konkrétních poskytovatelů služeb, jako je tomu například u podílových či penzijních fondů, kterým právní předpisy stanoví limity pro skladbu jejich majetku.

⁶⁵ Zaměření a cíle regulace se liší. Např. Carmichael, J. ještě dodává „governance and fiduciary responsibilities“. Britská Financial Services Authority má s ohledem na existenci Bank of England nastaveny cíle rovněž odlišné. Ve své podstatě jsou ale uvedené cíle jakýmsi souhrnem, který by měl pokrývat všechny základní cíle, jak se objevují na vyspělých trzích.

Druhým cílem je **ochrana transparentnosti trhu** služeb, které poskytují jednotlivé finanční instituce, a rovněž i **ochrana investorů** s ohledem na rozdílnou míru jejich zkušeností a odborných znalostí a různé stupně rizika spojené s různými druhy investování.⁶⁶ Na makroekonomické úrovni se jedná o nastavení pravidel pro rovnocenné zacházení (například pravidla pro nabídky převzetí či výkup akcií od minoritních akcionářů) a spravedlivé šíření informací (pravidla pro zabránění zneužití důvěrných informací či manipulaci s trhem). Na mikroekonomické úrovni je možné uvést nastavení pravidel, která musí existovat mezi poskytovateli služeb a jejich rozdílnými zákazníky (v zahraničí se používá pojem „conduct of business rules“).

Transparentnost je klíčovým nástrojem pro zajištění finanční stability.⁶⁷ V případě, že se trh vyznačuje vysokou mírou transparentnosti, chování účastníků trhu se více blíže požadovanému stavu a nejsou nutné takové regulační zásahy. Transparentnost zároveň účastníkům trhu umožňuje sledovat svoje protistrany a tím i lépe a účinněji řídit vlastní rizika. Transparentnost zároveň pomáhá samotnému regulátorovi, neboť mu umožňuje snáze a dříve identifikovat potenciální rizika. Orgán dohledu disponuje informací, v jakých oblastech se případná rizika vyskytují a zda nedochází k jejich nárůstu.

Třetí cíl regulace finančního trhu souvisí s obecným požadavkem na ochranu trhu jako celku, kterým se rozumí nastavení pravidel pro **ochranu a podporu soutěživosti** na trhu (např. kontrola rozložení trhu či vytváření kartelu nebo zneužití dominantního postavení). Každopádně i když se tento cíl regulace uvádí v odborné literatuře na základě zkušeností z vyspělých trhů, musím upozornit na jeho problematičnost s odkazem na zkušenost z Velké Británie. Tamější vláda odolala volání, aby se za jeden z cílů regulace vložila do zákona rovněž podporu soutěže na trhu. Racionální námitkou bylo, že by se tím britský regulátor posouval spíše do obchodní pozice. Navíc je nutné rozlišovat mezi cíli regulace a ekonomickými cíli vlády daného státu. Je samozřejmé, že jsou si navzájem velmi blízké, ale každopádně by ve fungující ekonomice neměly být totožné. S ohledem na postavení regulátora jako orgánu nezávislého na politickém rozhodnutí si lze

⁶⁶ Někteří autoři (např. Pavlát, V., Kubiček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovým trhem, 1. vydání, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., Praha 2004) zužují cíle regulace na ochranu investora, což je sice nejdůležitější cíl, ale nelze pominout ani ostatní.

těžko představit, aby se cíle regulátora podřizovaly hospodářským cílům nastaveným vládou. Jednalo by se o nežádoucí vměšování do činnosti orgánu, který by měl existovat samostatně. V konečném důsledku by tento postup měl negativní vliv na samotné fungování trhu. Na druhou stranu ani nelze uvažovat o tom, že by některý z cílů regulace (např. ochrana investorů) měl bránit ekonomickému rozvoji dané země. Nicméně zaměření státního regulátora na nalezení správné rovnováhy mezi ochranou investorů a soutěží, která probíhá na volném trhu, je nezbytné. Colin Mayer (2001) tento fakt správně uvádí jako klíč pro vznik úspěšného regulatorního režimu finančního sektoru.⁶⁸

K výše uvedeným cílům bych přiřadil další, který je zmiňován i britskou FSA a vztahuje se rovněž na Českou národní bankou dle úvodních ustanovení zákona o dohledu, a to **udržení důvěry** ve finanční sektor. Důvěra je totiž klíčová pro fungování celého trhu. Pouze v případě, že účastníci trhu budou ochotni na trhu obchodovat a využívat služeb finančních institucí, může tento trh existovat a řádně fungovat. Z pohledu regulátora se jedná především o jeho úkol směřující k udržení režimu, který eliminuje či snižuje možnost jakéhokoliv selhání licencovaného subjektu (zejména takového, které má hmotný dopad na důvěru veřejnosti či uvádění novinek na trh). Samozřejmě nelze předpokládat, že regulátor bude předvídat veškerá selhání finančního systému, který je velmi volatilní a jeho vývoj předchází vývoji legislativy.

Věřím, že i v České republice začne diskuse o nastavení cílů regulace a rovněž i samotného dohledu. Vágní formulace ve stávajícím znění zákona o dohledu a zákona o ČNB není zrovna lichotivým obrázkem úrovně naší legislativy.⁶⁹

Každopádně cíle regulace nelze pouze napsat do zákona. Důležitá je rovněž komunikace navenek nejen vůči profesionálním investorům, ale zejména vůči investorské veřejnosti.

⁶⁷ Stark, J.: Some new trends in financial markets. Deutsche Bundesbank speech 23.4.2005.

⁶⁸ Mayer, C. Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000, publikováno in: Ferran, E., Goodhart, Ch.A.E. Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century, Oxford 2001, str. 25.

⁶⁹ Stejný problém si uvědomují i členové Výboru pro finanční trhu, který je poradním orgánem bankovní rady ČNB, jak vyplývá ze zápisu z jejich zasedání dne 8.12.2006.

3.9 Způsob provádění regulace

V zásadě se rozlišuje mezi důvody, proč je vlastně regulace zavedená do praxe, a cíli, kterého má regulace dosáhnout. K první oblasti se vyjádřilo již několik autorů především v zahraniční literatuře. Sám jsem se o této oblasti alespoň ve zkratce zmínil již v předchozím textu, kdy se přikláním k myšlence nezbytnosti státní regulace finančního trhu. Nyní bych se rád zaměřil na oblast, která je méně diskutována, a to **jakým způsobem regulaci provádět.**⁷⁰ Ve srovnání se zahraničím se názory na způsob výkonu regulace a rovněž i dohledu objevují v tuzemské odborné literatuře méně často. Podle vlastních zkušeností mohu konstatovat, že se zavedla praxe, kdy názory na způsob jak regulace, tak dohledu jsou vtěleny do metodik a stanovisek orgánu dohledu, které je často předloží trhu bez možností diskuse (výjimku tvoří připravované sekundární předpisy ze strany ČNB či návrhy zákonu ze strany Ministerstva financí, které jsou rozesílány zájmovým sdružením k připomínkám. U těchto dokumentů se ale zase stává, že neobsahují tzv. cost-benefit analýzu, která je obvyklá například u britské FSA).

Stále u nás bohužel převládá názor, že státní orgán má patent na to, jak má být prováděna regulace finančního trhu. Tento přístup ale nekoresponduje s přístupem zahraničních orgánů, u kterých převládá názor, že je nutné do regulace více vtáhnout subjekty, na které regulace bude dopadat. Věřím proto, že Česká národní banka se v oblasti dohledu daleko více otevře veřejnosti. Inspirovat se může například otevřeným přístupem FSA, která je uznávána v celé Evropě jako určitý leader v nastavování principů regulace.⁷¹ Její názory ostatně akceptovala i Komise pro cenné papíry, neboť velká většina jejích metodik, které se věnovaly způsobu poskytování investičních služeb, byla silně inspirována obdobnými dokumenty FSA. Česká národní banka ale poněkud slevila z aktivit svého předchůdce, kdy Komise pro cenné papíry publikovala množství metodik a zejména stanovisek k různým právním problémům praxe. **Centrální banka již tak aktivní není a prakticky nechává v platnosti předchozí metodiky a stanoviska,**

⁷⁰ Např. Erbenová M.: Integrace dohledu nad finančním trhem: možnosti a úkoly, Bankovníctví č. 5/2006, str. 18.

kteře jsou již v některých částech zastaralé, neboť v mezidobí došlo ke změně příslušných právních předpisů.

Před samotným pojednáním o možnostech, jakým způsobem je možné v České národní bance nastavit regulaci, zmíním některé příklady prokazující, že stávající přístup k regulaci je nutné změnit. Neustále probíhající vývoj na globálním finančním trhu, který je motivován zaváděním nových produktů a technologií, klade důraz na chování regulátorů. Příkladem může být oblast správy portfolií (asset management), která je jednou z nejvíce progresivních oblastí prakticky ve všech státech Evropské unie. Tento trend je ale doprovázen rostoucím počtem nových produktů a rovněž i změnami ve způsobech správy majetku. Inovace vyústila v rozlišení celkem tří hlavních kategorií asset managementu – aktivně spravované fondy, strukturované fondy a pasivní indexované produkty zahrnující Exchange Trade Fund (“ETFs”). Tyto rozdílné produkty jsou nabízeny na základě rozdílného právního rámce (pojištění, bankovníctví a investiční fondy) a rovněž v závislosti na příslušné legislativě a regulaci obsahují rozdíly v terminologii, daních či odpovědnosti zprostředkovatelů. Orgány provádějící regulaci a dohled musí být připraveny sledovat nové trendy, neboť možnost jakékoliv potencionální změny by měla být zachycena již na jejím začátku, aby mohl být vyhodnocen její dopad na celý systém a zejména na jeho stabilitu.⁷²

Mezi významné trendy, ke kterým musí regulátoři také zaujmout stanovisko, je, že v uplynulých letech prudce narostl objem peněžních prostředků spravovaných poskytovateli služeb, kteří vůbec nepodléhají dohledu nad obezřetným podnikáním. Jedná se především o hedžové fondy, které mají být v blízké době rovněž umožněny v České republice, a tzv. private equity fondy. Tyto formy fondového investování se vyznačují jedním charakteristickým rysem, který je v rozporu s jedním z nejdůležitějších nástrojů regulace – neposkytují o sobě žádné oficiální informace. Jak v minulosti ukázaly krachy některých hedžových fondů, tak informovanost o jejich podnikání a strategiích je kriticky důležitá. S ohledem na informační uzavřenost je možné pouze velmi hrubě odhadnout, jaká je vůbec

⁷¹ Bližší informace o postavení a činnosti FSA lze nalézt například in: Blair, W., Allison, A., Morton, G., Richards-Carpenter, P., Walker, G., Walmsley, N.: Banking and Financial Services Regulation, 3rd Edition, Lexis Nexis Butterworths, London 2002.

⁷² Stark, J.: Some new trends in financial markets. Deutsche Bundesbank speech 23.4.2005.

velikost prostředků, které mají ve své správě.⁷³ Kromě nedodržování informační povinnosti (tzv. „disclosure“) se hedžové fondy vyznačují i jinými rysy, které jsou varovným signálem pro každého regulátora – využívají velmi specifických technik obchodování (zejména prodej na krátko, pákové efekty a deriváty), které bývají obvykle vysoce rizikové. Jsou obvykle organizovány tak, aby se vyhnuly státní regulaci. Často se zřizují v daňových rájích, aby nepodléhaly omezením jako je maximální počet akcionářů (podílníků) a aby bylo dosaženo nižšího zdanění. Jejich cílem je přinést investorovi zhodnocení za každé tržní situace. Tento typ investování, který je typický zejména v USA, je v současnosti předmětem diskusí v Evropské unie (a stejně i v České republice)⁷⁴ a zvažuje se, jaké formy fondů budou předmětem regulace a jakým způsobem. Regulace samotných hedžových fondů je ale velmi těžko proveditelná a někdy dokonce nemožná (velká většina sídlí v daňových rájích) a nepřímá regulace prostřednictvím regulace jejich obchodních partnerů (protistran) je limitována.⁷⁵

Příkladem hedžových fondů, které mohou být předmětem další novely českého zákona o kolektivním investování, jsem se snažil ukázat, že na regulátora jsou kladeny velké nároky při vyhodnocování způsobu zamýšlené regulace. S odkazem na předchozí text týkající se pojmu „regulace“ mohu konstatovat, že regulace je často pojata jako systém příkazů a kontrol, v němž příslušný státní orgán stanoví příslušná pravidla a pasivně monitoruje, zda ho dozorované subjekty dodržují. Jedná se dosud o klasický přístup, který je využíván většinou regulátorů ve světě, včetně České národní banky.

V poslední době se ale objevily i odlišné přístupy, jak vnímat a hlavně jak provádět regulaci ze strany státu. Na opačné straně oproti zmíněné politice stojí tzv. „**meta-risk regulace**“. Tento způsob regulace, který je zatím zmiňován převážně v zahraniční odborné literatuře, spočívá v tom, že společnosti jsou vtaženy do regulatorního procesu a snaží se ho jednak ovlivnit, tak se státní orgán snaží

⁷³ Předpokládá se, že počet hedžových fondů, který se odhaduje na 8.800 s majetkem ve správě v objemu 1 trilión USD, bude daleko vyšší, neboť často jsou tyto subjekty registrovány v daňových rájích. Každopádně se podílí asi na polovině obrátu na newyorské burze.

⁷⁴ Srov. Lhabitant, F.S.: Les indices de hedge funds doivent-ils être éligibles ou non aux fonds grand public? Autorité des Marchés Financière, Les cahiers scientifique No. 2., Paris 2006.

⁷⁵ Bližší podrobnosti o postavení a způsobu investování hedžových fondů lze nalézt například in: Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti, 1. vydání, GRADA Publishing, a.s., Praha 2006, str. 55, nebo Cullen, I., Parry, H.: Hedge Funds: Law and Regulation, Sweet and Maxwell, London 2001.

využít jejich interního risk managementu. Orgán dohledu se potom nevěnuje pouze monitoringu, zda firmy dodržují právní předpisy, ale více vyhodnocuje, zda společnosti jsou si vědomy rizik, která přináší jejich podnikání. Meta-risk regulace nutí společnosti, aby jejich systémy risk managementu dosahovaly cílů požadovaných regulátorem. Finanční instituce nejsou tedy jenom pasivním příjemcem regulace, ale aktivně přispívají ke snížení rizika. Regulované subjekty vlastně sami přispívají k plnění úkolů samotného regulátora. Někdy se tento způsob regulace definuje jako směřování rizika vůči regulatorním cílům. Klasický příklad meta-risk regulace přináší Basel II, který stanoví, že metody měření rizik pro stanovení kapitálových požadavků banky nebude stanovena externě – regulátorem, ale banka si ji sama nastaví ve svém vlastním modelu risk managementu za podmínky, že tento model byl schválen příslušným orgánem jako dostatečný.

Britská FSA dokonce stanovila, že **instituce, které prokáží silný risk a compliance management, budou odměněny menší mírou dohledu** („lighter regulatory touch“). Zůstává sice otázkou, zda to je dostatečně silný důvod pro dozorované subjekty, aby se podrobily a zavedly meta-risk regulaci. Nicméně významnou výhodou tento způsob regulace přináší samotnému regulátorovi, který v dozorovaných subjektech získal spojení, jenž mu poskytuje odborné znalosti a zejména přehled, jakým způsobem se vyvíjí rizika inkorporovaná ve finančním trhu. S ohledem na komplexnost trhu a volatilitu moderního finančního rizika to je významný faktor, který pomáhá regulátorovi držet přinejmenším krok s vývojem trhu. Potencionální nebezpečí, které je v souvislosti s meta-risk regulací zmiňováno, je skutečnost, že společnosti se odvrací od interního vyhodnocování rizik a stanovení strategií risk managementu ve prospěch potlačení rizika v souladu s cíli nastavenými regulátorem. Regulátor vnímá riziko jako hrozbu nastavených cílů a nyní má něco, co mu pomůže riziko hlídat. Na druhou stranu pro finanční instituce riziko reprezentuje příležitost a něco, co může být uchopeno a dále rozvíjeno. Interní firemní systémy sledující riziko jsou nastaveny směrem k podnikatelským zájmům samotné společnosti, aby jí poskytly okraj, kam až může dojít, aby maximalizovala příležitosti představované rizikovým podnikáním.

Je tedy otázkou, nakolik může být tento typ regulace úspěšný, když cíle regulátora a dozorovaných subjektů se rozcházejí.⁷⁶

S další kritikou účinky rostoucí regulace spočívající v tom, že její nástroje jsou vtěleny přímo do dozorovaného subjektu a regulatorní odpovědnost je tím individualizována, přišel Hunt (2003).⁷⁷ Argumentuje, že příliš mnoho reregulačních aktivit, které směřují k nové interní organizační struktuře v podnikání vybudovaném okolo etiky, risk managementu, corporate governance a udržitelného rozvoje byla zasáhnuta vlnou jakéhosi iracionálního pesimismu ve vztahu k budoucnosti. Důsledkem těchto změn je vybudování kultury varování a odporu k riziku, která potlačuje inovaci a růst. Nastolená regulace začíná připomínat kombinaci státní regulace a samoregulace, které pracují v tandemu a zakotvují iracionální opatrnost a zdrženlivost. Hunt tento přístup srovnává se světem vědy, kde vědci přijali zásadu obezřetnosti – neexperimentovat, pokud je výsledek spolehlivý a neobsahuje riziko. Osobně nejsem zastáncem tohoto názoru, neboť se nepotvrzuje v praxi. I přes nutnost nastavit nové interní mechanismy panuje na trhu poměrně velká konkurenceschopnost, a to i mezi rozdílnými poskytovateli služeb, která firmy nutí předkládat investorům nové a nové produkty, které je učiní zajímavějšími, než je konkurence. Z uvedeného důvodu se firmy nebojí jít do rizika, které jim přináší možnost růstu prostřednictvím nových produktů nabízených klientům.

Zajímavou hypotézu, jak nastavit pravidla regulace, přináší ve své práci Richard Rosen (2001),⁷⁸ který dovozuje, že regulátoři ve své podstatě hledají „klidný život“ („quiet life“) a dokládá to následujícím příkladem – když manažeři bank zamýšlí změnit obchodní model, který má dopad na řízení rizika banky, regulátor je povinen zkontrolovat, zanalyzovat a přijmout rozhodnutí, které může být v budoucnu zpochybněno, pokud by se banka dostala do problémů. V případě, že regulátor směřuje ke „klidnému životu“, snaží se zabránit jakýmkoliv změnám, a proto klade bance překážky, které jí mají zabránit zavést nový systém. Rosen dokládá výzkumem, že v případě plánované významné změny ve svém podnikání

⁷⁶ Gray, J., Hamilton, J.: Implementing Financial Regulation. Theory and Practice, John Wiley & Sons, Ltd., Chichester, 2006, str.36

⁷⁷ Hunt, B.: The Timid Corporation, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2003.

či investiční strategii banky raději volí regulaci v USA, kde mají možnost si zvolit mezi regulátory.

Je tedy otázka, zda tuto cestu zvolit i v České republice. Každopádně výše popsaný model **meta-risk regulace** je nepochybně zajímavým přístupem, který **posouvá regulaci opět o něco blíže potřebám trhu při respektování nutnosti jeho ochrany.**

Při pokusu o vymezení správné úlohy regulátora nelze pominout, že při jakémkoliv snažení je nutné zohledňovat důležitý faktor. Finanční trhy jsou totiž vybudovány a stále fungují kolem problematiky rizika. **Při nastavení pravidel, jaký způsob regulace zvolit, včetně plánování rozvoje a celkové strategie, je základním spouštěcím mechanismem právě míra rizika.** Jedná se o trend posledních let především na vyspělých trzích. Regulátoři začínají hledat nejvhodnější způsob hodnocení rizik, kterým hodnotí dozorované instituce. V předchozím textu jsem se už věnoval způsobu hodnocení rizik prostřednictvím tzv. meta-risk regulace, který je zaměřen dovnitř dozorovaného subjektu. Předmětem analýzy regulátora jsou ale také druhy a míra rizika ve vztahu ke konečným uživatelům investiční služby.

Zajímavě přistoupila k otázkám rizika a s tím souvisejícím otázkám, kam až může zajít regulace, britská Financial Services Authority. FSA identifikovala čtyři základní rizika, kterým mohou zákazníci čelit: riziko obezřetného podnikání, špatné víry,⁷⁹ nevhodnosti a výkonnosti.⁸⁰ FSA konstatovala, že její úlohou je identifikovat a redukovat první dvě rizika, třetí citované riziko pouze částečně a riziko ztráty výkonnosti je odpovědností samotného zákazníka za podmínky, že finanční instituce mu popsala a vysvětlila rizika spojená s příslušným produktem. Z obdobné filozofie vychází i směrnice MiFID, které kladou na první místo nutnost redukovat riziko nevhodnosti investice. Jeho eliminace bude v první řadě na poskytovatelích příslušné služby, kteří musí sami uvedené riziko, pokud možno, vyloučit tím, že provedou důsledný test klienta, která má o daný produkt zájem. Na

⁷⁸ Rosen, R.: Do Regulators Race for the Bottom or for the Quiet Life? The Relationship Between regulators and the Regulated in Banking, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper series, Chicago 2001.

⁷⁹ Jedná se o riziko, jehož spouštěcím mechanismem byl zejména podvod, uvedení v omyl či neposkytnutí relevantních informací.

⁸⁰ Oproti tomu orgán National Consumer Council, který slouží k ochraně spotřebitelů, následně identifikoval na základě svých výzkumů ještě dalších pět rizik spojených s očekáváním zákazníků při penzijním pojištění, které ale spíše rizika identifikovaná FSA pouze více rozvádějí.

orgánu dozoru potom bude spočívat pouze následná kontrola, která bude ve velké většině případů probíhat až na základě stížnosti klienta, že daný produkt neodpovídal jeho profilu. Přenesením identifikace a omezení rizika na samotné licencované osoby dochází ke vtáhnutí těchto osob do výkonu státního dohledu, neboť sami k jeho výkonu přispívají.

Jako příklad aktivního přístupu k vyhodnocení způsobu regulace a dohledu mohou uvést Velkou Británii, kde příslušný zákon přiznává FSA diskreci, aby sama si vyhodnotila, jak nejlépe dosáhnout stanovených cílů. Její povinností je jednat tak, aby k těmto cílům směřovala. Záleží pouze na rozhodnutí FSA, jaký vhodný způsob zvolí. Způsob, jakým se porovnává, zda jednání britského regulátora směřuje k dosažení stanovených cílů, je spatřován v soudních rozhodnutích. Dále britská FSA identifikovala dva základní komponenty směřující k tomu, aby veřejnost porozuměla jejím cílům – zlepšení povědomí (gramotnosti) zákazníků o finančních trzích a zlepšení kvality poskytovaných informací a poradenství zákazníkům. Změna postoje v uvažování britského regulátora je výsledkem silné regulace, k níž přistoupil regulátor v osmdesátých letech minulého století v důsledku překotného prodeje penzijního a životního pojištění (mis-selling). V roce 1995 donutil finanční instituce k povinnému zveřejňování provizí při prodeji a v roce 2001 i k vytvoření regulátorem specifikovaných produktů (tzv. stakeholder produkty). S odstupem času byl regulátor nucen přehodnotit svůj přístup, neboť stakeholder produkty se skoro neprodávaly a výše provizí se po zavedení povinnosti k jejich uveřejnění zvedla. V této souvislosti bych jenom odbočil k připravované přelomové transpozici směrnice MiFID, která pracuje s obdobnou povinností - zveřejnění detailního složení provizí, včetně výše daňového zatížení u každého produktu. Otázkou tedy je, proč Evropská unie zavádí tuto povinnost, když zkušenosti z Velké Británie ukazují, že neslouží k ochraně zákazníků.

Podle realizovaných průzkumů FSA navíc odhadla, že i přes zpřísněnou regulaci bylo 19% všech prodejů i nadále nevhodných (mis-selling).⁸¹ Regulace směřující k ochraně zákazníků se proto začala ubírat jiným směrem a začal se klást důraz na komunikaci s klientem, zejména, aby měl klient přístup k jednoduchým a

⁸¹ Na základě svých průzkumů například FSA zjistila, že 40% investorů, kteří vlastní produkt akciový Individuální spořicí účet (ISA), vůbec nevědělo, že jeho hodnota se může měnit v závislosti na výkonnosti akciového trhu.

srozumitelným informací, které mu pomůžou učinit příslušné rozhodnutí. Zvýšené nároky v oblasti správnosti předávaných informací se rovněž začaly klást na poskytovatele služeb, neboť se např. zjistilo, že celých 62% dokumentů předkládaných zákazníkům neodpovídá požadavkům, které stanovil regulátor.⁸²

Dále se zvýraznil **význam vzdělávání zákazníků** v oblasti osobních financí s cílem naučit ho přijmout kvalifikovaná rozhodnutí a zároveň za ně nést odpovědnost. Z proběhlých kampaní FSA je možné usuzovat, že účelem není pouze informovat zákazníky, kde se mohou objevit rizika, ale co by měli chtít od poskytovatele služeb a vůbec od investování na finančním trhu. Jinými slovy se jedná o to, že **zákazníci jsou prakticky nuceni k tomu, aby si sami řídili rizika**. Jedná se o identický postup, jaký regulátor uplatňuje vůči dozorovaným subjektům. Nepochybně jde o zajímavou myšlenku. Nová filozofie britského regulátora je vtělena do „Iniciativy za poctivé jednání se zákazníkem“, jejíž podstatou je, že se snaží zaměřovat na prevenci a řešení příčin mis-sellingu.⁸³ V České republice zatím kvalitní vzdělávací program neexistuje, zatímco ve Velké Británii se regulátorovi podařilo prosadit vzdělávání do školních osnov.⁸⁴

Inspiraci na britských ostrovech hledala i francouzská Autorité des Marchés Financiers, která si nechala zpracovat studii mapující očekávání profesionálních investorů vůči aktivitám regulátora s tím, že jejím účelem bylo zlepšení regulace. Francouzskému regulátorovi se i přes skutečnost, že vznikl nedávno (v roce 2003), vytýká příliš konzervativní a dokonce až byrokratický přístup.⁸⁵ Stávající iniciativa by měla přispět k tomu, aby jeho jednání bylo „a priori“ méně náročné, ale spíše směřovalo k tomu, aby bylo „a posteriori“ více účinné, zejména užitím opatření, jež budou spíše systémová, než nápravná, a bude existovat možnost

⁸² FSA dokonce zjistila, že celých 80% kontrolovaných firem mělo v těchto dokumentech pět a více chyb.

⁸³ FSA: Treating customers fairly – Towards fair outcomes for consumers, 19.7.2006, či Matoušek, P.: Nová filozofie regulace?, Bankovníctví č. 12/2006, str. 1, nebo Gray, J., Hamilton, J.: Implementing Financial Regulation. Theory and Practice, John Wiley & Sons, Ltd., Chichester, 2006, str. 49.

⁸⁴ Ministerstvo financí alespoň zařadilo do nelegislativního plánu vlády předložení dokumentu s názvem „Národní strategie finančního vzdělávání“, který by mělo předložit na podzim 2007.

⁸⁵ Rozdíl ve vnímání posledních trendů v oblasti regulace lze najít například v poměrně konzervativním článku vedoucího představitel AMF Bruno Gizarda s názvem „L'AMF et L'Organisation du Contrôle Interne, Revue Banque No. 671. Juillet - Août 2005“, který vyzdvihuje jako esenciální aspekty regulace institut kontroly.

určitého smíru. Jak trefně poznamenali ve Francii: Více svobody, ale také více odpovědnosti.⁸⁶

Průběžné vzdělávání investorské veřejnosti, která nesmí uvěřit, že investice na finančním trhu je bezpečnou záležitostí, **je jedním ze způsobů, jak správně provádět regulaci**. Zákazníci musí být chráněni, ale zároveň musí umět převzít odpovědnost za své investiční rozhodnutí. Každý investor si musí být vědom skutečnosti, že při formulování svého investičního rozhodnutí musí vyhodnotit veškerá možná rizika, která jsou s ním spojená. Cílem regulace je identifikovat a eliminovat možná rizika spojená s poskytovateli investičních služeb (jako je jejich kapitálová vybavenost či zneužití informací), ale už nemůže zabezpečovat rizika vtělená do konkrétních produktů, jakým je jejich výnosnost (důležité zejména u derivátů). V tomto případě je velmi důležité, aby příslušný poskytovatel investiční služby důkladně seznámil zákazníka se všemi riziky, jež jsou spojena s daným produktem, a to je opět úloha regulátora, aby to kontroloval (bude zdůrazněno v MiFID, který stanoví rozdílnou úroveň ochrany investorů. Drobní (retailové) investoři budou samozřejmě vykazovat daleko vyšší míru ochrany, než profesionální a rovněž pro ně nebudou určeny některé produkty (např. sofistikované deriváty). K informační vybavenosti zákazníků by měl právě přispívat i regulátor formou jejich vzdělávání.

Navrhoval bych proto **prohloubit komunikaci České národní banky** s investorskou veřejností, čímž se bude přispívat k její větší vzdělanosti. O zařazení do učebních osnov asi nemůže být zatím řeč, ale daleko **více aktivit na poli informování a vzdělávání** (např. pravidelné prezentace a semináře, pořad v televizi a rádiu) by pomohlo samotnému trhu, na kterém by se objevilo více sofistikovaných investorů a v konečném důsledku by to pomohlo i výkonu regulace a dohledu, neboť by ubylo případů, kdy musí centrální banka zasahovat. Centrální banka by rovněž měla být aktivnější na poli vyhodnocování **nastavení regulace**, která by měla **vycházet z provedených výzkumů mezi investorskou veřejností**, obdobně jako to činí britská FSA. Zadané výzkumy přináší regulátorovi zpětnou vazbu, zda zvolená opatření byla dostatečná, a rovněž umožňují lépe nastavit budoucí pravidla.

⁸⁶ Srov. blíže článek Pour „une meilleure régulation“ des marchés financiers, Revue Trimestrielle

3.10 Modely regulace

Modely regulace finančních, resp. kapitálových trhů a dozoru nad nimi se v jednotlivých státech výrazně liší. **Neexistuje žádný univerzálně akceptovaný model.** Neexistence jediného správného modelu pro regulaci a dohled nad kapitálovým trhem je důkazem, že nelze nalézt všeobecně akceptovatelné pojetí regulace a dohledu. Jedná se o přirozenou věc, protože na tomto trhu se střetávají protichůdné zájmy jeho účastníků, jejichž podoba se dynamicky vyvíjí. S dynamickým rozvojem trhu se musí smířit i státní regulátor, jemuž nezbývá, než se jeho vývoji přizpůsobit.

Důkazem může být i skutečnost, že ani evropské právní předpisy neukládají členským státům, aby zabezpečily vznik jedné instituce, ale ponechává to na jejich rozhodnutí. Trhy v jednotlivých členských státech se totiž vyvíjely odlišně. Objevuje se již kritika, že ani osm let po zavedení Evropské měnové unie a pět let od zavedení eura v některých členských státech neexistuje jednotný evropský finanční trh, který citelně chybí zejména v oblasti retailového podnikání. Důvodem je podle některých názorů skutečnost, že evropské orgány nepovažují tento problém za závažný.⁸⁷ Sjednocení evropských finančních trhů zahrnujících trh drobných klientů („retailový trh“) je jednou z priorit Evropské unie. Důvodem je především skutečnost, že integrované trhy přinesou podle předběžných odhadů růst hrubého domácího produktu v odhadované výši nejméně 0,7% ročně, čímž se zvýší konkurenceschopnost celého evropského trhu.

Důvodem rozdílné regulace je především skutečnost, že naprostá většina evropských států má velmi krátkou historii regulace kapitálového trhu. V minulosti se dokonce v této souvislosti zmiňovalo, že evropská regulace trhu je s výjimkou Velké Británie pouze virtuální. Ačkoliv oblast korporátní práva byla předmětem úprav, obchodování s cennými papíry bylo v Evropě prakticky předmětem samoregulace s velmi nízkou mírou regulace ze strany státu. Mnoho evropských států nemělo nastavená pravidla pro poskytování informací, která by se aplikovala

de Droit Financière 3/2006.

⁸⁷ Srov. González, F.: Europe's drive for integration is lacking, *The Banker*, 4.12.2006.

na obchodování a vydávání cenných papírů⁸⁸ a některé ani nezakazovaly zneužívání informací,⁸⁹ jako to bylo téměř po celé dvacáté století standardní třeba v USA.⁹⁰ Zásadní změny v Evropské unii nastaly až v poslední dekádě minulého století jako výsledek snad Evropského společenství založit jednotný evropský trh (1992).

Ve světě používané modely regulace a dozoru kapitálových trhů se od sebe značně liší v důsledku konkrétních ekonomických podmínek fungování trhů, k nimž patří zejména ekonomická úroveň země na straně jedné a historicky dané institucionální zvláštnosti, přičemž se jedná zejména o právní systém té které země. Důležitou roli v řadě zemí hraje i politická kultura a tradice. Příkladem rozdílnosti může být, že v současném světě se dokonce stále vyskytuje tzv. **hybridní forma regulace**⁹¹, v jejímž rámci si někteří účastníci sami nastavují regulační rámec pro podnikání, který neobsahuje žádné sankce či nástroje, jež by ochraňovaly slabší účastníky trhu.

Nelze proto třeba jednoznačně nadefinovat, jaké jsou vlastně základní typy systémů regulace a dohledu. Často k tomu přispívá i nejednotná terminologie, jejíž používání je dáno historickým vývojem. Někdy se může stát, že dva systémy regulace jsou odlišné, ale při bližším zkoumání a pochopení zákonitostí jednotlivých států se může stát, že jsou fakticky stejné. Srovnání jednotlivých systémů proto nelze provádět mechanicky.⁹²

Klasifikace systémů regulace a dohledu. V odborné literatuře v zásadě existuje několik základních modelů, jimiž se autoři snaží nadefinovat společné znaky i přes výše zmíněné výhrady. V zahraničí se převážně akceptuje rozdělení, s kterým

⁸⁸ Příkladem může být, že pouze pět členských států Evropské unie (Belgie, Francie, Irsko, Lucembursko a Velká Británie) mělo před návrhem první směrnice o prospektu v roce 1981 zavedena závazné požadavky na obsah prospektu cenného papíru, který měl být předmětem veřejné nabídky.

⁸⁹ Rovněž před prvním návrhem směrnice o zneužívání důvěrných informací v roce 1987 pouze tři členské státy (Dánsko, Francie a Velká Británie) měly legislativu, která umožňovala trestně stíhat zneužívání důvěrných informací.

⁹⁰ Dva základní federální zákony v USA, které tuto problematiku upravují, tj. Securities Act a Securities Exchange Act, jsou účinné od roku 1933, resp. 1934.

⁹¹ Marauhn, T.: Introduction: the regulatory dilemma in international financial relations, publikováno in: Grote, R., Marauhn, T.: The Regulation of International Financial Markets, Cambridge University Press, Cambridge 2006, str.14

⁹² Pavlát, V., Kubíček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovým trhem, 1. vydání, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., Praha 2004, ve své práci upozorňují, že dosud nejsou dopracována

přišli Di Giorgio a Di Noia (2001) a které je prakticky rozpracováním návrhů předchozích autorů s pokusem najít společné znaky jejich konceptů.

Oba autoři identifikovali následující čtyři základní přístupy:

1. Institucionální uspořádání, které je ve světě stále převládající a je známé rovněž jako „sektorový model“). Tento model spočívá v tom, že jeden orgán vykonává dohled nad jedním sektorem finančního trhu, kdy dozoruje veškeré subjekty, kteří jsou rozčleněni dle předmětu jejich podnikání. V zahraničí sleduje institucionální uspořádání tradiční rozdělení finančního systému na tři trhy – banky, zprostředkovatele investičních služeb (obchodníci s cennými papíry, fondy kolektivního investování) a pojišťovací společnosti s podílovými fondy, přičemž pro každý trh, resp. pro stejný typ instituce, který na něm působí, existuje jeden regulátor. V České republice, do okamžiku sjednocení dozoru, existoval ještě navíc, poněkud nesystémově, samostatný dozor nad družstevními záložnami, i když se tento druh podnikání svým charakterem přibližuje bankám, zejména pokud se týká nároků kapitálovou vybavenost (společný dozor pro banky a družstevní záložny byl aplikován i v eurozóně).

Mezi výhody institucionálního modelu se řadí skutečnost, že příslušné úřady existují dlouhou dobu (alespoň v zemích s kontinuitou svobodného rozvoje trhů), což umožňuje, aby existovala zažitá regulativní a rozhodovací praxe.⁹³ Rovněž tento způsob regulace umožňuje efektivní realizaci kontroly, protože je vykonáván vůči subjektům v celé škále jejich činnosti, tj. zaměřuje se na veškerou jejich činnost. Každý poskytovatel služeb má pouze jediného regulátora, který je vysoce specializován.

Mezi jeho nevýhody se řadí skutečnost, že na trhu začíná převažovat trend spočívající v tom, že poskytovatelé služeb začínají vykonávat multisektorové aktivity, což znamená, že poskytují služby ve více segmentech trhu, než tomu bylo dosud.⁹⁴ Tento trend, který vede ke vzniku finančních konglomerátů, velmi ztěžuje

teoretická a metodologická východiska pro zpracování srovnávacích studií. Dokonce zmiňují, že je těžké disponovat aktuálními fakty, které se ani jim pro svou práci nepodařilo získat.

⁹³ Mezi příklady se řadí například Portugalsko, Španělsko, Finsko, USA či Polsko. Do 31.3.2006 to byla rovněž Česká republika.

⁹⁴ Někteří autoři hovoří dokonce o tzv. despecializaci. Srov. Např. Kammel, A.: Supervision and Regulation of Financial Institution in Europe – A Way to Prevent Financial Crisis? GARNET Conference 2006.

výkon dozoru v rámci institucionálního uspořádání, neboť je stále těžší určit, co je třeba hlavním předmětem činnosti některých finančních skupin.

Institucionální model je proto vhodnější zvolit pro trhy, kde jsou rigidně odděleny jeho jednotlivé segmenty a nepůsobí na něm globální poskytovatelé služeb (z uvedeného důvodu se přirozeně nemůže uplatnit na rozvinutých trzích).

2. Regulace dle cílů. Tento model je založen na tom, že poskytovatelé služeb stejně jako samotný trh jsou dozorovány více orgány, přičemž každý z těchto orgánů odpovídá za regulaci a dozor jednoho z cílů bez ohledu na postavení poskytovatele služeb a napříč sektory. V praxi to znamená, že jeden orgán dozoruje mikroekonomickou stabilitu celého trhu a další orgán je odpovědný za zachování transparentnosti trhu a rovněž kontroluje i jednání poskytovatelů služeb vůči zákazníkům či způsob jejich informování. Třetí orgán potom zajišťuje nastavení podmínek pro konkurenceschopnost na trhu. Centrální banka je odpovědná pouze za monetární politiku a makroekonomickou stabilitu.

Tento model (v zahraničí nazývaný jako „4-peak model“) je v současnosti využíván například v Austrálii a určité pozůstatky tohoto konceptu přetrvávají i ve Velké Británii. Koncept vychází z klasické práce Taylora (1995 a 1996), který původně přišel s tzv. „twin peaks“ modelem, jenž spočívá v rozlišení ochrany samotného systému a ochrany spotřebitelů, které jsou podle něho spojeny s odlišnými nástroji ochrany.⁹⁵ Předmětný koncept je výhodný zejména proto, že stanoví stejná pravidla pro všechny poskytovatele služeb bez ohledu na jejich povahu, když vykonávají stejnou činnost. Je ale otázkou, nakolik je základní rozlišení mezi dohledem nad obezřetným podnikáním a pravidly podnikání, jako dvěma základními pilíři dohledu, praktické. V praxi totiž nastává, že některé společnosti poskytující finanční služby by měly být regulovány oběma orgány dohledu. Jedná se zejména o obchodníky s cennými papíry, investiční společnosti a především banky, které kromě klasických bankovních služeb jako přijímání vkladů a poskytování úvěrů podnikají i v oblasti investičního bankovníctví a nabízejí i jiné

⁹⁵ Někteří autoři tento model regulace označují dohled podle účelu, k jakému směřuje s tím, že rozliší dva základní účely – systémová stabilita a ochrana zákazníků (anglicky se nazývá jako Twin Peaks nebo Two Pillar model a poprvé byl publikován v pracích Michaela Taylora „Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century“, Centre for the Study of Financial Innovation, London 1995, a „Peak Practice: How to Reform the UK’s Regulatory System“, Centre for the Study of Financial Innovation, London 1996.

produkty. Z uvedeného důvodu vede tento model v některých případech ke zdvojení vykonávaného dozoru, což může vést ke zvýšeným nákladům. Dozorované subjekty jsou často nuceny k tomu, aby zasílaly více reportů několika orgánům, které často obsahují stejné nebo podobné informace. Někdy zase dozor úplně chybí. Někteří autoři (např. Goodhart 1998) přináší vlastní systém,⁹⁶ protože citovaný koncept „twin peaks“ navržený Taylorem považují za příliš všeobjímající, který nedokáže rozpoznat významné rozdíly mezi jednotlivými institucemi a typy činností.

3. Funkční model, který je někdy nazýván jako „dozor podle předmětu aktivit“. Vychází z práce Mertona a Bodieho (1995),⁹⁷ kteří stanovili, že finanční systém vykonává šest základních funkcí:

- a) je prostředkem pro vypořádání plateb za účelem zjednodušení obchodování,
- b) poskytuje mechanismus pro shromažďování zdrojů a diverzifikaci portfolia,
- c) umožňuje převádět ekonomické zdroje přes hranice a mezi sektory,
- d) poskytuje způsob řízení rizik,
- e) poskytuje informace o cenách, které pomáhají koordinovat roztržštěné rozhodovací procesy v rozdílných sektorech ekonomiky,
- f) poskytuje obchodování se stimulaujícími problémy, které vznikají, když jedna strana má na rozdíl od druhé strany příslušné informace.

Ve funkčním uspořádání je každý typ finančních služeb regulován nezávislým orgánem bez ohledu na povahu poskytovatele, který tyto služby nabízí. Výhodou je, že na stejný typ služeb se aplikují stejná pravidla, i když jednotliví poskytovatelé mohou být po právní stránce odlišné subjekty. Tento způsob regulace je ale určen převážně pro vyspělé finanční trhy. Nevýhodou je velký počet regulátorů s ohledem na přílišný počet služeb a rovněž riziko, že tento způsob se nezaměřuje na postavení a stabilitu samotného poskytovatele služeb s ohledem na riziko možného selhání. Navíc některé instituce vykonávají

⁹⁶ Goodhart navrhuje strukturu, která bude založená na celkem šesti rozdílných cílech regulace, ale ve své podstatě je podobná funkčnímu modelu, o němž se pojednává v dalším textu.

⁹⁷ Merton, R.C., Bodie, Z.: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. Harvard Business School Working Paper, No. 95-062, Harvard 1995.

přirozeně více činností, takže tím i spadají pod více regulátorů, čímž dochází k neefektivnímu výkonu dohledu.

4. Dozor integrovaný do jediné instituce. Tento model je charakterizován existencí jediného orgánu dozoru, který je v převážně většině případů ve světě oddělen od centrální banky, přičemž tento orgán je odpovědný za regulaci a dozor celého trhu a všech poskytovatelů služeb bez ohledu na skutečnost, zda se jedná o banku či jinou finanční instituci. Tento model, který byl nejdříve zaveden ve skandinávských státech, byl asi nejvíce propracován ve Velké Británii založením Financial Services Authority. Dvě varianty tohoto modelu se liší v tom, zda je dozor sjednocen mimo centrální banku nebo na její půdě. O výhodách a nevýhodách se pojednává v dalším textu s ohledem na skutečnost, že tento model byl zvolen v České republice.⁹⁸

V dnešní době nemáme k dispozici práci, která by prokazovala, který z výše citovaných modelů je univerzálním uspořádáním dozoru. V praxi dochází k tomu, že se často používají různé formy integrovaného či sektorového dozoru. Evropská unie zatím nevydala žádné směrnice týkající se organizační stránky dozorové činnosti. Na základě studií Světové banky a dalších institucí lze vyzorovat nepochybnou tendenci k integraci dozoru nad finančními institucemi a finančními trhy. Zároveň se zvyšují tlaky na sblížení či unifikaci celé řady regulačních a dozorových aktivit na mezinárodní úrovni.

Rozdíly mezi odlišnými regulátory budou vždy existovat, což je zapříčiněno existencí odlišných přístupů a cílů na jednotlivých trzích. **Rozumná odpověď, jaký model regulace vybrat, musí vycházet z důkladné analýzy,** jaké řešení je pro daný trh nejvhodnější a jaké kroky mohou eliminovat problémy, které se při existenci více regulátorů objevují.⁹⁹

3.11 Koncept integrovaného dohledu

⁹⁸ Příkladem dozoru integrovaného v centrální bance je např. Slovenská republika či Irsko, kde je ze zákona dozor organizačně oddělen od ostatních činností banky, včetně existence zvláštního orgánu – rady. Příkladem dozoru mimo centrální banku, což je většinový model, je např. Velká Británie, Francie, Německo, Rakousko, Švédsko, Norsko, Dánsko či Japonsko.

⁹⁹ Srov. Llewellyn, D.T.: Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues, Paper presented at World Bank Seminar, Washington D.C. 5.6.2006, nebo Carmichael, J.: The Australian Model of Integrated Regulation, IOSCO Conference, Sydney 17.5.2000.

S ohledem na skutečnost, že integrovaný model zvolila Česká republika, pokusím se více zaměřit na jeho výhody a nevýhody. Ačkoliv ve světě až donedávna jednoznačně převládalo sektorové uspořádání dozorových institucí, lze od 90. let 20. století sledovat výrazný trend směřující k integraci do jediné dozorové instituce (např. Velká Británie, Irsko, Kanada, Německo, Rakousko, Maďarsko, Slovensko). Kromě toho došlo v řadě zemí k částečné integraci dozoru.

Před zaměřením se na model integrovaného dohledu bych alespoň rámcově zmínil krátkou historii evropské integrace finančního trhu. Jak už jsem konstatoval v úvodu, mým cílem není přinést pouhý popis stávající úpravy či mezinárodní vývoje. Přesto bych tuto zásadu alespoň v této části práce krátce porušil, protože **integrace evropských finančních trhů** je téma, které má významný dopad na stávající praxi obchodování na finančním trhu v České republice (zejména tzv. Lamfalussyho směrnice).

Integrace finančních trhů se považuje za jednu z priorit Evropské unie, i když pomalé tempo jejího zavádění by tomu nemuselo vždy nasvědčovat. První zmínky o integraci se objevují již v Bílé knize o dokončení vnitřního trhu z roku 1985. V roce 1993 byla přijata směrnice o investičních službách a v roce 1998 na summitu v Cardiffu byl přijat akční plán rizikového kapitálu, který se zaměřil na odstraňování regulačních bariér na finančním trhu. V roce 1999 byl přijat na summitu v Kolíně nad Rýnem **Akční plán pro finanční služby**,¹⁰⁰ který obsahoval návrh konkrétních kroků zaměřených na prohloubení integrace trhu s finančními službami. Konkrétně se jedná o celkem 42 opatření, která měla být zavedena pro tři základní strategické cíle – rozšíření retailového a mezibankovního peněžního trhu, zlepšení pravidel obezřetného podnikání („prudential rules“) a dohledu a rozšíření obecných podmínek pro optimální fungování jednotného trhu, jako jsou pravidla řízení společností a odstranění daňových překážek integrace trhu.

Realizace cílů byla ovšem velmi pomalá, což mělo za následek, že v roce 2000 byl sestaven tzv. **výbor moudrých pod vedením Alexandra Lamfalussyho**, jehož hlavním úkolem bylo identifikovat příčiny pomalého postupu implementace nových norem a návrh příslušných opatření. Zpráva uveřejněná v únoru roku 2001 výslovně uvádí, že stávající systém regulace je „příliš pomalý, tuhý a

¹⁰⁰ Dostupný na http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

nepřizpůsobený na potřeby moderních finančních trhů.“ Zároveň identifikuje některé překážky bránící rozvoji evropského finančního trhu, mezi které řadí:

- a) neexistenci jasné regulace primárních emisí,
- b) nedostatečný regulační systém,
- c) roztržitou a nedůslednou implementaci stávajících předpisů,
- d) velký počet odlišných vypořádacích a registračních systémů,
- e) nedostatečný rozvoj systému penzijních fondů.

Výbor doporučil založit dvě komise zástupců členských států Evropské unie. Jednou z nich je European Securities Committee („ESC“)¹⁰¹ a druhou komisí je Výbor pro cenné papíry nebo-li CESR. Obě komise se možná stanou předchůdcem nové European Securities Exchange Commission jako nezávislého správního úřadu pro oblast obchodování s cennými papíry, ale k uskutečnění této myšlenky je ještě s ohledem na rozdílnost názorů jednotlivých členských států dlouhá cesta.¹⁰² Komise zároveň navrhla, aby se změnil legislativní proces v oblasti Akčního plánu pro finanční služby, který se měl nově stavět na čtyřech základních úrovních práce:

1) první úroveň (Level 1) – rámcová legislativa:

První úroveň by se měla zaměřit na základní politické principy („essentials elements“), u nichž by mělo dojít ke shodě, které se stanou součástí návrhu direktivy. Komise vypracuje příslušný návrh, který schválí Rada za spoluměření Evropského parlamentu. Výsledkem těchto aktivit je vedle směrnic o prospektu (2003/71/EC), zneužívání trhu (2003/6/EC) či o transparentnosti (2004/109/EC) nejvíce diskutovaná a již zmiňovaná směrnice o trzích finančních nástrojů (tzv. MiFID). Všechny tyto směrnice jsou nazývány jako „Lamfalussyho směrnice“.

2) druhá úroveň (Level 2) – prováděcí legislativa (implementace):

¹⁰¹ European Securities Committee je nově zřízený výbor Evropské komise, ve kterém má každý z členských států svého zástupce a který má spoluměření pravomoci.

¹⁰² Předchozí iniciativa Evropské komise z roku 2002, aby se v každém členském státu vytvořily nové nezávislé orgány a výbor národních regulátorů, který měl koordinovat dohled nad bankami a pojišťovny, vyzněla do ztracena pro nechuť některých členských států.

Komise po konzultaci s ESC požádá Committee of European Securities Regulators („CESR“)¹⁰³ o vyjádření se k implementačním opatřením direktivy. CESR má za úkol vypracovat návrh na základě komunikace s účastníky trhu, koncovými uživateli a spotřebiteli. Komise postoj CESR přezkoumá a navrhne implementační opatření ESC, která o něm do tří měsíců hlasuje. Komise pak ve finále opatření schválí nebo zamítne. Po celou dobu musí být informován Evropský parlament pro případ, že by byla překročena implementační pravomoc.

3) třetí úroveň (Level 3) – interpretace:

CESR formuluje společnou interpretaci a zajišťuje konzistentní implementaci a aplikaci.

4) čtvrtá úroveň (Level 4) – vynucování a kontrola:

Komise kontroluje soulad národních legislativ s legislativou Unie a může zahájit úkony proti zemi, která komunitární legislativu porušuje.¹⁰⁴

Uznává se, že přístup Lamfalussyho komise byl velmi přínosný, neboť nadefinoval základní legislativní rámec, přičemž tento nový systém velmi zjednodušil proces přijímání komunitární legislativy a výsledkem jsou již zmíněné směrnice, z nichž nejdůležitější je směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID).¹⁰⁵ Problémem bohužel zůstává, že členské státy implementují evropské směrnice do národního práva často špatně nebo dokonce pozdě. Příkladem může být i Česká republika a její již zmiňovaná implementace směrnice o poskytování finančního zajištění (kolaterálu), který je důležitým faktorem pro snižování kapitálových požadavků regulovaných subjektů. S ohledem na nekvalitní implementaci je již v současnosti zpracována novela obchodního zákoníku, aby se odstranily některé nejasnosti, a rovněž byl schválena novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, která umožnila, aby se institut finančního zajištění výslovně vložil do ustanovení o

¹⁰³ Committee of European Securities Regulators (CESR) je sdružení evropských regulátorů kapitálových trhů, které má v procesu implementace opatření poradní funkci. Nahradilo uskupení FESCO (Forum of European Securities Commissions), které mělo menší pravomoci. Bližší rozbor lze najít např. Demarigny, F.: Le rôle des régulateurs de marché dans la réalisation du plan d'action sur les services financiers de l'union européenne, *Revue Trimestrielle de Droit Financière* 1/2006, str. 130.

¹⁰⁴ Bližší rozbor lze nalézt in: Lamfalussy, A. Reflections on the Regulation of European Securities Markets, SUERF Study, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Vienna 2001.

¹⁰⁵ Srov. Demarigny, F.: cit. výše, nebo Jennings, M.: Je čas jednat, *Bankovníctví* č. 4/2007, str. 2.

závěrečném vyrovnání (close-out netting), čímž se odstranily jakékoliv pochybnosti, zda poskytnuté zajištění bylo způsobilé být předmětem vypořádání pohledávek v případě vzniku případu porušení.

Evropská unie si uvědomovala problémy s implementací příslušných směrnic a následného vynuovení nových opatření, a proto v roce 2005 byl Akční plán pro finanční služby dokončen a byla přijata Bílá kniha o finančních službách, která nadefinovala politické cíle Evropské unie v oblasti finančních služeb na období 2005 až 2010. Kromě obecných proklamací, že hlavním cílem bude konsolidace existující legislativy a lepší vymahatelnost nových opatření ze strany regulačních orgánů, byly za hlavní prioritu označeny legislativní úprava zúčtování a vypořádání obchodů, sjednocování informačních systémů, corporate governance a v letošním roce se zdůraznil význam větší harmonizace národních úprav závěrečného vyrovnání (close-out netting).¹⁰⁶

Současný stav v Evropské unii se vyznačuje principy založenými na domovském a hostitelském dohledu a rovněž na vzrůstajícím významu Lamfalussyho směrnic. Nastavený systém domovské/hostitelské regulace velmi zjednodušuje dohled nad finančními institucemi a zprůhledňuje rozdělení odpovědností mezi orgány dohledu v rozdílných státech. Banky a jiné finanční instituce jsou v zásadě oprávněny poskytovat své služby v zahraničí s tím, že stále podléhají schvalovacímu řízení a dohledu svého domovského orgánu. Klíčovým principem domovské/hostitelské regulace je vzájemná uznatelnost, která umožňuje pobočkám zahraničních bank podnikat na lokálním trhu, když orgán dohledu implicitně uzná regulatorní a dozorový rámec jejich domovského státu za stejně nastavený, jako je jeho vlastní. Některé finanční instituce, zejména investiční banky, začaly využít výhod svobody rozhodnout se, z jakého státu budou primárně poskytovat své služby. Část z nich přesunula svoje hlavní sídlo do tzv. daňových rájů (off-shore), jako je Lucembursko nebo Irsko a uvádí, že tento přesun není

¹⁰⁶ Již zmiňovaný institut close-out netting slouží stranám derivátových obchodů k jednostrannému ukončení všech obchodů, pokud dojde ke sjednanému případu porušení (zpravidla se jedná o konkurs).

motivován pouze daňovými výhodami, ale vyhodnotily si rovněž výhodnější regulatorní a dozorové prostředí.¹⁰⁷

V současné době se proto zvažuje, že se koncept regulace rozšíří o institut tzv. **vedoucího regulátora** („lead regulator“), který by byl jakýmsi domovským regulátorem odpovědným za koordinaci aktivit příslušné instituce či skupiny v celé Evropské unii s přesahem do globálních aktivit skupiny (zejména dohled nad činností dceřiných společností v neevropských státech Evropské unie). Jednalo by se o regulátora, který by dohlížel nejen na „mateřskou“ společnost, ale zároveň i kontroloval aktivity všech organizačních složek této společnosti v jiných státech. Tento orgán by měl mít následující práva a povinnosti:

- fungoval by jako jediné kontaktní místo pro veškeré záležitosti týkající se dohledu nad obezřetným podnikáním finančních institucí,
- byl by odpovědný za koordinaci veškeré oznamovací či informační povinnosti dané skupiny a s ohledem na existenci rozdílných národních režimů by rovněž rozhodoval o formě této povinnosti,
- uděloval by souhlasy ve věcech kapitálové přiměřenosti a rovněž by stanovoval pravidla likvidity,
- rozhodoval by a zároveň koordinoval dohled na místě,
- schvaloval by přeshraniční záležitosti,
- koordinoval by licenční řízení.

Nicméně se připouští, že tento nový princip přináší několik praktických problémů. Mezi nejdůležitější se řadí skutečnost, že takto definovaný regulátor by musel vykonávat činnost v právně a kulturně velmi odlišných prostředích, kde existují rozdíly v oprávněních jednotlivých regulátorů, kteří by navíc na trhu zůstaly působit. **Pokud by měli na národních trzích stále působit i lokální regulátoři, je otázkou, zda je existence vedoucího regulátora nezbytná.** Stejný účel, tj. jediné kontaktní a koordinační místo, by se dal vyřešit vhodnějším nastavením spolupráce mezi jednotlivými národními regulátory. Rovněž je nutné zohlednit, že jednotný evropský regulátor bude velmi vzdálený od subjektů, které dozoruje (v

¹⁰⁷ Z významných investičních bank lze uvést například Merrill Lynch, která za účelem obchodování

geografickém slova smyslu), což může vést k tomu, že nebude mít základ v regulační praxi jednotlivých států a tím i nebude vyhovovat potřebám ani jednoho trhu. Dále není jasná odpovědnost regulátora vůči jednotlivým vládám členských států. Rovněž by bylo nutné sjednotit roztržitěnou národní úpravu garančních fondů a vytvořit jediné garanční schéma.¹⁰⁸ Na druhou stranu zaznívají hlasy z trhu, že vedoucí regulátor by přispěl k větší efektivitě, neboť vede k redukci nákladů,¹⁰⁹ což v konečném důsledku bude výhodnější i pro samotné koncové spotřebitele, neboť se na trhu objeví více produktů. Zastánci tohoto konceptu dále argumentují tím, že v evropské legislativě neexistují normy, které by uspokojivě řešily konflikty mezi orgány dohledu, k čemuž by vedoucí regulátor přispěl.¹¹⁰

Obdobně jako koncept vedoucího regulátora je diskutována otázka zřízení přímo jediného **centrálního evropského regulátora** pro všechny členské státy. Současný vývoj totiž směřuje k tomu, že se bude muset vážně vyhodnocovat, zda není vhodné jednoho regulátora zřídit. Již v současnosti jsou v Evropské unii nastaveny společné standardy v legislativě. Nicméně celkově se dá říct, že i přes postupující globalizaci je zatím evropský finanční sektor stále velmi roztržitěný. Většina institucí stále podniká na lokálním trhu a pouze velké instituce operují v evropském měřítku. Existují důležité rozdíly ve velikosti a struktuře finanční institucí. V některých případech je stejný produkt nabízen na jedné straně nadnárodní korporací a na druhé nezávislým investičním zprostředkovatelem. V Evropě rovněž existují rozdíly v právní formě poskytovatelů služeb (můžeme se

s evropskými společnostmi začala poskytovat svoje služby z Irska.

¹⁰⁸ McCarthy, C.: How do we achieve regulatory convergence in practice? FSA, speech on 8.12.2004, či skutečnost, že vznik jednotného evropského regulátora nedoporučil zatím již v předchozím textu zmíněný výbor pod vedením A.Lamfalussyho, který argumentuje především existencí politických překážek. Výhrady se objevují rovněž v práci Briault, C.: The Rationale for a Single National Financial Services Regulator, FSA Occasional Paper, London 1999. V České republice se k jeho vzniku stanoví skepticky např. Singer, M.: Český cirkus je dost velký. Euro 20/2007, str. 78.

¹⁰⁹ Studie Morgan Stanley a Merger Oliver Wyman (2005): European Banking Consolidation: IT Synergies and Basel II Will Drive Cross-Border Restructuring, str. 2, prokazují, že podíl fixních nákladů finančních institucí v Evropské unii narostl od začátku devadesátých let, kdy byl ve výši 10 až 15%, na stávajících 25 až 30%, přičemž tyto náklady jsou z velké části zapříčiněny roztržitěnou regulací, včetně právního rámce.

¹¹⁰ Bližší argumenty uvádí například materiál European Financial Services Round Table pod názvem "On the Lead Supervisor Model and the Future of Financial Supervision in the EU", 29.6.2005, nebo obdobný materiál stejné instituce pod názvem "Towards a Lead Supervisor for Cross Border Financial Institutions in the European Union", 15.6.2004. Analogicky lze zmínit článek francouzských autorů Couppey-Soubeyran, J. a Sessin, T.: Pour une autorité de supervision financière européenne, Revue d'économie financière No. 60, 5/2000, str. 143, kteří shrnují výhody a nevýhody integrace bankovního dohledu v Evropě a navrhují několik možných řešení.

setkat s družstvy, privátními bankami či bankami kótovanými na burze). Roztříštěnost se neobjevuje pouze na poli soukromém, ale v Evropské unii existuje pět různých typů nezávislých národních regulátorů.

Ve stávající odborné literatuře panují na zřízení jediného evropského regulátora rozdílné názory.¹¹¹ V zahraniční literatuře se objevují hlasy pro vznik jednotného regulátora a rovněž i orgánu dohledu na mezinárodní úrovni. Argumenty podporující jak jeho existenci, tak vystupující proti jeho zřízení jsou prakticky identické jako v případě výše uvedeného konceptu vedoucího regulátora. V případě decentralizovaného systému vymáhání práva je vždy riziko, že při aplikaci jednotných pravidel by vznikly velké nesrovnalosti s ohledem na rozdílnou národní přístup k jejich interpretaci. Funkce takového mezinárodního orgánu by měla zahrnovat shromažďování dat o způsobech vymáhání práva v jednotlivých státech a na základě těchto informací vyhodnocovat, zda se v jednotlivých státech podařilo naplnit mezinárodní standardy. Tento orgán by rovněž byl oprávněn vyjednávat se státem přijetí opatření k odstranění příslušných nedostatků. Měl by rovněž právo zasáhnout v případech komplexních přeshraničních transakcí, kde by v důsledku střetu právních řádů nebylo jednoduché stanovit, kterým právem by se měla transakce řídit. V této souvislosti bych ale viděl nebezpečí, že centrální regulátor by prakticky mohl suplovat roli soudní moci, což je podle mého názoru nepřijatelné. Sporná je rovněž otázka, zda by vůbec mohli zaniknout jednotlivé národní orgány dohledu.

Za stávajícího znění komunitární úpravy a především při zohlednění kulturních a jazykových odlišností jednotlivých členských států se mi jeho vznik nejeví jako reálný.¹¹² **Podle mého názoru je zatím ještě příliš brzy na zavedení jediného evropského regulátora a dozorové instituce.** Důvody, které mě vedou k uvedenému názoru, spočívají zejména v existenci příliš velkého počtu pravidel

¹¹¹ srov. Prouza, T.: Kam posune dohled Evropa?, Bankovníctví č. 6-7/2006, str. 18, či Di Giorgio, G., a Di Noia, C.: Designing Institutions for Financial Stability: Regulation and Supervision by Objective for the Euro Area, EFMA 2001 Lugano Meetings, Univ. Pompeu Fabra, Economics & Bus. Working Paper No. 517, November 2000, str. 19, kteří ale rovněž navrhuji, aby se v Evropské unie zvolil model dozoru dle cílů, kdy jeden orgán bude odpovědný za mikroekonomickou stabilitu, další za průhlednost trhu, včetně poskytování informací, a poslední za ochranu celého trhu, aby byla zajištěna konkurenceschopnost. Možný vznik jedné evropské autority pro dozor podporuje i Mortimer-Schutts, I.: EU Regulatory and Supervisory Convergence: The Case for a Dual System with Choice, AEI-Brookings Joint Center, Related Publication 05-39, December 2005.

v jednotlivých státech (předpisy pro finanční trh, právo obchodních společností, garanční fondy pro odškodnění či corporate governance). Nicméně to budoucně bych si dokázal představit sjednocení evropského dohledu alespoň na úrovni ochrany finanční stability („prudential“), kdy v určitém časovém horizontu by se mohla veškerá regulatorní problematika přenést komunitární úroveň. Každopádně souhlasím s další integrací finančních trhů, která je nezbytná.

Konkrétním argumentem pro další integraci je především být obrovská **roztříštěnost registrů cenných papírů**, které existují v Evropské unii. Existuje sedmáct národních centrálních depozitářů, kteří vypořádávají transakce zejména na národní úrovni. Nejednotnost registrů cenných papírů přináší praktické problémy i českým institucím, které si musí otevírat účty hned v několika registrech, pokud chtějí nakoupit nějaké zahraniční cenné papíry nebo využít služeb custodiana (správce), který tyto služby poskytuje. Rozdílnost registrů má rovněž praktické právní problémy v případě zřízení zástavního práva k těmto cenným papírům, kdy je nutné zohledňovat právní řád státu, kde jsou cenné papíry registrovány.

Největší námitky ze strany regulovaných subjektů jsou adresovány na složitou a tím pádem i nákladnou **úroveň reportování**. Jedním z nově navrhovaných nástrojů je proto zefektivnění reportování, jehož výsledkem je rámec pro společné reportování míry solventnosti (COREP) a rámec standardizovaného konsolidovaného finančního výkaznictví (FINREP). Zatím se alespoň připravila na půdě Rady ministrů financí „Zpráva o supervisní konvergenci“, která klade hlavní důraz na sblížení praxe jednotlivých orgánů dohledu (tzv. supervisní konvergence), jež umožňuje lépe nastavit evropský rámec pro podnikání licencovaných firem, aby mohly s dostatečnou mírou jistoty očekávat shodný přístup ve všech zemích Evropské unie.

Po implementaci již zmiňované směrnice **MiFID** ve stanovené lhůtě do konce října 2007, která ovšem v České republice nebude podle převážné většiny názorů dodržena, dojde rovněž k celoevropskému sjednocení přístupu k zákazníkům a profesionálním investorům a rovněž i zavedení stejných kategorií. Směrnice

¹¹² Grote, R. a Marauh, T.: The Regulation of International Financial Markets, Cambridge University Press, Cambridge 2006.

nastaví identická pravidla pro všechny licencované subjekty v celé Evropské unie v části týkající se jejich vztahů se zákazníky. Otázkou je, nakolik bude tato změna ve prospěch samotných zákazníků a nepovede spíše k jejich zahlcení sumou informací. Souvisí to již s mojí předcházející zmínkou o způsobu provádění právní regulace finančního trhu, kdy spíše než přístup spočívající v zahlcení informacemi je pro ochranu zákazníků daleko vhodnější cestou jejich vzdělávání, aby se sami stali, pokud možno, sofistikovanými investory. V České republice máme pořád v tomto směru co dohánět.

Důvody, proč se ve vyspělých ekonomikách přistupuje ke **sjednocení regulátorů** finančního trhu, jsou zejména následující:¹¹³

Zřetelný **nárůst počtu finančních konglomerátů**, které zahrnují širokou škálu subjektů působících na rozdílných trzích, ale spadajících do stejného koncernu. Existence několika rozdílných dozorových orgánů (ve své podstatě postačují dva rozdílné) generuje riziko, že některé aktivity nebudou adekvátním způsobem dozorovány (ať už nadměrně, tak nedostatečně). Finanční skupiny mají totiž tendenci vytvářet nepřehledné struktury se širokou škálou aktivit poskytujících komplexní služby. S ohledem na skutečnost, že konglomerát zahrnuje druhy podnikání podléhající různým formám dohledu, tak jejich existence generuje riziko, že může dojít ke zdvojení vykonávané regulace, což by ve svém důsledku mohlo vést k destabilizaci celého sektoru. Nebo na druhou stranu může dojít k tomu, že určitá činnost nebude dozorována vůbec (jeden státní orgán bude vycházet z toho, že ji dozoruje jiný státní orgán). Existence jediného regulátora zabraňuje možným

¹¹³ srov. Briault, C.: Revisiting the rationale for a single national financial services regulator, FSA Occasional Paper, London 2002, Carmichael, J.: Experiences with Integrated Regulation, The Financial Regulator, Volume 6, December 2001, Central Banking Publications, London 2001, Carmichael, J.: Financial Regulation in the Twenty-First Century, PACAP-FMA Conference, 6.7.2000, Abrams, R. a Taylor, M.: Issues in the Unification of Financial Sector Supervision, IMF Working Paper WP/00/213, Washington D.C. 2000, nebo Milo, S.M.: Financial Services Integration and Consolidated Supervision: Some Issues to Consider for the Philippines, Philippine Institute for Development Studies, 2002, či Goodhart, C.A.E.: The Organisational Structure of Banking Supervision, Financial Stability Institute Occasional Paper No. 1., November 2000-10-25. Z francouzských autorů lze zmínit Couppey-Soubeyran, J. a Sessin, T.: Pour une autorité de supervision financière européenne, Revue d'économie financière No. 60, 5/2000, str. 143. Z českého prostředí lze uvést např. Kotáb, P. a Ossendorf, V.: Proces institucionálního sjednocování orgánů státního dozoru nad finančním trhem v České republice, Správní právo 4/2005, str. 259, Scholz, P.: Další fáze reformy dozoru nad finančním trhem, Právo a podnikání č. 6/2005, str. 23, Musilek, P.: Integrované modely dohledu nad finančním trhem, Bankovníctví č. 2/2007, str. 22 či Franěk, M. Sjednocení dozoru nad finančním trhem, přednáška pro AFIZ, Praha 15.3.2006.

chybám a zdvojování reportingu či sdílení informací a rovněž zjednodušuje rozhodování regulátora.¹¹⁴

Dalším důvodem je **vývoj investičních či finančních produktů**, které jsou založeny na průniku mezi dosud rozdílnými trhy. Typické je to především pro banky, pojišťovny, investiční společnosti a obchodníky s cennými papíry, kteří se v poslední době stali silnými konkurenty na stejném trhu a pro identické zákazníky. Nabízejí obdobné produkty sloužící ke zhodnocení peněžních prostředků a používají i podobné distribuční kanály (např. klientovi, který má zájem zhodnotit svoje úspory v bance, je nabídnuto rovnou několik produktů, jako je například depozitum, které může být i strukturované,¹¹⁵ správa portfolia či investice do podílových listů fondu kolektivního investování). Banky či pojišťovny vzájemně používají svoje distribuční kanály k nabídce vlastních produktů, což samozřejmě generuje stejná strategická a operační rizika, která jsou opět důvodem pro totožný risk management pro oba dva sektory.

Nákladové důvody, které vedou k tomu, aby regulaci a dozor vykonával jeden subjekt, neboť je to efektivnější (je efektivnější monitoring finančního trhu, neboť dochází ke snížení díky sdílení provozní infrastruktury či personálních zdrojů). Na skutečnost, že efektivita integrovaného dozoru převážně záleží na vysokém stupni vnitřní organizace, upozorňují ve své práci Di Giou a Di Noia (2001) nebo Kammel (2006). Velký rozsah působnosti a specializace musí být ovšem dobře strukturován a koordinován. V opačném případě hrozí riziko pomalého rozhodování. Goodhart (1998) zmiňuje, že v rámci jednoho regulátora budou stále existovat specializované útvary, mezi kterými se mohou vytvářet problémy v komunikaci, ve sdílení informací a koordinaci regulačních dohledových činností. V případě specializovaných regulátorů je tento problém viditelnější oproti jedinému regulátorovi, kde je hůře identifikovatelný a odhalitelný. Podle mého názoru jsou

¹¹⁴ V případě dohledu nad konglomeráty se rozlišují dvě základní formy: (i) individuální dozor, v rámci kterého jeden orgán dozoruje jednotlivou společnost, která je součástí konglomerátu. Jedná se o specializovaný orgán dohledu (např. banka podléhá bankovnímu dohledu atd.), přičemž s ohledem na existenci více orgánů vznikají problémy, které jsou zmíněny v souvislosti s nevýhodami rozříštěného dohledu; a (ii) konsolidovaný dozor, kdy je primárně dozorovaná mateřská společnost celého konglomerátu. Podrobnější analýzu možností dohledu nad finančními konglomeráty lze nalézt in: MacDonald, R.: Consolidated Supervision of Banks, Handbooks in Central Banking No. 15., Bank of England, London 1998.

¹¹⁵ Strukturované depozitum znamená, že hodnota jeho výnosu se odvíjí od vloženého derivátu, jenž závisí zpravidla na vývoji určitého indexu či jiné proměnné.

ale tyto problémy překonatelné, neboť **Česká národní banka** bez viditelných problémů **zvládla integrování tří rozdílných aktivit** pod vlastní střechem. Příčinou je samozřejmě i skutečnost, že tuzemský trh není velký, takže na něm působí omezený okruh licencovaných subjektů. Na druhou stranu podle mého názoru **ale došlo k postupnému zpomalení v části aktivit, která se týká metodického a vzdělávacího aspektu regulace.**

Zvýšení přehlednosti systému regulace a dozoru, kdy existence jediného regulátora umožňuje nastavit jasná a kontrolovatelná cíle a odpovědnosti, přičemž jeho existence zvyšuje předpoklady pro efektivní řešení konfliktů, které se vyskytují mezi jednotlivými cíli při výkonu regulace. V případě existence více regulátorů má každý z nich vlastní cíle a strategie, které se nemusí shodovat s cíli ostatních orgánů. Goodhart (1998) a Taylor (1995) v této souvislosti zmiňují, že jednodušší, než vytvářet jediného regulátora, je vyřešit střety zájmů mezi odlišnými cíli a pravomocemi mezi rozdílnými regulátory na politické úrovni. Sice se tento přístup jeví jako demokratický, ale Briault (1999) správně upozorňuje, že politické reprezentace jsou příliš pomalé a neefektivní, aby dokázali spory tohoto typu rozhodovat. Rovněž se vyznačují nedostatkem nezbytných informací a zkušeností, aby mohli přijímat taková rozhodnutí, neboť se nepohybují blízko regulovaných subjektů. Tato výhoda je umocněna v Evropské unii rostoucím sjednocováním v oblasti regulace, který se v bankovním sektoru nazývá Basel II a v pojišťovnictví nese název Solvency II., jež přinášejí nová pravidla regulace založená na řízení rizik finančních institucí.¹¹⁶ Riziko se daleko více přenáší na samotné regulované subjekty, které si musí interně nastavit pravidla pro jejich řízení. Státní orgán potom schvaluje vytvořené nastavení a posuzuje ho s ohledem na jeho dostatečnost. Plihon (2001) dále upozorňuje, že existence více regulátorů znamená, že jsou daleko blíže aktivitám prováděných subjekty, jež dozorují, a proto mají lepší informace o problémech, které jsou s ohledem na často úzkou specializaci finančních institucí specifické. Zmíněný argument je určitě rozumný, ale osobně se s ním neztotožňuji, protože daleko větší výhody vidím v integrovaném dohledu – především dojde k odstranění možného překrývání státních regulátorů a tím i zbytečnému reportingu.

¹¹⁶ Srov. Onder, Š.: Regulace bank a pojišťoven v Evropské unii, Bankovníctví č. 5/2007, str. 30.

Další důvodem pro integraci jsou **negativní události na finančním trhu** spočívající zejména v krachu hedžového fondu Long Term Capital Management, který byl založen v roce 1994 a za následující tři roky jeho pád odstartovala měnová krize jihovýchodní Asii z léta roku 1997, která převážně spočívala v obrovském přílivu zahraničního kapitálu a následném prudkém zpomalení hospodářského růstu. Pád prohloubila následující krize v srpnu 1998 spočívající v neschopnosti Ruska splácet část svých dluhů. Hedžový fond LTCM byl stejně jako ostatní hedžové fondy založen tak, aby se vyhnul regulaci, takže počet jeho akcionářů byl menší než sto.¹¹⁷

Rovněž ve Velké Británii byly důvodem pro dramatické regulatorní změny kromě prudkého rozvoji finančního trhu skandály, které se odehrály v osmdesátých a devadesátých letech minulého století jako neřízený prodej penzijního a životního pojištění (mis-selling) či kolaps bankovní skupiny Barings v roce 1995.¹¹⁸ Tyto změny vedly ke změně uvažování v tom, že je nutné změnit starý režim regulace, který již přestal vyhovovat cílům ochrany zájmů zákazníků, nedokázal zabránit podvodům a udržet důvěru veřejnosti ve finanční sektor. Zejména tyto skutečnosti byly proto spouštěcím mechanismem pro politický tlak, aby se provedla reforma.¹¹⁹ Místo roztržité regulatorní struktury, kde byly odpovědnosti rozděleny mezi mnoho orgánů, vznikl v roce 2001 jediný regulátor finančního sektoru – úřad Financial Service Authority. Obdobně lze uvést i příklad Francie, kde k zásadní reformě práva finančního trhu a rovněž i práva obchodních společností došlo v polovině roku 2003, kdy došlo ke sloučení několika regulátorů a vznikl jediný – Autorité des marchés financiers.¹²⁰ Hlavním důvodem byl především pokles důvěry ve fungování a regulaci trhu.¹²¹

¹¹⁷ V této souvislosti považuji za zajímavé zmínit práci J.J.Nortona, který na případě asijské krize přesvědčivě prokazuje, že finanční právo je jeden z nejvíce efektivních nástrojů zajišťujících finanční stability na národní i mezinárodní úrovni. Srov. blíže Norton, J.J.: *Financial Sector Reform and International Financial Crises: The Legal Challenges*, London Institute of International Banking, Finance & Development Law, London 1998.

¹¹⁸ Důvodem pádu bankovní skupiny Barings bylo zanedbání kontroly rizik, kdy singapurský makléř překročil stanovený limit expozice banky vůči riziku, takže vznikly nezajištěné pozice ve výši 7 miliard liber šterlinků.

¹¹⁹ Ferran, E.: *The liberalization of financial markets: the regulatory response in the United Kingdom*, publikováno in: Grote, R. a Marauh, T.: *The Regulation of International Financial Markets*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, str. 57.

¹²⁰ AMF vznikla v roce 2003 sloučením Commission des opérations de bourse, Conseil des marchés financiers a Conseil de discipline de la gestion financière. Bližší popis předchozích regulátorů lze nalézt in: Choinel, A., Rouyer, G.: *Le Marché Financier. Structures et Acteurs*, 6^e

Zohlednění výše uvedených důvodů vedlo k tomu, že v prostředí, které se vyznačuje sektorovým uspořádáním dozoru, se kompetence jednotlivých úřadů vůči dozorovým finančním institucím nebo určitému typu poskytované služby mohou překrývat či naopak dozor v určité oblasti chybí. Dále je nutné si daleko více vyměňovat informace mezi jednotlivými dozorovými úřady a rovněž i nastavená pravidla reportingu vedou k tomu, že finanční instituce poskytují stejné informace rozdílným úřadům. Pro finanční trh v České republice je navíc nutné zohlednit fakt, že se jedná o velmi malý trh, který nevyžaduje takový počet dozorových úřadů. Rovněž skutečnost, že trh dozorovalo Ministerstvo financí, bylo v rámci Evropské unie nestandardní.¹²² Čihák a Podpiera (2006)¹²³ navíc na základě srovnávacích analýz prokazují, že v zemích s integrovaným dohledem existuje lepší regulatorní prostředí, neboť **integrovaný dohled směřuje k vyšší kvalitě**, a to nikoliv pouze bankovního dohledu ale i v ostatních oblastech. **Na výsledek, zda dojde ke zlepšení regulace, nemá navíc vliv, zda je integrovaný dohled vtělen do centrální banky či postaven mimo.**

3.12 Integrovaný dohled v České republice

V souladu s těmito trendy probíhaly i v ČR úvahy o integraci dozoru nad finančním trhem. Myšlenka sjednocení dozoru nad finančním trhem v České republice je stará několik let a objevila se v souvislosti s integrací dozoru v jiných státech.

Pro připomenutí bych jenom rád krátce zmínil předchozí stav v oblasti dohledu, který byl poměrně složitý svazek státních orgánů, právních předpisů a vztahů, přičemž byl charakterizován existencí čtyř dozorových subjektů:

édition, Institut Technique de Banque, Paris 1996, str. 75 a násl., nebo Vauplane, H., Bornet, J.P.: Droit des marchés financiers, Éditions Litec, Paris 1998. Popis stávajícího regulátora AMF lze nalézt např. in: Neuville, S.: Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires de France, Paris 2005, str. 105 a násl., Daigre, J.J.: La création de l'autorité des marchés financiers, Revue des sociétés 4/2003, str. 823, nebo Dictionnaire Permanent: Épargne et Produits Financiers, Éditions Législatives, Paris 2005, str. 152 B 2 a násl.

¹²¹ Francouzský ministr financí tuto příčinu zmínil jako první při debatě v senátu nad předloženým zákonem (srov. Vauplane, H., Daigre, J.J. La loi sur la sécurité financière, Revue Banque Édition, Paris 2004, str. 9).

¹²² Franěk, M.: Sjednocení dozoru nad finančním trhem, přednáška AFIZ, Praha 15.3.2006.

¹²³ Čihák, M., Podpiera, R.: Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial-Sector Supervision, Finance a úvěr č. 3-4/2006, str. 102.

1. Česká národní banka, která vykonávala dohled nad komerčním bankovníctvím po celou dobu existence České republiky (dohled nad investiční částí aktivit bank vykonávalo Ministerstvo financí a po něm Komise pro cenné papíry),
2. dohled nad družstevním bankovníctvím vykonávaný Úřadem pro dohled nad družstevními záložnami,
3. dozor nad kapitálovým trhem vykonávaný Komisí pro cenné papíry, která vznikla v roce 1998, přičemž do té doby byl dozor vykonáván Ministerstvem financí České republiky,
4. dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění vykonávaný Úřadem státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, který byl začleněn do organizační struktury Ministerstva financí. Zároveň byl částečně vykonáván Komisí pro cenné papíry. Státnímu dozoru KCP podléhala činnost penzijních fondů v rozsahu jejich povinnosti při investování do investičních nástrojů a obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, u penzijních fondů dále státní dozor nad dodržováním ustanovení o předmětu investování fondu.

Předchozí rozdělení státního dozoru bylo typické pro sektorový přístup, kdy jednotlivé úřady dozoruji jednotlivé oblasti podnikání a rovněž i instituce, které v této oblasti působí. Citované čtyři orgány byly vybaveny rozdílnými modely řízení, pravomocemi, monitorovacími systémy a finančními zdroji.

Na zasedání vlády dne 12.5.2004 byl projednán materiál s názvem „Koncepce integrovaného státního dozoru nad finančním trhem“, kterým byl jednomyslně schválen záměr postupné integrace státního dozoru nad finančním trhem do jediné instituce. V souladu s koncepcí navrženou všemi zainteresovanými orgány, tj. Ministerstvem financí, Českou národní bankou a Komisí pro cenné papíry, mělo k integraci docházet postupně v jednotlivých fázích. Navrhovaným zákonem mělo v první etapě do 30.6.2005 dojít ke sloučení dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky a do 31.12. 2005 pak Komise pro cenné papíry měla převzít dozor nad penzijními fondy a pojišťovnictvím, který byl v gesci Ministerstva financí. Na konci první etapy tak měly vzniknout dva dozorové orgány, které měly být ve druhé etapě, která byla ohraničena vstupem České republiky do

Hospodářské a měnové unie, integrovány do jediné instituce dozoru nad finančním trhem. Ve druhé etapě měly být na základě odborných analýz řešeny i konkrétní formy a působnosti této budoucí instituce.

Jaké bylo ale překvapení, když vláda na svém zasedání dne 24.8.2005 schválila zásadní změnu v původním konceptu, když na návrh Ministerstva financí a České národní banky odsouhlasila urychlení integrace orgánů dozoru. Místo postupného slučování do roku 2010, jak původně schválila, nabyt k 1. dubnu 2006 účinnosti zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.¹²⁴ Na základě citovaného zákona byl dohled nad finančním trhem (ve smyslu zastřešujícího pojmu) v České republice integrován do České národní banky. Z více stran zaznělo, proč na poslední chvíli byla rychle změněna koncepce integrace a že se jedná o nestandardní postup, neboť z hlediska trendu v uspořádání dozoru lze v poslední době vysledovat posun k osamostatňování dozoru, resp. vyčleňování bankovního dozoru z centrální banky.¹²⁵ Samotné rozhodnutí o sjednocení dohledu nad finančním trhem do jedné instituce bylo nepochybně politickým rozhodnutím. Přijetí přelomového zákona o dohledu bylo velmi nestandardní, neboť návrh zákona ani neprošel legislativní radou vlády a byl předložen rovnou do druhého čtení.

Změna systémového řešení, která byla přijata na poslední chvíli, nebyla předmětem žádné hlubší diskuse mezi odborníky, která by sloužila k vyhodnocení argumentů a následnému výběru nejvhodnějšího řešení. Většina existujících materiálů, které se k otázce integrovaného dozoru vztahují, se často vyznačuje subjektivním pohledem, neboť byla zpracována často odborníky se vztahem buď k České národní bance, nebo Komisi pro cenné papíry (zástupci ostatních státních orgánů do diskusí prakticky nezasahovali).¹²⁶

¹²⁴ Podrobné shrnutí obsahu novely lze nalézt např. Votava, J.: Integrace dohledu nad finančním trhem, *Daně a právo v praxi* č. 5/2006, str. 52, nebo články o nestandardním průběhu jeho přijetí Scholz, P.: Zásadní změny v dozoru nad finančním trhem, *Daně a finance* č. 7-8/2006, str. 27, a Vaníčková, E.: Legislativně právní aspekty realizace sjednocení výkonu dozoru nad finančním trhem v ČR, *Daně a finance* č. 4/2006, str. 4.

¹²⁵ Srov. stenozáznam z 9. schůze Senátu České republiky k mj. zákonu o dohledu dostupný na webových stránkách Senátu České republiky pod www.senat.cz/xqw/xervlet/pssenate/hlasovani?action=steno&O=5&IS=3340&T=231

¹²⁶ Srov. stanovisko Evropské centrální banky z 28. října 2005 dostupné na www.ecb.int, které konstatuje, že „navrhované rozšíření pravomocí ČNB na nebankovní dohled je v souladu s jejími úkoly, které souvisejí s Evropským systémem centrálních bank“. Blíže Tůma, Z.: Bankovní sektor

Při samotném rozhodování, jaké řešení integrace dozoru nad finančním trhem zvolit, se sice vycházelo z více variant, jež se vyskytují ve vyspělých ekonomikách, ale jak už jsem zmiňoval, tak nebyly předmětem hlubší diskuse.¹²⁷

Pokud bych měl shrnout **argumenty podporující integraci dozoru do České národní banky**, tak se jedná především o následující:

- struktura finančního trhu, který je přibližně ze čtyř pětín aktiv tvořen bankovními skupinami (dokonce 50% aktiv finančního sektoru spadá pod čtyři největší bankovní skupiny na tuzemském trhu). Tento argument se uvádí jako jeden z hlavních v důvodové zprávě k novele zákona o dohledu, kdy bankovní dohled je převažujícím odvětvím dozorové činnosti;
- snadný tok informací mezi bankovním dohledem a měnově-politickou částí České národní banky, který eliminuje rizika komunikačního šumu, neboť v rámci integrace se zavedly jednotné standardizované procedury a došlo k propojení databází;
- efektivnější využití personálních zdrojů, neboť samostatné financování umožňuje ČNB udržet si odpovídající specialisty v oblasti dozoru finančního trhu a tím tedy zvyšuje konkurenceschopnost ČNB jako zaměstnavatele. Kvalifikovaní zaměstnanci jsou předpokladem pro efektivní výkon dozoru. Nicméně odliv „mozků“ z regulátora není častým problémem pouze ČNB, ale potýkají se s nimi i ostatní regulátoři;¹²⁸
- výhoda tzv. náhrady ztracené měny, neboť integrace dozoru kompenzuje ČNB ztrátu pravomocí v měnově-politické oblasti po očekávaném vstupu do měnové unie, kdy odpovědnost přejde na Evropskou centrální banku;
- úspory provozních nákladů, protože se sníží nároky na státní rozpočet v rozsahu cca 100 miliónů Kč, neboť činnost ČNB je financována z jejího

v době fúzí bank i dohledu, Top Finance (speciál měsíčníku Bankovníctví a týdeníku Ekonom z 18.5.2006), str. 1.

¹²⁷ Přehledně zpracovaná studie Komise pro cenné papíry s názvem „Alternativy uspořádání integrovaného dozoru v ČR“ shrnuje celkem čtyři možné varianty řešení a rovněž uvádí i jednotlivé výhody a nevýhody možných alternativ institucionálního uspořádání integrovaného dozoru nad finančním trhem.

¹²⁸ Tento faktor je nepochybně důležitý, protože velká většina zaměstnanců orgánu státního dozoru považuje práci v úřadě za způsob, jak se něco naučit a zejména získat kontakty, které následně může využít v soukromé sféře. Často je tento faktor zmiňován v souvislosti s právníky amerického regulátora SEC.

vlastního rozpočtu, který je na státním rozpočtu nezávislý. Sloučením došlo k vytvoření jednotných databázových a statistických systémů, které umožňují rychlý přístup k informacím (odpadají náklady na informování se mezi jednotlivými regulátory). Tuto hypotézu podporují i zkušenosti FSA, která spočítala, že její náklady byly po sloučení předchozích devíti regulátorů daleko nižší, i když začala dozorovat mírně širší rozsah služeb. Goodhart (1998) ale upozorňuje, že integrace nemusí přinést pouze úsporu v nákladech, neboť v rámci jednoho regulátora budou existovat oddělené útvary, mezi nimiž může docházet k nedostatečné komunikaci či nesdílení informací. Jak už jsem uváděl v předchozím textu, tak se rovněž zmiňuje skutečnost, že u jediného regulátora je tento problém daleko hůře identifikovatelný než v případě specializovaných regulátorů. Navíc existence více regulátorů umožňuje porovnávat jejich náklady a případně generovat tlak na jejich snížení a vyšší efektivnost. Osobně ale vidím daleko větší výhody v existenci jediného regulátora, neboť riziku nedostatečné komunikace lze čelit vhodným organizačním uspořádáním a ekonomické porovnání nákladů státních orgánů je, jak jsem již zmiňoval v souvislosti s *cost benefit* regulací, velmi problematické a zatím je neuchopitelné. Spíše bych viděl výhody v tom, že jediný regulátor snižuje náklady samotným finančním institucím, neboť nemusí udržovat více někdy i rozdílných systémů a reportovat více orgánům.

V souvislosti s integrací dohledu do centrální banky se neobjevují pouze výhody, ale je nutné se zmínit rovněž o **nevýhodách** zvoleného řešení, přičemž některé z nich mohou být významné. Z jednotlivých nevýhod, která jsou s integrací spojena, jsem se v následujícím textu zaměřil pouze na taková, která považuji za nejvýznamnější.

Koncentrace pravomocí, kdy došlo k souběhu odpovědností za měnovou politiku, z které mj. vyplývá i její velmi výrazná nezávislost, a za dohled nad trhem, s kterým je spojen výkon exekutivní funkcí správního charakteru. Jako riziko vyplývající z koexistence měnové politiky a dozoru v jedné instituci se zmiňuje případ fungování bankovní záchranné sítě, který znamená možný konflikt ČNB jako věřitele poslední instance ve snaze stabilizovat bankovní sektor na jedné

straně a její odpovědnost za cenovou stabilitu a obavy z možných dopadů poskytnutí nouzového úvěru na straně druhé.¹²⁹ Tento argument je nejčastější námitkou proti sloučení dohledu do centrální banky, ale praxe zatím ukazuje, že tento argument není příliš opodstatněný.¹³⁰

Riziko konfliktu zájmů u priorit měnové politiky a dozoru, neboť ČNB fakticky dozoruje aktivitu, kterou sama provozuje,¹³¹ a trhy, jichž je účastníkem. Dohled není primárním cílem centrální banky, kterým je odpovědnost za cenovou stabilitu. Tento konflikt je chápán v tom, že pokud bude centrální banka v situaci, kdy bude volit mezi monetárním a dohledovým cílem, může dát přednost cíli primárnímu. Podle mého názoru je ale tento konflikt občas zveličován, neboť nástroje k jeho omezení lze spatřovat ve vhodné organizační struktuře, jež bude spočívat v oddělení odborů měnové politiky a výkonu dohledu, což je v případě ČNB splněno. Navíc v souvislosti se zavedením eura v České republice předmětné riziko úplně odpadne.

Veřejná kontrola činnosti dohledu v rámci výrazně nezávislé ČNB je velmi omezena. Kontrola je prakticky zúžena na povinnost předkládat zprávu o výkonu dohledu nad finančním trhem. Souhlasím s tím, že kontrola nad činností centrální banky není dostatečná. Je prakticky prováděna až ex-post po realizaci uvedené činnosti a navíc na základě písemné zprávy, kterou předloží samotná banka. V praxi může banka inklinovat k tomu, že do příslušné zprávy neuvede veškeré skutečnosti, které mohou být důležité a jejich negativní dopad se projeví až v delším horizontu.

Některé činnosti jsou výslovně zákonem vyloučeny z dohledu (§ 135 odst. 2 ZPKT), takže jakémukoliv dohledu nepodléhá vydávání krátkodobých cenných papírů, u nichž je emitentem ústřední banka, vedení evidence či provozování vypořádacího systému ústřední bankou. Dohledu rovněž nejsou podrobeny

¹²⁹ Srov. blíže ve studii Komise pro cenné papíry s názvem „Institucionální uspořádání dozoru – hlavní faktory“, která z velké části vychází ze studie Abrams, R. a Taylor, M.: Issues in the Unification of Financial Sector Supervision, IMF Working Paper WP/00/213, Washington D.C. 2000, str. 20. Další argumentace je uvedena in: Goodhart, C., Schoenmaker, D.: Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated, Oxford Economic Papers, Volume 47, Issue 4, 539-560, Oxford 1995.

¹³⁰ Například se nepodařilo prokázat, že by pád banky Barings měl nějaký dopad na důvěryhodnost britské měnové politiky, i když došlo k poškození prestiže Bank of England.

¹³¹ Česká národní banka aktivně obchoduje zejména na dluhopisových trzích, které současně dohlíží.

vztahy, kdy Česká národní banka vystupuje jako podnikatel a obchoduje s cennými papíry. V minulosti, kdy byl dozor vykonáván Komisí pro cenné papíry, měla centrální banka rovněž výjimky, nicméně její vedení evidence pokladničních poukázek dozoru podléhalo.

Neexistuje standardní mechanismus, jenž by zabezpečoval účinnou kontrolu, jako je například dozorčí rada, která funguje v běžných bankách. V případě České národní banky, i když vykazuje znaky podnikatele, se jedná o veřejnoprávní subjekt, který má svěřen kompetence správního úřadu, takže na ni nelze zjednodušeně pohlížet jako na normální akciovou společnost. Přesto je určitá míra kontroly a přehledu nad její činností žádoucí. Centrální banka totiž vystupuje nejen jako správní úřad, ale vstupuje do vztahů rovněž jako běžný podnikatel a obchoduje s majetkem, který jí byl státem svěřen.¹³² Možnost kontroly ze strany Nejvyššího kontrolního úřadu nepovažují za dostatečnou, protože je realizována pouze jednou za čas. V úvahu by mohlo přicházet **zřízení obdobné dozorčí, resp. správní rady** (Verwaltungsrat), která funguje u německého orgánu dohledu Bundessanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, kdy rada kontroluje činnost vedení, jenž jí pravidelně reportuje. Možnost kontroly jak ze strany státní moci, tak veřejnosti jsou zajištěny tím, že členy rady jsou zástupci ministerstev, zákonodárského sboru a rovněž zástupci účastníků trhu.

K dalším nevýhodám se řadí **aktuální pozice dohledu**, neboť dohled se stal pouze jednou z několika činností, které vykonává ČNB, takže kapitálový, resp. finanční trh nebude mít specializovanou dozorovou instituci s jednoznačným zaměřením. Citovanou skutečnost nevidím jako významnou nevýhodu, neboť možné riziko bylo potlačeno přechodem zaměstnanců do centrální banky. Na druhou stranu **spatřoval bych spíše riziko v nejasném nadefinování cílů dohledu ve stávající právní úpravě a rovněž i neexistenci koncepce regulace a výkonu dohledu.**

Obdobným způsobem (přechodem zaměstnanců) bylo částečně eliminováno **riziko přerušení kontinuity dozoru a ochrany spotřebitele**, neboť ČNB se zaměřovala výhradně na oblast ochrany cenovou stability a Komise pro cenné

¹³² Analogicky bych poukázal na Českou konsolidační agenturu, která je finanční institucí nebankovního typu (nepřijímá vklady od veřejnosti a neposkytuje úvěry) a rovněž vykazuje znaky podnikání a u níž funguje dozorčí rada.

papíry zase na ochranu spotřebitele. Zaměřením se na ochranu podmínek obezřetného podnikání, které ve svém důsledku sleduje stabilitu systému, hrozí ztráta know-how v oblasti ochrany spotřebitele.¹³³ Předmětné riziko se nesmí podceňovat, neboť určitý handicap v této oblasti si uvědomuje i samotná ČNB.¹³⁴

V literatuře se uvádí i tzv. **problematika morálního hazardu**, kdy dohled vykonávaný Českou národní bankou může vzbuzovat očekávání investorů a veřejnosti, že stejně jako postupuje vůči bankám bude postupovat i vůči jiným finančním institutům. Centrální banka je totiž oprávněna v případě nedostatku likvidních prostředků pomoci ostatním bankám formou poskytnutí těchto prostředků nebo úpravou úrokových sazeb. Prakticky to znamená vyvolání pocitu, že veškerý majetek svěřený ostatním institucím požívá stejnou ochranu jako bankovní depozita. Na druhou stranu lze určitě namítnout, že porozumění veřejnosti, jak funguje garanční systém, je bohužel zatím nízké, takže by se riziko morálního hazardu nemělo objevit.

Samotná integrace není ale zárukou dosažení jejích teoretických přínosů. Důležitá je rovněž rychlost a kvalita organizačních změn doprovázejících integrační proces tak, aby se úřad a jeho zaměstnanci zabývali přechodem na novou práci v takovém rozsahu, aby co nejméně utrpěla kvalita výkonu dozoru. Na základě zkušeností s integrací je nutné poznamenat, že tento požadavek se podařilo splnit. Po roce fungování integrovaného dohledu můžeme konstatovat, že prakticky žádné viditelné změny nenastaly,¹³⁵ ale na druhou stranu bohužel ani nelze identifikovat nějaké benefity, které měl sloučený dohled přinést licencovaným subjektům.¹³⁶

¹³³ Byl to jeden z argumentů KCP v citované studii, ale oproti tomu tento argument považuje za nedůležitý C.Briault z FSA, který uvádí, že mezi conduct of business a prudential regulation nemůže existovat žádný konflikt, neboť obě směřují k ochraně zákazníků. Obdobně se uvádí i názory pro sjednocení do centrální banky ve studii Abrams, R. a Taylor, M.: Issues in the Unification of Financial Sector Supervision, IMF Working Paper WP/00/213, Washington D.C. 2000, str. 19.

¹³⁴ Srov. rozhovor s členem bankovní rady ČNB Miroslav Singerem v Hospodářských novinách dne 5.2.2007 pod názvem „České banky si vysoké zisky zaslouží“.

¹³⁵ Představitelé centrální banky dokonce přiznávají, že ČNB zatím stále nabírá zkušenosti ve vztahu k oblastem, které po integraci nově dozoruje (srov. Singer, M.: The Capital Market in the Czech Republic: Development, Regulation, Supervision and Corporate Governance, přednáška ICC Commission on Financial Services and Insurance: 4th Corporate Governance Roundtable, Prague 18.4.2007).

¹³⁶ Přinejmenším postrádám alespoň mezitímní analýzu zpracovanou ČNB či Ministerstvem financí, jež by výhody integrovaného dohledu prokazovala.

Nicméně bez ohledu na zvolený model integrace dohledu je nutné poznamenat, že **nová struktura nikdy negarantuje lepší regulaci**, i když jednotná regulace je ve velké většině se zefektivněním regulace spojena. Z publikovaných výzkumů¹³⁷ vyplývá, že pro zlepšení regulace není důležité, zda novým dozorovým orgánem se stala centrální banka či jiný orgán. Přínosnější než diskutovat o optimálním modelu regulace je v současné době nastavení jasných pravidel a způsobu, jakými se bude samotný orgán dohledu řídit a jaká by ho měla vést k výkonnější a efektivnější regulaci.

Podle původních předpokladů by v roce 2008 měly být podrobeny revizi jednotlivé zákony upravující různá odvětví finančního trhu a rovněž připraven nový zákon o dohledu, takže se snad vytvoří prostor pro odbornou diskusi. Veliká pozornost bude rovněž věnována otázce posílení postavení spotřebitele. Podle původních předpokladů měla být rovněž zřízena nová instituce, která se pracovním označovala jako finanční ombudsman. Nový orgán měl převzít agendu ochrany spotřebitele na finančním trhu, ale vláda na svém dubnovém zasedání v roce 2007 rozhodla, že finanční ombudsman se zřizovat nebude a pouze budou posíleny pravomoci finančního arbitra. K otázce ochrany spotřebitele ve vztahu k České národní bance se ještě vrátím ve zvláštní části.

¹³⁷ Čihák, M., Podpiera, R.: Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial-Sector Supervision, Finance a úvěr č. 3-4/2006.

4. ZVLÁŠTNÍ ČÁST

Předchozí část své práce jsem se pokusil převážně věnovat trendům, které se objevují v zahraniční odborné literatuře a které měly obecnější povahu a věnovaly se otázkám nadefinování a způsobu nastavení regulace a dohledu. Ve zvláštní části bych rád přinesl bližší pohled na konkrétní právní úpravu dohledu nad finančním, resp. kapitálovým trhem a rovněž jeho regulaci. Nepřináším vyčerpávající popis platné právní úpravy, neboť například existuje poměrně široká odborná literatura týkající se postavení České národní banky a jejího ukotvení v tuzemském právním řádu. Z uvedeného důvodu se této tématice věnuji pouze v základních rysech s tím, že se soustředím na místa, která mají vztah k výkonu dohledu a zdají se podle mého názoru nejasná či nepřesně nadefinovaná. Současně se zmiňuji o významnějších změnách, které čekají tuzemskou právní úpravu v souvislosti s poslední novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu, která transponuje již zmíněnou směrnici MiFID.

Zákonem č. 57/2006 Sb. byl novelizován zákon o Komisi pro cenné papíry, čímž se v České republice završila integrace dohledu nad kapitálovým a ve své podstatě celým finančním trhem. S ohledem na skutečnost, že působnost zaniklé Komise pro cenné papíry přešla na Českou národní banku, muselo dojít k přejmenování citovaného zákona na zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu. Tento zákon i nadále zůstává základní právní normou pro výkon státního dozoru nad kapitálovým trhem, což, jak budu zmiňovat dále v textu, není žádná dobrá zpráva.

S ohledem na skutečnost, že na centrální banku přešla působnost dalších tří orgánů, musel citovaný zákon o integraci upravit nejen přechod dohledu nad kapitálovým trhem, ale i přechod v jiných oblastech jako je pojišťovnictví, penzijní připojištění a podnikání družstevních záložen. Za účelem zachování kontinuity byla nastavena pravidla pro nakládání s majetkem, přechod zaměstnanců do ČNB a rovněž byla zajištěna platnost existujících vyhlášek. Předmětný zákon, který měl dopad na všechny ostatní oblasti finančního trhu s výjimkou bankovníctví, kde v zásadě nedošlo k žádným změnám, je však pouze prvním krokem ke sjednocení dohledu.

4.1 Postavení a struktura České národní banky

Po integraci orgánů státního dozoru přetrvávala Česká národní banka, která je ústřední bankou státu nezávislou na výkonné moci. Její postavení vychází z článku 98 Ústavy, přičemž je blíže upřesněno v zákoně o ČNB, jenž konstatuje, že je nejen ústřední bankou České republiky, ale i orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. Je samostatnou právnickou osobou, která má postavení veřejnoprávního subjektu, přičemž jsou jí svěřeny některé kompetence správního úřadu.¹³⁸

Otázkám postavení centrální banky se věnuje vcelku početná odborná literatura, takže bych se rád zmínil pouze o jedné skutečnosti. Již jsem zmiňoval, že po přijetí jednotné měny euro v České republice¹³⁹ ztratí ČNB svoji působnost v oblasti měnové politiky, která přejde na Evropskou centrální banku. S ohledem na skutečnost, že bude nutné znovu „předefinovat“ roli České národní banky a více například zdůraznit její roli v oblasti dohledu nad finančním trhem, je otázkou, zda by v této souvislosti nemělo dojít k novelizaci samotné Ústavy. Osobně jsem toho názoru, že předmětný článek 98 Ústavy, který upravuje postavení a cíle České národní banky, bude nadbytečný. Příčinou zařazení centrální banky přímo do Ústavy byla skutečnost, aby posílena její nezávislost a rovněž to, aby se posílila tendence řízení prostřednictvím zejména ekonomických nástrojů.¹⁴⁰

Centrální banka se ale po přijetí eura stane zejména orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem a podle mého názoru není tedy žádný důvod, aby její postavení bylo zakotveno v Ústavě.

Vnitřní struktura ústřední banky je zákonem o ČNB nastavena tak, že nejvyšším řídicím orgánem je **bankovní rada**, která je zároveň odpovědná za stanovení organizačního uspořádání a působnost vnitřních jednotek. Bankovní rada primárně určuje měnovou politiku banky a nástroje, které vedou k jejímu

¹³⁸ Srov. blíže např. Pavlíček, V., Hřebejk, J.: Ústava a ústavní řád České republiky. 1. díl – Ústavní systém. 2. vydání. Linde. Praha 1998, str. 331, Hendrych, D., Svoboda, C. a kol.: Ústava České republiky. Komentář. 1. vydání. Praha. C.H.Beck 1997, str. 171, Gerloch, A., Hřebejk, J., Zoubek, V.: Ústavní systém České republiky. Základy českého ústavního práva. 4. vydání. PROSPEKTRUM. Praha 2002, str. 266 nebo Klíma, K.: Ústavní právo. 3. vydání. Aleš Čeněk. Pízeň 2006, str. 540.

¹³⁹ Přesné datum ještě není známo, ale podle posledních názorů se jeho přijetí předpokládá na rok 2012.

¹⁴⁰ Srov. blíže Pavlíček, V., Hřebejk, J.: Ústava a ústavní řád České republiky. 1. díl – Ústavní systém. 2. vydání. Linde. Praha 1998, str. 331.

uskutečnění, přičemž kromě rozhodování o zásadních měnových opatřeních spadá do její působnosti i rozhodování o opatřeních v oblasti dohledu nad finančním trhem. O povaze opatření, které mají pro samotný dohled nad finančním trhem sporný význam, se budu blíže věnovat v části týkající se legislativy.

Funkční období bankovní rady, která se skládá z guvernéra, dvou viceguvernérů a čtyř dalších členů, je šestileté s jednou možností opětovného zvolení. Všechny členy rady jmenuje a odvolává prezident. V souvislosti se složením bankovní rady začali někteří autoři, přičemž sám tento názor také sdílím, upozorňovat, že **bankovní rada se vyznačuje možným kvalifikačním problémem**, neboť její členové byli vybráni s ohledem na svoje znalosti a zkušenosti v oblasti monetární ekonomie, a nikoliv v oblastech, které mají blízko k výkonu regulace a dohledu nad finančním trhem.¹⁴¹ Tento problém vystoupil do popředí zejména po integraci orgánů státního dozoru, kdy se ukazuje důležité, aby členem bankovní rady byla osoba, která by mohla doložit zkušenosti z oblasti výkonu dohledu nad finančním, resp. kapitálovým trhem. Potvrzení uvedeného názoru se potvrdilo rovněž při jmenování posledních dvou členů bankovní rady a je dalším z důkazů, že zatím se v dosavadní politice centrální banky upřednostňují měnové otázky před regulatorními. Do budoucna bych proto navrhoval, aby došlo k navenek k posílení úlohy dohledu nad finančním trhem a členem bankovní rady se stala **osoba, která se může prokázat zkušenostmi a renomé v oblasti regulace a výkonu dohledu nad finančním trhem**. Přispěje to minimálně k odlišnému vnímání postavení České národní banky, která již nemůže vystupovat pouze v úloze v instituce regulující měnovou politiku státu.

V této souvislosti bych pro srovnání zmínil diametrálně odlišný (a zároveň i vhodnější) přístup, který zvolili na Slovensku, i když tam funguje identický model regulace a dohledu jako v České republice. Ve Slovenské republice se dne 1.1.2006 uskutečnila integrace celého dohledu nad finančním trhem v oblasti bankovníctví, kapitálového trhu, pojišťovnictví a penzijního připojištění, kdy jediným orgánem zůstala Národní banka Slovenska („NBS“).¹⁴² Rozšíření působnosti NBS reflektovala i příslušná novela zákona, která kromě jiného rozšířila počet členů bankovní rady NBS z osmi na jedenáct, přičemž na rozdíl od

¹⁴¹ Havel, J.: Dilemata českého dozoru finančních trhů, Working Paper UK FSV – IES, Praha 2004.

České republiky byli za nové členy jmenováni odborníci na regulatorní a dozorovou činnost.

I když podle mého názoru není dohled nad kapitálovým trhem zrovna v České národní bance příliš protěžovaný, tak přesto muselo dojít v souvislosti s integrací k reorganizaci její vnitřní struktury. V orgánu, který byl dosud zaměřen na měnovou politiku, vznikly **dvě nové sekce**. Jedna sekce centrální banky se zabývá regulací a dohledem nad pojišťovnamí a další nově zřízená sekce se věnuje regulaci a dohledu nad kapitálovým trhem, přičemž prakticky převzala celou agendu Komise pro cenné papíry, včetně jejích zaměstnanců. Uvnitř centrální banky se tedy jakoby vytvořila původní Komise pro cenné papíry za účelem zajištění kontinuity dohledu nad kapitálovým trhem. Nicméně sekce nejsou samostatné, neboť jsou přímo podřízené bankovní radě, a to členovi, který se dosud věnoval makroekonomickým otázkám. Jak už jsem zmiňoval v části věnující se složení bankovní rady, nejedná se zrovna o optimální variantu.

V rámci druhé jmenované sekce existuje samostatný odbor poskytovatelů investičních služeb, přičemž osobně bych uvítal podstatné rozšíření jeho působnosti. Chybí totiž, a to není problémem organizační struktury České národní banky ale zákonodárce, regulace a dohled nad investičními zprostředkovateli, kteří nabízejí různé formy pojištění. Je s podivem, ale tato podnikatelská činnost zatím nepodléhá regulaci a dohledu na rozdíl od obdobného zprostředkování koupě podílových fondů. Chyby, které se při distribuci objevují, jsou přitom prakticky identické jako u prodeje pojištění. Často dochází k nepřesnému informování spotřebitele, který nezíská veškeré relevantní informace před samotnou koupí příslušného produktu. Do budoucna bych navrhoval, aby měla **oblast investičního zprostředkování pojišťovacích produktů podléhala stejně přísné regulaci a dohledu, jako je tomu u ostatních poskytovatelů investičních služeb.**

Kromě rozšíření působnosti, která se odvíjí od novelizace příslušných právních předpisů, je otázkou, zda by měla existovat samostatná sekce bankovní regulace a dohledu, když banky navíc ještě podléhají dohledu odboru poskytovatelů investičních služeb, který zase spadá pod jinou sekci, a to regulace a dohledu nad

¹⁴² V rámci integrace byl ze zákona zrušen Úřad pre finančný trh, který dozoroval finanční trh.

kapitálovým trhem. Jedná se podle mého názoru o určitou nekonzistentnost, která je ale zapříčiněna složením tuzemského trhu, jenž z převážné většiny tvoří banky. V současné době probíhá uvnitř České národní banky debata o budoucí vnitřní organizaci dohledových činností, takže otázkou zůstává, zda by do budoucna nebylo **vhodné tyto sekce alespoň určitým způsobem sjednotit**, aby bankovní dohled nezůstával stranou dohledu nad ostatními subjekty, čímž dochází k posilování dojmu, že se jedná o něco zvláštního. Je to v rozporu se světovým vývojem, který směřuje k tomu, že se dohled nad bankami a jinými regulovanými subjekty, které podnikají na finančním, resp. kapitálovém trhu neustále přibližuje.

Dalším krokem, který byl v souvislosti se změnou zákona o ČNB realizován, bylo **zřízení Výboru pro finanční trh**. Výbor funguje jako poradní orgán bankovní rady a je složen ze sedmi členů, z nichž tři jsou voleni rozpočtovým výborem Poslanecké sněmovny ČR na návrh profesních a zájmových organizací působících na finančním trhu a dva jsou jmenováni ministrem financí. Výbor dále doplňují finanční arbitr a jeden z členů bankovní rady ČNB. Oproti minulosti, kdy žádný podobný orgán neexistoval při Komisi pro cenné papíry, se nepochybně jedná o přínos pro celý trh, neboť výbor by měl především zajišťovat, aby se na půdě ústřední banky objevovaly názory týkající se nastavení celkové koncepce správné regulace a dohledu. Výbor nedisponuje žádnými pravomocemi při vydávání správních rozhodnutí, ale v jeho rámci jsou diskutovány obecné koncepční otázky dohledu nad finančním trhem (pojmem „finanční trh“ se nepochybně musí rozumět i trh kapitálový), které vychází jak z tuzemských, tak mezinárodních trendů na trhu.

Původní záměr byl nepochybně správný, kdy jeho poměrně pestré složení mělo zajistit, aby byla ve výboru zohledněna celá škála odborných názorů a zájmů jak účastníků trhu, tak státu či spotřebitelů. Navržená koncepce výboru vychází ze současného trendu posilování samoregulačních prvků na trhu a umožnila samosprávným asociacím navrhnout do výboru svého zástupce. Na druhou stranu musím poznamenat, že podle mého názoru je stávající složení výboru tak, jak je nadefinováno v zákoně o ČNB, poměrně široce rozprostřeno od různých zájmových skupin na trhu až po zástupce výkonné moci. Tento koncept potom může vést k tomu, že se na půdě výboru **budou spíše prosazovat zájmy**

jednotlivých skupin, aniž by se bral ohled na samotný smysl jeho zřízení a fungování – sledování trendů na finančním trhu a předkládání koncepcí a systémových řešení dohledu nad tímto trhem. Potvrzením mého názoru mohou být dosavadní aktivity výboru, kdy teprve po uplynutí jednoho roku od jeho zřízení byla předložena pouze obecná koncepce dohledu nad finančním trhem, která v naší republice dosud chyběla. Příslušná národní doktrína dohledu, regulace a rozvoje finančního trhu s názvem „Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky“ by měla být základem pro stanovení cílů směřujících ke zvýšení atraktivnosti tuzemského trhu pro investory. Zároveň by měla sloužit pro další odbornou diskusi, jakým způsobem nastavit regulaci a dohled, která bude vtělena do příslušného zákona.¹⁴³

Vedle složení členů výborů zastupujících převážně zájmy poskytovatelů investičních služeb další **nejasnosti vyvolává zastoupení finančního arbitra ve výboru**. Do působnosti arbitra totiž podle platné právní úpravy spadá rozhodování sporů v oblasti platebního styku, což je oblast, která nesouvisí s problematikou finančního trhu. Podle původních předpokladů ho měl později nahradit finanční ombudsman, jenže stávající vláda letos rozhodla, že se zřizovat nebude.¹⁴⁴ V případě, že by v blízké době nedošlo k rozšíření působnosti arbitra, který by se mohl zaměřit na celou oblast rozhodování sporů mezi spotřebiteli a poskytovateli služeb na finančním trhu, je podle mého názoru jeho přítomnost ve Výboru pro finanční trh zbytečná. S ohledem na účel výboru, kterým je předkládat vedení

¹⁴³ Z veřejně přístupných zápisů Výboru pro finanční trh, které jsou k dispozici na webových stránkách České národní banky, vyplývá, že výbor na svém zasedání dne 26.9.2006 krátce zmínil nutnost zahájení debaty o národní doktríně dohledu, regulace a rozvoje finančního trhu. Na dalším zasedání dne 20.3.2007 již konstatoval, že záměr vzniku nového zákona o dohledu nad finančním trhem sice podporuje, ale už ho nepovažuje za prioritní. Převážil totiž názor Ministerstva financí, že důležitější jsou jiné legislativní úkoly (např. transpozice směrnice MiFID či nový zákon o pojišťovnictví). Je ale otázkou, zda nový zákon o pojišťovnictví je relevantním argumentem pro odklad nastavení celkové koncepce regulace a dohledu finančního trhu. Výbor třeba svolal o měsíc později na den 26.4.2007 mimořádné jednání, které se týkalo návrhu novely zákona o daních z příjmů a zákona o rezervách na pojišťovací sektor, jež bylo iniciováno z podnětu České asociace pojišťoven. Tato skutečnost opět vyvolává otázky spojené s opodstatněností nastavení stávajícího výboru, které vytváří prostor pro prosazování zájmů některých účastníků trhu. Nicméně alespoň dne 29.5.2007 byla publikována citovaná národní doktrína dohledu, regulace a rozvoje finančního trhu, kterou projednal Výbor pro finanční trh.

¹⁴⁴ Na téma institucionální zajištění ochrany spotřebitele v oblasti finančních služeb panovaly mezi Ministerstvem financí a Českou národní bankou odlišné názory a nakonec převážil názor ministerstva, které argumentovalo, že jeho zřízení by znamenalo další nároky na státní rozpočet či účastníky trhu.

ústřední banky koncepční materiály týkající se systémových změn v oblasti finančního trhu, nemůže být finanční arbitr pro fungování výboru přínosem.

Výše uvedené nejasnosti, které jsem vyzdvihl ve spojení s Výborem pro finanční trh, mě vedou k názoru, zda by nebylo vhodnější nastavit jiný koncept fungování poradního sboru. **Navrhoval bych** v souvislosti s rozsáhlou novelizací právní úpravy dohledu **zrušit stávající Výbor pro finanční trh**, který je podle mého názoru nastaven v příliš obecné rovině a jsou v něm zastoupeny parciální zájmy různých účastníků a osob pohybujících se na kapitálovém trhu, které se musí zákonitě tříštit. **Za předložení návrhu koncepce regulace a dohledu by měl v první řadě odpovídat příslušný člen bankovní rady, resp. členové.** Již jsem zmiňoval, že stávající bankovní rada je zaměřena výhradně jednostranně – na měnové otázky a chybí jí znalosti a zkušenosti z oblasti kapitálového trhu, který je specifický. Pokud by alespoň někteří ze členů bankovní rady disponovali příslušnými zkušenostmi a znalostmi, mohla by za zpracování koncepcí a systémových řešení v oblasti regulace a dohledu být odpovědná přímo bankovní rada.

Poradní funkce, kterou se nyní vyznačuje jeden universální Výbor pro finanční trh, lze nahradit modelem, který je využíván například ve Francii. V rámci francouzského regulátora AMF fungují patnáctičlenné komise, které se schází jednou za měsíc a které mají úkoly, jež jsou více specifické a jednoznačně uchopitelné. Tyto komise zároveň publikují výstupy, které se následně dají zohlednit v činnosti regulátora (např. slouží jako podklad pro vydání jeho metodik či stanovisek).¹⁴⁵

4.2 Cíle

Za účelem bližšího pohledu na nastavené cíle České národní banky je nutné se opět vrátit do již citovaného článku Ústavy (čl. 98), který konstatuje, že „*hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu*“. Obdobně jako citovaný článek Ústavy stanoví rovněž zákon o ČNB, že hlavním cílem centrální banky je péče o cenovou stabilitu, přičemž ještě upřesňuje, že dokonce veškerou svoji činnost

¹⁴⁵ V rámci francouzského regulátora AMF fungují například komise pro otázky správy aktiv či komise pro informační povinnosti emitentů.

musí poměřovat svým hlavním cílem, mj. rovněž výkon dohledu nad osobami působícími na finančním trhu (§ 2 odst. 2 zákona o ČNB).

Je ovšem absurdní, aby byl výkon dohledu nad finančním trhem, kdy Česká národní banka vystupuje jako typický správní úřad, poměřován cenovou stabilitou. V případě výkonu dohledu si to lze velmi těžko představit, neboť podle mého názoru se **nedá slučovat dohled nad finančním trhem s péčí o cenovou stabilitu**, neboť se jedná o odlišné věci, které jsou velmi těžce slučitelné. Cíle dohledu a stejně tak i regulace nad finančním trhem by měly, zjednodušeně řečeno, směřovat k ochraně spotřebitelů, zvýšení důvěry a transparentnosti pro investory, stejně jako udržení stability celého trhu, jak blíže rozvádím v části týkající se odůvodnění regulace. Předmětné ustanovení, i přes nesmyslný závazek centrální banky poměřovat vše cenovou stabilitou, přináší alespoň jeden z cílů nadefinovaný – péči o bezpečné fungování a rozvoj finančního trhu v České republice a přispívání ke stabilitě systému jako celku.

V zákoně o ČNB jsou tedy zmíněny cíle, které jsou makroekonomické povahy a zaměřují se na trh jako celek. Pokud bychom se chtěli přesvědčit, zda právní úprava definuje i další cíle orgánu dohledu, je nutné se podívat do zákona o dohledu, jenž ve svém ustanovení § 2 konstatuje, že „Česká národní banka při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem posiluje důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh zejména tím, že přispívá k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu a podporuje osvětu v této oblasti.“ Citovaný zákon se tedy věnuje dalším cílům, které by měla správně nastavená regulace a dohled obsahovat. Nicméně cíle jsou nastaveny pouze ve vztahu ke kapitálovému trhu, a nikoliv celému finančnímu trhu, jak by to mělo být správně. Souvisí to s již uvedenou nejednotnou terminologií používanou v našich předpisech, která se týká pojmů „trh kapitálový“ a „trh finanční“. V této souvislosti bych jenom poznamenal, že daleko vyšší rizika jsou navíc spojena s obchodováním s deriváty, jež se realizuje na finančním trhu.

V souvislosti se zmíněnou ochranou investorů, ke které by podle zákona o dohledu měla přispívat Česká národní banka, bych se rád věnoval jedné věci – **ochraně spotřebitele**, která by alespoň podle mého názoru měla být prvotním

cílem regulátora a orgánu dohledu.¹⁴⁶ V České republice je v oblasti právní úpravy finančního trhu poněkud schizofrenní situace, protože podle kompetenčního zákona je ústředním orgánem státní správy pro ochranu zájmů spotřebitelů na finančním trhu Ministerstvo financí s výjimkou dohledu nad finančním trhem, který spadá do působnosti České národní banky. Je zvláštní, že ochrana spotřebitele je vyčleněna do působnosti ministerstva, i když třeba zákon o pojišťovnictví stanoví, že ČNB vykonává dohled s ohledem na ochranu spotřebitelů. Stejně tak i citovaný zákon o dohledu zmiňuje, že centrální banka přispívá k ochraně investorů. Zde se nejedná přímo o ochranu spotřebitelů, ale podle mého názoru zákonodárce měl spotřebitele na mysli, jenom to nepřesně vyjádřil. Ostatně použitý pojem „investor“ je natolik široký, že v sobě mj. zahrnuje i spotřebitele. Z obdobné úvahy pravděpodobně vychází i Česká národní banka, která dne 29.5.2007 vydala již citovanou národní doktrínu dohledu, regulace a rozvoje finančního trhu s názvem „Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky“,¹⁴⁷ v níž zmiňuje, že ochranu spotřebitele zajišťuje kromě dalších institucí, jako je Ministerstvo financí České republiky, finanční arbitr a Česká obchodní inspekce, také ona samotná.

Jak ale vyplývá z výše uvedených právních předpisů, **ochrana spotřebitele** zmíněná v doktríně centrální banky přesně **neodpovídá stávající právní úpravě**. Předmětná ustanovení kompetenčního zákona a zákona o dohledu svědčí o nekoncepční právní úpravě. Pokud byl původní záměr výslovně vyčlenit ochranu spotřebitele do působnosti Ministerstva financí, měl být zákonodárce důslednější. Osobně si myslím, že není důvod, aby ochranu spotřebitele nevykonávala samotná Česká národní banka, která po zavedení eura v České republice ztratí svůj nejvýznamnější úkol – měnovou politiku. Navíc v současnosti se ani ministerstvo nevyznačuje žádnou zvláštní aktivitou vůči ochraně spotřebitele s výjimkou toho, že zpracovalo (zatím neveřejný) rámcový plán ochrany

¹⁴⁶ Obdobně se i ve Francii klade na první místo ochrana úspor (srov. Vauplane, H., Daigre, J.J. : La loi sur la sécurité financière, Revue Banque Édition, Paris 2004, str. 20).

¹⁴⁷ Doktrína se snaží vytyčovat vize, mise, hodnoty a zásady, jimiž se orgán dohledu hodlá řídit. Vychází z obdobných dokumentů, které mají zahraniční regulátoři s tím, že v souladu s moderními trendy chce nejen usilovat o stabilitu systému a rozvoj trhu, ale zároveň se chce vyznačovat citlivým přístupem k regulaci a výkonu dohledu. Jedná se zatím o velmi obecný materiál a za důležitější bych považoval, nakolik se tyto principy a zásady podaří vtělit do nového zákona o dohledu. Je ale otázkou, v jakém časovém horizontu bude nový zákon přijat, neboť jak vyplývá z posledních zápisů zasedání Výboru pro finanční trh, není tento zákon považován za prioritu.

spotřebitele a připravuje návrhy zákonů, které ochranu spotřebitele zohledňují (stejně tak ale musí ministerstvo při jejich zpracování respektovat další cíle směřující k zajištění ochrany a stability finančního trhu).¹⁴⁸ **Ochranu spotřebitele bych proto navrhol přenést do působnosti České národní banky s výjimkou rozhodování sporů mezi spotřebiteli a poskytovateli investičních služeb, o něž by se mohla rozšířit působnost finančního arbitra. Přesun ochrany spotřebitele je ale podmíněn transformací České národní banky, aby se více přiblížila postavení klasického ústředního orgánu státní správy.**

Na základě předchozího textu mohu konstatovat, že zákonné vymezení cílů, resp. základního cíle činnosti centrální banky je stále poplatné jejímu postavení v minulosti a nereflktuje aktuální vývoj, kdy se po integraci orgánů státního dozoru do centrální banky podstatně změnila její úloha. Zákodárce sice novelou zákona o ČNB upravil její působnost, kterou rozšířil o dohled nad finančním trhem, ale už se příliš nezaobíral nastavením jejích cílů. Navíc nastavené cíle centrální banky jsou ve vztahu k výkonu dohledu vymezeny podle mého názoru naprosto vágně a nedostatečně a stejně tak je zbytečné, aby byly zmiňovány ve dvou rozdílných zákonech, když regulaci a dohled vykonává totožný orgán.

Jak jsem se snažil prokázat v části týkající se odůvodněnosti regulaci, správné nastavení cílů regulace a dohledu je základem pro jejich efektivní výkon. V souvislosti s připravovaným sjednocujícím zákonem je nutné nejdříve **připravit obecnou koncepci, strategii a přístup k dohledu nad finančním trhem, která bude předložena k veřejné diskusi.** Následně se potom cíle, které z ní budou vyplývat, **nadefinují do jediného zákona, který bude upravovat postavení a působnost České národní banky.** Bude postačovat nastavit cíle v jednom zákoně jak pro trh kapitálový, tak finanční, resp. bude postačovat nastavit jednotné zásady pro oba dva typy trhů, jež budou spočívat na ochraně spotřebitele a stabilitě samotného trhu.

¹⁴⁸ Ministerstvo v roce 2006 iniciovalo založení Expertní skupiny pro finanční sektor, která se má zabývat koncepčními otázkami zejména ochrany spotřebitele (např. vytvoření kodexu chování finančních institucí ke klientům či vzdělávacími aktivitami), ale zatím o výsledcích činnosti expertní skupiny není slyšet.

4.3 Působnost a pravomoci

Centrální banka byla novelou zákona o ČNB prohlášena vedle klasických úloh, které ve světě plní centrální banky, rovněž orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. Citovaný zákon o integraci novelizoval kompetenční zákon, aby mohlo dojít k převodu působnosti v oblasti dohledu nad finančním (a tím i kapitálovým) trhem na Českou národní banku. Některé výjimky ale stejně jako v minulosti přetrvaly, neboť dohled nad poskytováním a vrácením státního příspěvku v případě stavebního spoření a penzijního připojištění nadále spadá pod Ministerstvo financí.¹⁴⁹

Působnost centrální banky je stanovena zákonem jako výkon dohledu dle zákona o dohledu a zvláštních předpisů, které upravují oblast podnikání na kapitálovém trhu, kolektivní investování, vydávání dluhopisů, vymezenou oblast práva obchodních společností a umístování peněžních prostředků penzijních fondů, přičemž Česká národní banka rozhoduje o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech právnických a fyzických osob a rovněž i kontroluje plnění informačních povinností. Vedle toho vykonává další činnosti, jež stanoví zákon o dohledu, což je například vedení seznamů licencovaných subjektů.

Působnost je vymezena sice komplexnějším způsobem než v minulé úpravě, ale pořád **velmi nesystematicky**, neboť je roztržena hned do několika právních předpisů. Mezi sporná ustanovení můžeme řadit skutečnost, proč je například v ustanovení § 3 písm.c) zákona o dohledu výslovně zmíněna kontrola plnění informačních povinností, když tato povinnost by se dala podřadit pod písmeno a) citovaného ustanovení stanovící obecně působnost České národní banky jako výkon dohledu v rozsahu stanoveném příslušnými zákony. Kontrola plnění informačních povinností nepochybně spadá pod výkon dohledu.

Česká národní banka vykonává **dohled nad celou řadou subjektů**, které působí na kapitálovém trhu, resp. finančním trhu, či jsou jinak s působením na tomto trhu spojeny (např. nucení správci či likvidátoři licencovaných subjektů). Přesný výčet

¹⁴⁹ V této souvislosti jenom zmiňuji, že zákon o penzijním připojištění je zrovna dalším důkazem roztržitosti používání pojmů dozor a dohled, když výše popsanou činnost ministerstva nazývá státním dozorem, zatímco ve stejném zákoně používá pro identickou činnost České národní banky pojem dohled.

stanoví příslušný právní předpis, takže ho nebudu uvádět, ale pouze zmíním některé nepřesnosti.

Vymezení osob, nad nimiž centrální banka v rámci kapitálového trhu vykonává dohled, je opět nesystematicky uvedeno v ustanovení § 44 odst. 1 písm. b) zákona o ČNB, i když správně by mělo být uvedeno v samotném zákoně o dohledu, pokud je ho nutné uvádět ještě jednou. Předmětný výčet je totiž již obsažen ve zvláštních zákonech, na které by postačovalo odkázat (např. zákon o podnikání na kapitálovém trhu či zákon o kolektivním investování). Navíc výčet v zákoně o ČNB není ani vyčerpávající, když uvádí, že centrální banka vykonává dohled i nad dalšími osobami, přičemž sama potom odkazuje na zvláštní právní předpisy upravující oblast podnikání na kapitálovém trhu.

Centrální banka při své dozorové činnosti používá dvě základní metody - dohled na dálku a dohled na místě, kterým mj. odpovídají i existující odbory v rámci organizační struktury banky.

Dohled na dálku spočívá v tom, že orgán dohledu monitoruje činnost dozorovaných subjektů na základě všech dostupných informací, tj. především výkazů a hlášení pravidelně předkládaných podle metodiky stanovené ČNB či veřejně přístupných informací, jako jsou kurzy cenných papírů obchodované na trhu apod. Na základě dostupných informací provádí centrální banka analýzu jednání a rovněž i nastavení vnitřních pravidel každého poskytovatele investičních služeb, která je založena na jeho hodnocení podle jednotných kritérií stanovených pro příslušný typ poskytovatele služeb. Výsledky analýzy vedou k tomu, že je navrhován další způsob postupu – např. realizace kontroly na místě či zahájení správního řízení.

Kontrolní činnost probíhající přímo v dozorovaných subjektech - tzv. **dohlídky na místě**. S ohledem na skutečnost, že výkon dohledu formou kontroly na místě zasahuje do práv dozorovaných osob, se vztahy mezi centrální bankou a osobami podléhajícími dozoru řídí základními pravidly kontrolní činnosti stanovenými zákonem o státní kontrole, pokud zákon nestanoví jinak. Ve vztahu k odpovědnosti České národní banky za výkon dohledu považuji za zajímavé zmínit stávající judikáty Nejvyššího soudu České republiky, který konstatoval, že není povinností centrální banky vykonávat pravidelné kontroly v dozorovaných

subjektech, pokud nemá signály, že by docházelo k porušování právních předpisů.¹⁵⁰

Poslední novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu přináší i další novinku, kterou je možnost, aby **Česká národní banka** přenesla některé své činnosti na jiné subjekty. Konkrétně bude **oprávněna pověřit auditory** či auditorskou společnost **kontrolou na místě**. Musí být ale zajištěno, že auditorská společnost předá příslušné informace orgánu dohledu. Konečná odpovědnost bude dále spočívat na České národní bance. V této souvislosti se mohou podle mého názoru objevit pochybnosti, zda je to vhodná forma pro výkon dohledu, neboť informace předávané auditory budou tak jako tak určitým způsobem filtrované a nebudou nikdy komplexní, jako kdyby dohled na místě prováděla přímo Česká národní banka. Nicméně se jedná o úpravu, která je převzata z evropských předpisů a vychází z trendu, který se snaží přenést určitou část výkonu dozoru, který byl dosud výhradně vykonáván státem, na soukromoprávní subjekty. Z obdobné filozofie vychází již zmiňovaná meta-risk regulace, která zapojuje do procesu státního dozoru samotné osoby, které mají být výkonem dozoru dotčeny.

Auditoři nemají nejen v České republice, ale zejména v USA a Itálii příliš dobrou pověst, takže za stávajících pravidel pro jejich činnost, která neobsahují příliš kontrolních mechanismů, se nezdá, že by jejich využití pro některé z činností spadajících pod Českou národní banku bylo správnou volbou. Situace se změní až s připravovanou evropskou směrnicí o auditorech, která stanoví, že poskytování auditorských služeb bude podléhat státnímu dozoru. Příslušný orgán by rozhodoval jak o udělení licencí, tak jejich odnětí. Na druhou stranu zpřísněný dozor nad jejich činností je vyrovnán posílením jejich nezávislosti, kdy například budou mít vyjmenované osoby povinnost oznámit dozorujícímu orgánu důvod, proč mění auditora. V případě, že by předmětná směrnice byla přijata, je podle mého názoru právě **Česká národní banka vhodným orgánem, který by mohl auditory dozorovat**. Opět je to další příležitost, jak kompenzovat „ztrátu měnové politiky“ po přijetí eura v České republice.

¹⁵⁰ Srov. například usnesení Nejvyššího soudu ČR pod sp.zn. 25 Cdo 1963/2004 ze dne 29.11.2005.

Rozsah pravomocí České národní banky se liší podle toho, na základě jakého zákona vykonává dohled. V zásadě se dá shrnout, že centrální banka je oprávněna uložit opatření k nápravě, čímž se rozumí zejména pozastavení, omezení či zakázání určité činnosti, nebo může uložit sankci ve formě peněžité pokuty. Česká národní banka je oprávněna rozhodovat o uložení nápravných opatření a sankcí v první řadě osobám, které podléhají jejímu dohledu. Již jsem zmiňoval, že právní předpisy stanoví sankce pro případy, kdy jakákoliv osoba vykonává činnost bez příslušného oprávnění. Zatímco zákon o dohledu ve svém ustanovení § 8 odst. 5 zmiňuje, že kontrolovány jsou osoby „*bez příslušného povolení nebo souhlasu České národní banky*“, tak zákon o podnikání na kapitálovém trhu navíc postihuje i činnost bez registrace, nikoliv pouze povolení či souhlasu (§ 187 písm. a) ZPKT). Z uvedeného vyplývá, že **Česká národní banka není oprávněna kontrolovat osoby, které vykonávají činnost investičního zprostředkovatele**, k jehož výkonu postačuje pouze registrace u ČNB. Nicméně podle citovaného ustanovení ZPKT je centrální banka oprávněna těmto osobám udělit pokutu až do výše 5 miliónů Kč. Je ale otázkou, zda jim pokutu udělit může, když u nich není oprávněna provést kontrolu, která by jejich protiprávní jednání prokázala. Je zřejmé, že se jedná o opomenutí zákonodárce a v zákoně o dohledu měla být rovněž zmíněna možnost kontrolovat osoby, které vykonávají činnost, k níž je zapotřebí registrace. Skutečnost, že se v zákonech upravujících podnikání na kapitálovém trhu důsledně rozlišuje mezi povolením, souhlasem a registrací, je ustanovení § 145 ZPKT, které všechny tři možné způsoby zmiňuje. Neexistuje žádný důvod, proč by centrální banka nemohla provádět kontroly u osob, které bez příslušné registrace zprostředkovávají prodej investičních produktů. Naopak do budoucna je nutné daleko více zpřísnit způsob poskytování služeb investičními zprostředkovateli, protože zdaleka největší počet porušení právních předpisů v oblasti kapitálového trhu vzniká při neregulovaném prodeji (mis-selling).

V zákoně o kolektivním investování (§ 102 odst. 3) je zase nesprávně uvedeno, že osoby, které vykonávají činnost bez příslušného povolení či souhlasu, podléhají dohledu České národní banky. Při ukládání sankcí těmto osobám, ale o výkon státního dohledu nejde. Správně by ale dohledu měly podléhat pouze takové osoby, které příslušné povolení či souhlas mají. Neoprávněné podnikání může samozřejmě být dle zákona o kolektivním investování, stejně jako zákona o

podnikání na kapitálovém trhu, sankcionováno pokutou a zároveň tyto osoby podléhají kontrole ústřední banky dle zákona o dohledu v rozsahu, který je nezbytný ke zjištění skutkového stavu. Citované ustanovení je proto nadbytečné.

Nepřesnosti jako v případě vymezení působnosti, které jsou způsobeny existencí hned několika právních předpisů upravujících obdobné skutečnosti, můžeme najít i při snaze o nadefinování pravomocí České národní banky. Centrální banka je například oprávněna si vyžadovat informace a podklady od osob podléhajících jejímu dohledu nad kapitálovým trhem jak podle zákona o dohledu (§ 8 odst. 1 písm. a) citovaného zákona, tak zákona o ČNB (§ 41 odst. 2 písm. b). Jedná se o zbytečné zdvojení povinností dozorovaných osob.

V minulých novelizacích došlo ke sjednocení výše pokut, jejichž rozdílná výše a nejasnost, podle jakého zákona se má postupovat, byla zarážející.¹⁵¹ Otázkou ale zůstává, proč pokuty za porušení podmínek, za kterých lze obchodovat na peněžním trhu, se ukládají pouze do výše 1 miliónů Kč, zatímco za porušení podmínek obchodování na kapitálovém, resp. finančním trhu jsou daleko vyšší (horní hranice je nastavena od 5 do 20 miliónů Kč). Podle mého názoru se jedná o zbytečné rozlišování a vypadá to jakoby narušení peněžního trhu bylo méně závažné, než je tomu v případě obchodování na kapitálovém trhu. V novém zákoně, který by měl komplexně upravovat dohled a správní delikty, bych navrhol **sjednotit výši pokut za správní delikty jak na finančním a kapitálovém, tak peněžním trhu.**

Orgán dohledu může taky využít možnosti, že místo pokuty uloží veřejné napomenutí, které je uveřejněno na náklady osoby, které se ukládá. Tento institut se příliš nevyužívá, i když v zahraničí je běžný. Důležité je rovněž ustanovení zákona o dohledu, které ukládá České národní bance uveřejňovat pravomocná rozhodnutí, která jsou zásadní povahy. Publikování rozhodnutí představuje určitou záruku právní jistoty. Legislativa kapitálového trhu je totiž relativně vágní s ohledem na povahu obchodování na kapitálovém trhu, které je velmi flexibilní, takže rozhodnutí ústřední banky, resp. výroky sankčních rozhodnutí umožňují účastníkům lépe vnímat a porozumět nastaveným pravidlům, v nichž se mají

¹⁵¹ Předchozí znění zákona o dohledu opravňovalo Komisi pro cenné papíry uložit pokutu ve výši až 100 miliónů, i když v ostatních zvláštních předpisech (jako např. v zákoně o cenných papírech) byla daleko nižší.

pohybovat. Zároveň slouží jako výchovný prostředek pro veřejnost, která je seznamována s tím, jaká jednání poskytovatelů investičních služeb jsou protiprávní. Do budoucna je možné rovněž uvažovat, že by **náklady spojené s uveřejněním výroků sankčních rozhodnutí byly hrazeny přímo osobami, kterým se sankce uložila**, jako je tomu ve Francii.¹⁵² Stávající úprava umožňuje, aby dotčenou osobou bylo hrazeno pouze veřejné napomenutí, které jí uloží ústřední banka, jak jsem uváděl v předchozím textu (§ 9 odst. 2 zákona o dohledu).

Dvoustupňová struktura správního řízení umožňuje, aby vydaná rozhodnutí byla přezkoumána. Takové přezkoumání je možné buď v rámci opravného správního řízení prováděného správním orgánem, kdy proti rozhodnutí vydanému v prvním stupni má účastník právo podat do 15 dnů ode dne oznámení rozhodnutí rozklad, o kterém rozhoduje bankovní rada. Dvoustupňová struktura ale nebyla v případě ČNB pravidlem a její důsledné prosazení umožnila až poslední novela zákona o dohledu. Česká národní banka stejně jako Komise pro cenné papíry rozhodovala v některých řízeních, která měla povahu zvláště závažných případů, v jednom stupni (rozhodování o nucené správě, odejmutí povolení, předčasném splacení jmenovité hodnoty emise dluhopisů či pozastavení obchodování na regulovaném trhu). Uvedená odlišnost byla zbytečná, takže nyní již účastník řízení podává rozklad proti všem rozhodnutím v prvním stupni. Určitou odlišností ale pořád zůstává rozhodování České národní banka v případě nepřijetí cenného papíru k obchodování či jeho vyloučení z obchodování organizátorem regulovaného trhu, kdy bankovní rada rozhoduje o opravném prostředku proti takovému rozhodnutí organizátora v jediném stupni.

Pojetí **sankčního trestání** v předpisech upravujících podnikání na kapitálovém trhu bylo již v minulosti předmětem výhrad v odborné literatuře.¹⁵³ Jeho největší nedostatky, na které se poukazovalo, byly sice již odstraněny, nicméně i přesto celé jeho pojetí zůstává velmi nekonceptní. Některé povinnosti jsou trestány podle zvláštních zákonů (např. zákona o podnikání na kapitálovém trhu či o dluhopisech)

¹⁵² Srov. Conac, P.H. : La pratique de la publicité des décisions de sanction et d'absence de sanction par la commission des sanctions de l'AMF, Revue Trimestrielle de Droit Financier No. 1/2006, str. 128.

a jiné povinnosti jsou zase trestány podle samotného zákona o dohledu (např. porušení povinností při nabídce převzetí dle obchodního zákoníku). Celkovou roztříštěností přispívá zákon o dohledu k tomu, že systém sankcí je velmi nepřehledný. Příkladem jsou právě povinnosti stanovené obchodním zákoníkem, kdy centrální banka dozoruje nabídku převzetí či nabývání vlastních akcií, ale porušení těchto povinností je sankcionováno podle zákona o dohledu. Podle mého názoru by **povinnosti a rovněž i sankce ukládané za jejich nesplnění měly být ovšem soustředěny v jednom zákoně**. V současnosti je již zpracován návrh zcela nového zákona o nabídkách převzetí, které se vyčlení z obchodního zákoníku a budou upraveny samostatným zákonem, včetně jejich dohledu vykonávaného centrální bankou. Tímto zákonem by mělo dojít k zpřehlednění celé oblasti, včetně působnosti České národní banky.

Novela zákona o dohledu přinesla změnu v koncepci **správních deliktů**. Došlo k rozlišení deliktů odpovědnosti fyzických osob jako podnikatelů a nepodnikatelů. Zákon rovněž stanovil, že v případě správních deliktů fyzických osob, které jsou nepodnikateli, se jedná o přestupky, které projednává Česká národní banka. Správní delikty fyzických osob – podnikatelů, stejně jako právnických osob, u nichž je odpovědnost objektivní, i když s možností liberace) ponechává zákon o dohledu v režimu správního řádu. Jedná se o změnu oproti předchozí úpravě, která vycházela z koncepce odpovědnosti jako absolutně objektivní.

4.4 Legislativa

Za přípravu primární legislativy upravující finanční trh odpovídá Ministerstvo financí. Tato úprava, která platila i v minulosti, vychází ze znění kompetenčního zákona, které konstatuje, že Ministerstvo financí je ústředním orgánem státní správy pro finanční trh. Ustanovení § 37 zákona o ČNB, jež vymezuje úlohu České národní banky v procesu zpracování primární legislativy, rozdílně stanoví úlohu banky v legislativním procesu v jednotlivých oblastech, nad nimiž vykonává dohled. Zatímco v případě zákonných úprav v oblasti měny či peněžního trhu je oprávněna sama předkládat vládě svoje návrhy právních předpisů (v oblasti

¹⁵³ Srov. Dědič, J.: Opatření a sankce ukládané Komisí pro cenné papíry, Obchodní právo č.10/1998, str. 2, nebo Čech, P.: Sjednocen dohled nad finančním trhem (roztříštěnost úpravy ale

devizového hospodářství je to spolu s ministerstvem), tak pro finanční trh je aktivní role České národní banky velmi potlačena, neboť zákon stanoví, že s Ministerstvem financí na přípravě pouze spolupracuje.

V této souvislosti se objevuje pár nejasností, které jsou spojeny s tím, co by se stalo, pokud by ministerstvo odmítlo spolupráci banky. Podle mého názoru by se nestalo prakticky nic. Identická situace totiž vzniká i v případě, pokud ministerstvo navenek spolupracovat s bankou bude, ale veškeré její návrhy bude v konečném důsledku odmítat či se od nich podstatně odchylovat. S ohledem na negativní zkušenosti z minulosti, kdy při této činnosti docházelo k významným sporům mezi Komisí pro cenné papíry a Ministerstvem financí, je zřejmé, že předmětné ustanovení není příliš vhodně formulováno.

Přestože citované ustanovení § 37 odst. 3 potlačuje aktivní roli ústřední banky při zpracování legislativy finančního trhu pouze na úroveň spolupráce s ministerstvem, objevuje se v odstavci 1 ustanovení § 37 poněkud odlišná role České národní banky pro oblast trhu peněžního. Zákon stanoví, že ústřední banka je oprávněna sama bez ministerstva předkládat vládě svoje návrhy právních předpisů upravující peněžní trh. Tento trh je ale v tradičním pojetí chápán pouze jako jedna ze složek trhu finančního. Peněžní trh se tedy jakoby vyčleňuje a s ohledem na možnost ústřední banky samostatně předkládat návrhy zákonných úprav se oproti trhu finančnímu rovněž upřednostňuje. Je zřejmé, že stále přetrvává odlišné vnímání úlohy a cílů České národní banky, kdy péče o cenovou stabilitu je prioritou, zatímco dohled nad finančním, resp. kapitálovým trhem je poněkud stranou. Příčinou je, že integrace dohledu proběhla pouze formou dílčích novel příslušných zákonů, které ne vždy přesně postihly novou úlohu České národní banky. Stejně jako pro oblast finančního trhu, tak bych navrhoval sjednotit úlohu České národní banky i pro případ předkládání návrhů zákonných úprav pro peněžní trh, takže by prakticky pro oblast peněžního trhu nedošlo k žádné změně a **Česká národní banka by byla oprávněna předkládat vládě návrhy zákonných úprav pro celou oblast finančního trhu (ať už kapitálového, tak peněžního).**

V souvislosti s rozбором předmětného ustanovení § 37 odst. 1 zákona o ČNB zmíním ještě jednu nejasnost, která se zde podle některých autorů objevuje. Podle citovaného ustanovení je ústřední banka oprávněna předkládat vládě návrhy zákonných úprav týkajících se mj. působnosti a postavení ústřední banky, čímž se dá rozumět, že může iniciovat i změny zákona o dohledu nad kapitálovým trhem. Na druhou stranu odstavec třetí stanoví, že centrální banka pouze spolupracuje s ministerstvem v případě norem upravujících finanční trh, mezi něž zákon o dohledu nepochybně patří. Mohlo by se tedy stát, že centrální banka předloží bez konzultace s ministerstvem návrh zákona o dohledu nad kapitálovým trhem, protože bude vycházet z toho, že předmětný zákon je nejen úpravou v oblasti finančního trhu ale zároveň i zákonem týkajícím se její působnosti. Uvedenou skutečnost ale zákonodárce pravděpodobně nezamýšlel, neboť i v minulosti sice státní dozor nad kapitálovým trhem vykonávala Komise pro cenné papíry, která sice mohla na základě zákonného zmocnění vydávat vyhlášky, ale návrhy zákonů předkládalo Ministerstvo financí.¹⁵⁴

Sekundární legislativa, tj. vyhlášky, je až na některé výjimky¹⁵⁵ vydávána na základě zákonného zmocnění Českou národní bankou. Na základě příslušného zmocnění vystupuje Česká národní banka v pozici regulátora finančního trhu, neboť je oprávněna nastavovat pravidla pro činnost poskytovatelů služeb prostřednictvím vyhlášek a opatření.¹⁵⁶ V této souvislosti zmíním otázku, která se často diskutuje, a to **zda-li je možné v jedné instituci slučovat správní dozor a regulaci**. Kritici to označují za nebezpečné v tom, že sloučením obou funkcí dochází k nekontrolovatelné koncentraci moci. Orgán, který je oprávněn vydávat podzákonné předpisy a zároveň i vymáhat jejich plnění, může mít tendenci tuto legislativu upravovat podle toho, jak je to pro něho samotného nejvýhodnějšího. Osobně uvedený názor nezastávám, neboť v průběhu tvorby legislativy funguje meziresortní připomínkové řízení, v jehož rámci jsou ostatní orgány oprávněny vznést svoje námitky vůči připravované legislativě a pokusit se do ní vložit svoje

¹⁵⁴ Čech, P.: Sjednocen dohled nad finančním trhem (roztříštěnost úpravy ale přetrvává), Právní zpravodaj duben 2006.

¹⁵⁵ Podle ustanovení § 199 odst. 1 ZPKT je například Ministerstvo financí zmocněno vydat vyhlášku, kterou se stanoví výše nákladů a způsob jejich úhrady při poskytování údajů centrálním depozitářem a osobou, která vede samostatnou evidenci.

¹⁵⁶ Obdobně se vnímá i samotná Česká národní banka, která například ve své národní doktríně upravující její poslání se výslovně charakterizuje jako „integrováný orgán regulace a dohledu“.

představy o způsobu regulace finančního trhu. Stejně tak i Česká národní banka pokračuje v tradici, kterou založila Komise pro cenné papíry, a předkládá svoje návrhy prováděcích předpisů mj. odborné veřejnosti. Na druhou stranu je nutné přiznat, že skutečnost, zda předpis projde připomínkovacím řízením neznamená, že příslušný orgán bude veškeré připomínky akceptovat, čímž se poněkud oslabuje účel připomínkového řízení.¹⁵⁷

Oproti výše uvedeným kritickým názorům můžu poznamenat, že rozdělení úloh mezi dva orgány vyvolává pochybnosti, zda je efektivní, účelné a ekonomické vůbec mít dvě složky se stejnou či obdobnou odbornou působností. Pokud ukazují praktické příklady z České republiky, tak zpravidla i když na základě zákonného zmocnění vydával podzákonné normy jeden státní orgán, tak často docházelo k tomu, že předpis byl věcně zpracován na půdě orgánu správního dozoru, přičemž se vycházelo z toho, že disponuje největším rozsahem znalostí ve vztahu k praktickým rozměrům navrhované úpravy.¹⁵⁸

Česká národní banka není zákonem zmocněna vydávat pouze vyhlášky, ale rovněž i opatření. Opatřením se stanoví mj. pravidla obezřetného podnikání bank, takže jejich problematika přesahuje předmět mé práce, nicméně bych rád jenom zmínil nejasnosti, jež se s tímto oprávněním objevují. Samotná povaha opatření je sporná, neboť jsou do současné soustavy právních předpisů České republiky jen obtížně zařaditelná jako prameny práva, kdy podle některých autorů stojí na hranici tradičního konceptu obecně závazných právních norem a všeobecně nikoli závazných interních instrukcí.¹⁵⁹ Dále se rovněž objevují výhrady vůbec k oprávnění České národní banky vydávat podzákonné předpisy, které jsou ale v menšině.¹⁶⁰

¹⁵⁷ K aktuálním problémům s přípravou právních předpisů v rámci moci výkonné doporučuji Hart, J.: Několik poznámek k legislativnímu procesu, Právní fórum č. 11/2006, str. 406, a Husták, Z.: Tvorba legislativy – zkušenosti z Velké Británie a koncept Better Regulation, Právní fórum č. 2/2007, str. 71.

¹⁵⁸ Oprávnění vydávat podzákonné právní předpisy (vyhlášky, opatření) má rovněž například slovenská centrální banka.

¹⁵⁹ Srov. Kotáb, P., Ossendorf, V.: Proces institucionálního sjednocování orgánů státního dozoru nad finančním trhem v České republice, Správní právo 4/2005, str. 259. Obdobně i Ossendorf, V.: Právní a ekonomické nástroje činnosti České národní banky, PF UK, interní tisk č. 160, Praha 2004, str. 98.

¹⁶⁰ Srov. Zářecký, P.: K normotvorné činnosti ministerstev a jiných správních úřadů, Správní právo č. 3/1996, kdy poukazuje na nonkonformitu sekundární normotvorby ČNB s Ústavou. Tento výklad

Ve vztahu k dohledu nad finančním trhem se v souvislosti s integrací orgánů dohledu objevila v zákoně o ČNB možnost vydávat **opatření právě pro oblast finančního trhu**. Na první pohled se může zdát, že bankovní rada, která je oprávněna rozhodovat o opatřeních, by mohla mít aktivní roli při výkonu dohledu nad trhem. Nicméně při bližším studiu dalších ustanovení citovaného zákona zjistíme, že bankovní rada je oprávněna vydávat opatření týkající se fakticky pouze stability finančního trhu. V zásadě se jedná o opatření upravující pravidla obezřetného podnikání, výši povinných minimálních rezerv či podmínky pro sestavování a předkládání informací bankami, nikoliv tedy opatření, jež by směřovala k samotné regulaci finančního trhu ve smyslu ochrany spotřebitele či transparentnosti.

Podle mého názoru by bylo přínosem, pokud by **vydávání prováděcích předpisů pro celou oblast finančního trhu a rovněž i návrhy zákonných úprav připravoval jeden subjekt – Česká národní banka**, která disponuje informacemi a zkušenostmi z praxe, jež by měla být v předpisech zohledňována. S ohledem na svoje postavení má totiž nejlepší předpoklady, aby postihla dynamiku a flexibilitu rozvoje finančního trhu, neboť je k němu jako dozorový orgán nejbližší.

ale považují za příliš puristický a příliš odbíhající od obsahu norem ve prospěch jejich jazykové formy jiní autoři (srov. Kotáb, P., Ossendorf, V.: cit. výše).

5. ZÁVĚR

V závěru své práci si dovoluji shrnout několik, alespoň podle mého názoru, nejdůležitějších myšlenek předložené práce.

Kapitálový trh v České republice již překonal počáteční obtíže a můžu konstatovat, že se již blíží standardům obvyklým na vyspělých trzích. Stejně konstatování může platit pro tuzemskou právní úpravu, které nejvíce napomohl vstup do Evropské unie a následná implementace práva Evropských společenství. Základní principy a instituty pro fungování trhu jsou nastaveny, ale přesto se objevuje pár skutečností a nejasných právních pojmů, jež je nutné vyjasnit a nadefinovat.

Mezi nejvýznamnější problémy, které jsou faktického rázu, ale v konečném důsledku narušují právní jistotu smluvních stran na trhu, je **neexistence centrálního depozitáře**, a to i přes to, že tento institut je v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu upraven od května 2004. Centrální depozitář, který má být licencovaným subjektem a nahradí v plném rozsahu stávající Středisko cenných papírů, povede evidenci zaknihovaných cenných papírů a zároveň bude působit jako vypořádací systém transakcí. Jeho evidence bude fungovat jako primární, přičemž navazující evidenci povedou další licencované subjekty (obchodníci s cennými papíry či investiční společnosti), které jsou oprávněny spravovat zákaznický majetek nebo provádět pokyny zákazníků. Tyto subjekty budou oprávněny si u centrálního depozitáře otevřít sběrný účet,¹⁶¹ na kterém budou registrovány veškeré cenné papíry jejich zákazníků. Jakékoliv transakce s cennými papíry budou zohledněny na účtu vedeném poskytovatelem služeb, a nikoliv u centrálního depozitáře. Skutečnost, že Česká národní banka dosud neudělila licenci osobě, která by vykonávala funkci centrálního depozitáře, velmi významným způsobem narušuje transparentnost tuzemského trhu. Do doby jeho vzniku je nutné postupovat podle předchozí právní úpravy (zákona o cenných papírech), která upravuje postavení a práva a povinnosti vůči Středisku cenných papírů, a na ostatní skutečnosti související s evidencí cenných papírů se použije zase stávající znění zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Občas se mohou, jako se to ostatně v praxi stává, objevit výkladové problémy, podle jakého

¹⁶¹ Jedná se o tzv. nominee account. Obdobný princip funguje v zahraničí (např. Cleastream či Euroclear) nebo i v České republice při vedení registru podílníků investiční společnosti.

ustanovení právního předpisu mají subjekty postupovat. Navíc se již v současnosti používají například ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu upravující samostatnou evidenci, ale ta je v zákoně velmi úzce „provázána“ se vznikem a fungováním centrálního depozitáře. Objevují se právní pochybnosti, **zda je možné vyznačit zástavní právo k zahraničním cenným papírům vedeným v samostatné evidenci obchodníka¹⁶²** a rovněž o tom, **jaký právní řád bude rozhodný pro věcněprávní účinky v případě uzavření repo obchodu.** Žádný z rozdílných právních názorů, které se dnes objevují, nebyl zatím podpořen příslušným soudním rozhodnutím a účastníci trhu, kteří uvedené služby poskytují, se pohybují ve velké právní nejistotě. Řešení není v tomto případě právní otázkou, i když má dopady na právní postavení a jistotu smluvních stran, nýbrž závisí na České národní bance, zda vydá příslušnou licenci pro poskytování služeb centrálního depozitáře či nikoliv.

Základní koncepční otázkou bude v blízké budoucnosti vyhodnocení působení České národní banky jako integrovaného orgánu regulace a dohledu, jež by mělo podle předpokladů proběhnout v roce 2008. Zmiňované vyhodnocení se sice plánuje na příští rok, ale podle mého názoru je otázka, jakou formou a zda vůbec bude probíhat, když neproběhla ani odborná diskuse k samotné integraci orgánů státního dozoru.¹⁶³ Obávám se, že o tak závažné věci, jako je vyhodnocení působení ČNB jako jediného orgánu dohledu, se bude opět rozhodovat pouze na politické úrovni bez přihlídnutí k odborné diskusi. Bez toho, aniž bych přihlížel k jednotlivým výhodám a nevýhodám dozoru integrovaného v centrální bance, se mi jeví, že Česká národní banka má historicky i významově jinou úlohu, než je dozorování finančního trhu. Tato role neodpovídá tradičnímu chápání úlohy centrální banky, kterou je měnová politika a která do dozorové oblasti přesahuje

¹⁶² Obchodníci, kteří vedou samostatnou evidenci cenných papírů svých klientů, ve většině případů vychází z možnosti, že zástavní právo k nim vyznačit lze. Nicméně stávající právní úprava zástavního práva v zákoně o cenných papírech nebere v potaz existenci samostatné evidence, neboť je již zastaralá.

¹⁶³ Zarážející je již zmiňovaný přístup Výboru pro finanční trh ČNB, který na svém zasedání dne 20.3.2007 konstatoval, že nový zákon o dohledu sice stále podporuje, ale s ohledem na jiné legislativní úlohy Ministerstva financí (příprava nového zákona o pojišťovnictví a novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu s ohledem na transpozici směrnice MiFID) nepovažuje jeho zpracování za prioritní. Jeho argumenty vychází z hladkého průběhu procesu integrace Komise pro cenné papíry do ČNB a rovněž odkazují na aktuální debatu nad vnitřní organizací dohledových činností v centrální bance. Podle mého názoru se ale nejedná o přesvědčivé argumenty a nová právní úprava (ať už nový zákon o dohledu, ale spíše výrazně přepracovaný zákon o ČNB) je více než potřebná.

pouze ve vztahu k bankám, jež kontroluje zejména dle pravidel kapitálové přiměřenosti či obecně finanční stability. Navíc už se samotného názvu – Česká národní banka – musí být zřejmé, co je její hlavní úlohou, přičemž i tato skutečnost může vyvolávat pocit, že dohled nad činností bank je prioritní oproti dohledu nad ostatními poskytovateli služeb jako jsou investiční společnosti či obchodníci s cennými papíry. S prohlubující se globalizací trhů se ovšem objevuje nutnost předefinování některých tradičních institutů, neboť sjednocené trhy již nevyžadují takovou specializaci státních orgánů dozoru. Chápu sice obavy, které se objevují v souvislosti s tím, že ČNB by měla přetrvat jako jediný orgán dohledu, neboť osobně jsem příznivcem modelu existujícího ve Velké Británii (samostatná Financial Services Authority, což je obdoba naší Komise pro cenné papíry), ale musí se vzít v úvahu aktuální stav v České republice. Byl zvolen model dohledu v centrální bance a podle mého názoru by bylo komplikované opět tento model opouštět a zakládat zcela nový orgán dohledu. Navíc by nový orgán měl s velkou pravděpodobností stejné postavení a prakticky i působnost, jako měla Komise pro cenné papíry, takže je tato představa absurdní.

Výše uvedené argumenty považuji za nezbytné zohlednit, takže jsem toho názoru, že **Česká národní banka by měla**, i když je to ve světě výjimka (na druhou stranu není ale osamocena), **zůstat jako jediný orgán odpovědný za regulaci a výkon dohledu nad finančním trhem**. Centrální banka se při výkonu dohledu v zásadě osvědčila a v průběhu integrace nedošlo k žádným zřetelným pochybením či nedostatkům, jež se v souvislosti se správním dozorem v centrální bance uvádí. K hladkému průběhu integrace přispěla skutečnost, že do České národní banky přešla většina zaměstnanců předchozích orgánů státního dozoru. Pokud ale ČNB přetrvá jako jediný orgán dohledu, tak se nevyhneme tomu, abychom odlišným způsobem stanovili její roli. Postavení České národní banky působí ve stávajících právních předpisech značně nevyváženě, neboť je stále založeno na filozofii, že prioritní je měnová politika. V novém zákoně bych zdůraznil význam výkonu dohledu nad finančním trhem, přičemž před samotným zpracováním příslušné právní úpravy vidím **nutnost vypracování materiálu obsahující koncepci, strategii a budoucí přístupy k výkonu dohledu**. Předmětný dokument by měla vypracovat sama Česká národní banka, resp. za její vypracování odpovídá Výbor pro finanční trh ČNB a v konečné fázi samotná bankovní rada, protože výbor je

jejím poradním orgánem. Následně by měl být dokument předmětem širší diskuse ze strany odborné veřejnosti a subjektů působících na trhu. Zároveň by měl být posouzen Ministerstvem financí, které je ústředním orgánem, do jehož působnosti spadá finanční trh, přičemž tento materiál by mohl rovněž zahrnout i vyhodnocení dosavadního působení České národní banky jako integrovaného orgánu dohledu. Bohužel zatím byla předložena pouze obecná národní doktrína, která prakticky jinými slovy opakuje skutečnosti, které jsou nyní nedokonale uvedeny v zákonech. Hlubší rozbor stávajícího systému a jeho nastavení do budoucna stále postrádáme. Neexistenci jasné koncepce jenom potvrzuje letošní diskuse bývalého a současného náměstka ministra financí, do jejichž působnosti spadal, resp. spadá finanční trh, kteří se nemohli shodnout na tom, jakým způsobem by se mělo zlepšit české tržní prostředí a kde je příčina stávajících problémů.¹⁶⁴

Po zpracování a předložení příslušné koncepce přijde na řadu **vypracování zcela nového zákona upravujícího celou oblast regulace a výkonu dohledu nad finančním trhem**, čímž by se alespoň podle mého názoru mohla vyřešit většina sporných či dosud nevyjasněných skutečností, s nimiž jsou následně spojeny i praktické problémy. Tento zákon by měl nahradit stávající roztříštěnou právní úpravu především v oblasti pravomocí České národní banky, která se objevuje hned v několika zvláštních zákonech.

Za předpokladu, že Česká národní banka přetrvá jako jediný regulační a dohledový orgán může zákonodárce v zásadě vybírat mezi dvěma variantami – buď přijmout nový zákon o dohledu, nebo podstatným způsobem přepsat existující zákon o ČNB, který by zůstal účinný. Stávající zákon o ČNB v sobě nesystematicky zahrnuje ustanovení týkající se dohledu nad kapitálovým trhem, i když by celá oblast měla být upravena existujícím zákonem o dohledu. Citovaný zákon o ČNB je totiž stále poplatný době svého vzniku a vychází z toho, že primárním cílem centrální banky je péče o cenovou stabilitu a ostatní činnosti jsou jakoby potlačeny, přičemž ve skutečnosti by její role v oblasti měnové politiky měla být po integraci dozoru poněkud oslabena, resp. být v rovnováze s dalšími činnostmi, které nově získala. Stejně tak ani samotný zákon o dohledu, který by

¹⁶⁴ Srov. sérii článků v rubrice Hyde Park, časopis EURO čísla 3, 5 a 8/2007 (Šimáček, M.: Jak zlepšit české tržní prostředí?, Prouza, T.: Jak dále s českým tržním prostředím? a Šimáček, M.: Plán na zlepšení českého tržního prostředí.).

měl být základním stavebním prvkem pro dohled v oblasti kapitálového trhu, není optimální variantou. Jedná se o pozůstatek předchozí právní úpravy, kdy tento zákon byl zřizovacím zákonem Komise pro cenné papíry a upravoval její postavení, působnost a pravomoci. Po zrušení KCP v roce 2006 nebyl ale zákon zrušen, i když jeho existence postrádá jakékoliv opodstatnění. Česká národní banka má vlastní právní předpis upravující její působnost a rozsah činnosti. Při integraci dozorových orgánů, kdy došlo k rozšíření působnosti centrální banky, nebyl ovšem přepracován (ve smyslu jeho rozšíření) zákon o ČNB, jak by se dalo předpokládat, ale pro kontinuitu dohledu byl použit stávající zákon o dohledu, v němž se KCP pouze zaměnila za ČNB. Podle mého názoru se jedná o řešení, které je hodně krátkozraké a nesystematické. Dochází ke zbytečnému roztříštění, kdy působnost ČNB je upravena v několika zákonech. Celá situace by se mohla vyřešit tím způsobem, že by se zákon o dohledu zrušil a jeho ustanovení se částečně začlenila do zákona o ČNB (činnosti ústřední banky, přestupky a správní delikty či postup při řízení) a do zákona o podnikání na kapitálovém trhu (pojmy „institucionální investor“ či „účastník kapitálového trhu“). **Navrhoval bych proto podstatným způsobem přepracovat stávající zákon o ČNB a více ho přizpůsobit nové roli banky, kterou je regulace a dohled nad finančním trhem.**

Zákon by měl v první řadě **nastavit dostatečně určité cíle** České národní banky, které budou směřovat k ochraně spotřebitele, stability trhu a jeho transparentnosti. Nemůže být ani opominuta úloha vzdělávání investorské veřejnosti, které je, jak ukazují zkušenosti britského regulátora FSA, daleko účinnějším nástrojem pro ochranu spotřebitele, než je třeba přísný správní dozor či vysoký počet právních předpisů. Transparentně definované jsou všeobecně uznávány jako předpoklady vedoucí regulátora k rozhodnutí, jakým směrem vynakládat svěřené finanční a personální zdroje a rovněž mu pomáhají určit způsob jednání vůči regulovaným subjektům. Slouží rovněž k tomu, aby znemožňovala regulátorovi přesahovat pravomoci, které jsou mu svěřeny, a opět je to prostředek, jak zvrátit tendence k nadměrné regulaci trhu. Současná úprava vymezuje cíle centrální banky poměrně vágně a nedostatečně. Navíc jsou cíle zbytečně rozmělněny do dvou rozdílných zákonů (zákona o dohledu a zákona o ČNB), což je nadbytečné, když regulaci a dohled vykonává stejný orgán a když se vztahují ke stejné aktivitě –

regulaci a dohledu nad finančním trhem.

Nový zákon by mohl přinést novinku v tuzemské právní úpravě, o kterou se pokouší obdobní regulátoři v zahraničí, a to **povinnost zpracovávat analýzu účinků regulace**. Stejně tak by nový zákon měl přinést **definice pojmů**, které jsou společné pro celý trh a používají se proto bez ohledu na povahu poskytovaných služeb. Ve vztahu k používané terminologii by zákon měl přispět k jejímu sjednocení tím, že by se začal **používat pouze pojem „finanční trh“** jako souhrnná kategorie pro všechny typy trhů – trh kapitálový, peněžní a rovněž samotný trh finanční, pokud se jím rozumí obchodování s deriváty. Zatím se s těmito pojmy nakládá velmi volně a nesystematicky, jak uvádím ve své práci. Účelem nové úpravy by totiž mělo být její systematické zpřehlednění, upřesnění a sjednocení terminologie a odstranění duplicit.

V souvislosti se změnou terminologie bych navrhoval, aby se rovněž novelizoval stávající zákon o podnikání na kapitálovém trhu, který neupravuje pouze obchodování s cennými papíry, jež pod kapitálový trh spadají, ale přináší rovněž definici derivátu či závěrečného vyrovnání, které spadají pod finanční trh. Existence souhrnného zákona pro celou oblast podnikání je přínosná, nicméně je vhodnější ho **přejmenovat na zákon o podnikání na finančním trhu**, což bude odpovídat i nové terminologii, jak zmiňuji výše.¹⁶⁵

Ve vztahu k vnitřní struktuře České národní banky si myslím, že budoucí právní předpis by měl buď **nastavit jiný koncept fungování poradního orgánu** (Výboru pro finanční trh). Kromě již zmíněné skutečnosti, že stávající výbor, který je poradním orgánem bankovní rady, nedokázal za rok své existence předložit koncepci regulace a dohledu, mě k tomu vede i podle mého názoru nesprávné složení členů výboru, kteří zastupují parciální zájmy odlišných účastníků trhu či státních orgánů, kteří je dozorují. Je zřejmé, že jejich zájmy se musí zákonitě třístit a je potom otázkou, nakolik může být činnost výboru efektivní. Dále je podle mého názoru úplně **zbytečná přítomnost finančního arbitra**, který rozhoduje spory týkající se platebního styku, což přímo nesouvisí s finančním trhem. V případě, že

¹⁶⁵ Připravovaný občanský zákoník zase přinese očekávané zrušení zákona o cenných papírech, který je ve své stávající podobě již překonaný a obsahuje pouze pár ustanovení týkajících se vydávání cenných papírů a jednotlivých smluvních typů. Ostatní ustanovení byla již v roce 2004 převzata do zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

by došlo k rozšíření jeho působnosti o spory mezi poskytovateli investičních služeb a spotřebiteli, tak až poté bude jeho účast ve výboru přínosem. S ohledem na argumenty, které jsem více rozvedl v předchozím textu, **navrhoval bych stávající Výbor pro finanční trh zrušit**. Bankovní rada by místo jednoho obecného výboru byla oprávněna **zřizovat jednotlivé poradní komise**, které by měly úzce vymezené role (např. problematika zprostředkování pojišťovacích produktů, veřejná nabídka cenných papírů či informační povinnosti emitentů) a zároveň by měly nastaveny konkrétní úkoly. Za zpracování samotné koncepce a systémového nastavení regulace a výkonu dohledu by odpovídala samotná bankovní rada.

S fungováním bankovní rady souvisí ještě kvalifikační nedostatek, jímž se rada ve stávajícím složení vyznačuje. Žádný z členů bankovní rady nedisponuje výraznějšími zkušenostmi z oblasti regulatorní a dohledové ve vztahu k finančnímu či kapitálovému trhu,¹⁶⁶ takže by budoucí právní předpis měl výslovně stanovit, že **složení bankovní rady** by mělo být vyvážené a rovnoměrně **zohledňovat jak znalosti a zkušenosti v oblasti měnové politiky, tak regulace a dohledu nad finančním trhem**. Stávající právní úprava tuto povinnost sice již obsahuje, ale v praxi se nedodržuje. Příkladně bych se i proto k tomu, aby do budoucna došlo **k přesunu oprávnění jmenovat členy bankovní rady z působnosti prezidenta na vládu**, přičemž její jmenování by mohlo být podmíněno souhlasem parlamentu. S ohledem na poměrně velkou nezávislost České národní banky by do úvahy mohlo přicházet **zřízení dozorčí rady**, přičemž inspirací může být správní rada (Verwaltungsrat), kterou má německý orgán dohledu Bundessanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Rada kontroluje činnost vedení dozorového orgánu, které jí pravidelně reportuje, a jejími členy jsou zástupci ministerstev a zákonodárského sboru, stejně jako zástupci účastníků trhu.

V případě, že by došlo k posílení kontrolních mechanismů výše uvedeným způsobem, je podle mého názoru možné zvážit, zda by **vydávání prováděcích předpisů** a rovněž i **předkládání návrhů zákonných úprav** pro celou oblast finančního trhu (ať už kapitálového, tak peněžního) nemělo spadat **do působnosti České národní banky** jako orgánu dohledu. S ohledem na svoje postavení má

totiž centrální banka nejlepší předpoklady, aby postihla dynamiku a flexibilitu rozvoje finančního trhu, neboť je k němu jako dozorový orgán nejbližší. V současnosti je předkládání návrhů zákonů pro oblast finančního trhu omezeno pouze na úroveň spolupráce s Ministerstvem financí. Neviděl bych významný argument, který by měl bránit sloučení regulačních a dozorových činností v jednu instituci. Riziko koncentrace moci při vydávání sekundární legislativy je oslabeno možností meziresortního připomínkovací řízení a naopak existence dvou rozdílných orgánů pro tyto činnosti vyvolává spíše otázky hospodárnosti.

S ohledem na úspěšnou integraci státního dozoru se rozšířila působnost České národní banky, která nyní již není jednostranně zaměřena na měnovou politiku, i když například stávající znění zákona o ČNB z této filozofie pořád vychází. V souvislosti s rozšířením o další úlohy a zároveň i s přihlédnutím k tomu, že v blízké budoucnosti dojde k zavedení měny euro, která přispěje ke ztrátě primární působnosti centrální banky, bych se přikláněl k tomu, aby **samotná Česká národní banka byla vypuštěna z Ústavy České republiky**. Centrální banka by se stala především orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem a podle mého názoru není tedy žádný důvod, aby její postavení bylo zakotveno v Ústavě.

V současné době je další nezodpovězenou otázkou problematika **ochrany spotřebitele na finančním trhu**. V minulosti se na ochranu spotřebitele zaměřovala především Komise pro cenné papíry, zatímco v pojišťovnictví se k ní prakticky nepřihlíželo. Stejně tak nebyl na ni kladen přílišný důraz v oblasti bankovníctví, které spadalo pod dohled České národní banky. Po integraci orgánů státního dozoru se znovu otázka ochrany spotřebitele otevřela, neboť centrální banka byla a stále bohužel je zaměřena více na makroekonomické záležitosti související se stabilitou trhu jako celku. Oproti tomu dohled nad ochranou fyzických osob, které investují na finančním trhu, vyžaduje odlišný přístup a rozhodně se nedá dělat „od stolu“. Sami představitelé České národní banky připouští, že pokud se ochrana spotřebitele dlouhodobě ponechá v centrální bance, tak z toho mohou vzniknout problémy.¹⁶⁷ Přirozeně je potom legitimní se

¹⁶⁶ Žádný z členů nemá například ani právní vzdělání, což sice není podmínkou, ale mohlo by přispět ke komplexnějšímu vnímání problematiky regulace a dohledu.

¹⁶⁷ Srov. rozhovor s členem bankovní rady ČNB Miroslav Singerem v Hospodářských novinách dne 5.2.2007 pod názvem „České banky si vysoké zisky zaslouží“. Na nedostatky v ochraně spotřebitele na finančním trhu v České republice rovněž upozornila Světová banka ve svém

ptát, proč tedy byla pro sloučení dohledu nad finančním trhem vybrána právě Česká národní banka a nikoliv Komise pro cenné papíry, která se mohla transformovat a dále by plnila veškeré úkoly spojené s výkonem státního dozoru.¹⁶⁸ Nejedná se sice o kardinální problém, jenž by měl vzbuzovat obavy, protože do centrální banky přešli zaměstnanci KCP, ale přesto se vnímá, že ochrana spotřebitele vykonávaná centrální bankou neodpovídá její stávající roli. Dále je nutné upozornit na možnost, že know-how v oblasti ochrany spotřebitele, které je podmínkou pro kontinuitu dozoru a které přinesli zaměstnanci KCP, se může časem ve struktuře centrální banky rozplynout. Při plánování průběhu integrace orgánů státního dozoru se objevily předpoklady, že by do roku 2010 mohl vzniknout nový úřad (tzv. superochránce), který by zajišťoval ochranu spotřebitele. Nicméně tento záměr byl vládou na základě návrhu Ministerstva financí v letošním roce zamítnut. Osobně s tímto přístupem také souhlasím, protože další orgán pro ochranu spotřebitele mně přijde nadbytečný. Každopádně je nutné situaci řešit, takže se přikláním k tomu, aby **ochranu spotřebitele zajišťovala samotná Česká národní banka** obdobně, jako to činila její předchůdkyně Komise pro cenné papíry. Její zaměstnanci ostatně do centrální banky přešli, takže kontinuita je zajištěna. Pro centrální banku to bude možnost, jak nahradit svoji stávající nejdůležitější úlohu - měnovou politiku, která se stane po přijetí měny euro v České republice prázdným pojmem. Výjimkou by zůstalo rozhodování sporů mezi spotřebiteli a poskytovateli investičních služeb, o něž by se mohla rozšířit působnost finančního arbitra.

Otázka stanovení působnosti státního orgánu pro oblast ochrany spotřebitele obecně souvisí s tím, že v České republice **chybí koncepce, jak dále regulovat oblast ochrany spotřebitele** na kapitálovém trhu. Materiál o úloze České národní banky v oblasti ochrany spotřebitele byl již na Výboru pro finanční trh ČNB projednáván, ale zatím bez hmatatelných výsledků – členové výboru se shodli, že vznik nového orgánu je zbytečný.¹⁶⁹ V blízké budoucnosti by mělo dojít k diskusi jak mezi státními orgány, tak veřejností, včetně profesních asociací, aby se

hodnocení (srov. Prouza, T.: Účinná a efektivní ochrana spotřebitele stále chybí, Bankovníctví č. 8/2006, str. 24).

¹⁶⁸ Srov. Jakub, F.: Do roka a do dne, Ekonom č. 9/2007.

¹⁶⁹ Ministerstvo financí již několikrát předložilo výboru návrh rámcové politiky v oblasti ochrany spotřebitele na finančním trhu, která je ale neveřejná, takže nemůže být předmět bližšího zkoumání a zejména otevření diskuse.

připravil návrh řešení jak pro oblast dozorovou, tak pro oblast řešení vzniklých sporů mezi klienty a poskytovateli služeb.

Náhradu ztracené měny, která bude aktuální po přijetí eura, by dále kompenzovala možnost **přenést na centrální banku dohled nad auditory**. Důraznější dohled nad činností auditorů souvisí s chystanou evropskou směrnicí, která, pokud bude přijata, stanoví, že jejich činnost bude regulována, takže bude podléhat dohledu nějakého státního orgánu. Členské státy budou nuceny nastavit pro auditorské společnosti identická pravidla jako pro jiné licencované subjekty.

Tuzemský trh nečeká pouze nový zákon o dohledu, ale dojde rovněž i k novelizaci dalších právních předpisů. V blízké budoucnosti se plánují **změny zákona o kolektivním investování**, který by měl být rozšířen o další druhy fondů (např. hedžové fondy). Navrhoval bych **přísnější regulaci hedžových fondů** ve smyslu poskytování služeb na území naší republiky a zejména co se týká následného plnění informačních povinností. Nicméně je zřejmé, že v případě těchto fondů, které jsou převážně registrovány v daňových rájích, je jakákoliv kontrola obtížná. Inspirací může být regulace fondů kvalifikovaných investorů,¹⁷⁰ kterou se v minulém roce podařilo nastavit, když účastníci trhu vyčkávali na vydání stanoviska České národní banky, jakým způsobem bude k jejich regulaci přistupovat. Centrální banka po několika měsících váhání, které uplynuly od účinnosti předmětné novely, zaujala poměrně liberální přístup, i když se objevovaly pochybnosti, zda tyto fondy nebudou sloužit především zájemcům o daňovou optimalizaci.

S výjimkou zmíněné regulace nových typů fondů, které jsou určeny pro omezený okruh investorů, je nutné podrobit zpřísněné **regulaci oblast investičního životního pojištění**. Tento způsob ukládání peněžních prostředků se prakticky neliší od investice do podílového fondu, ale přitom jeho regulace je daleko méně přísnější. Využívají toho především investiční zprostředkovatelé a pojišťovací produkty nabízejí bez jakéhokoliv poučení o jeho rizicích či dokonce vůbec neseznamují drobné investory s jeho podmínkami. Jedná se ale o problém, který

¹⁷⁰ Fondy kvalifikovaných investorů jsou určeny pouze pro vymezený okruh investorů, jež jsou buď profesionálové, nebo mají zkušenosti s investováním. Jsou zajímavé pro některé typy investorů, neboť informační povinnost plní pouze v omezeném rozsahu a rovněž i předmět jejich investování může být různorodý (zákon nestanoví žádné omezení).

se objevuje v celé Evropské unii a aktivní přístup ve snaze ho vyřešit zaujímá v poslední době především britská FSA, která, jak už jsem zmiňoval, se snaží zakročovat proti tzv. mis-sellingu.

Navrhoval bych inspirovat se ve Velké Británii i v jiných oblastech, neboť jejich systém regulace je daleko propracovanější. Zdůraznil bych především **význam vzdělávání zákazníků**, které spočívá v tom, že spotřebitelé se naučí sami vyhodnotit si nabízený produkt finančního trhu a přijmout kvalifikované rozhodnutí, za které potom sami nesou odpovědnost. Ve své podstatě to znamená i odlišné vnímání regulace, neboť dochází k přesunu řízení rizika na osoby, jichž se riziko týká. Státní orgán tím přirozeně není zbaven svoji působnosti či jinak omezen, ale v konečném důsledku je výkon jeho dohledu podstatně ulehčen. Výsledkem vzdělávání spotřebitelů je menší počet porušení stížnosti na porušení právních předpisů poskytovateli investičních služeb.

6. SEZNAM LITERATURY

Knihy

- Bakeš, M. a kol.: Finanční právo, 4. vydání, C.H.Beck, Praha 2006.
- Blair, W., Allison, A., Morton, G., Richards-Carpenter, P., Walker, G., Walmsley, N.: Banking and Financial Services Regulation, 3rd Edition, Lexis Nexis Butterworths, London 2002.
- Castagnino, J.P.: Derivatives: The Key Principles, Second Edition, Richmond Law & Tax Ltd., Richmond 2004.
- Clark, L.S., Kinder, P.D.: Law and Business: The Regulatory Environment, 3rd Edition, McGraw-Hill, Inc. 1991.
- Cullen, I., Parry, H.: Hedge Funds: Law and Regulation, Sweet and Maxwell, London 2001.
- Dědič, J. a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, 1. vydání, PROSPEKTRUM spol. s r.o., Praha 2000.
- Dictionnaire Permanent: Épargne et Produits Financiers, Éditions Législatives, Paris 2005.
- Dvořák, P.: Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty, Linde Praha, Praha 1999.
- Engliš, K.: Národní hospodářství, Nakladatelství Orbis, Praha 1940.
- Fabozzi, F.J., Modigliani, F.: Capital Markets: Institutions and Instruments, Third Edition, Prentice Hall, 2003.
- Ferran, E., Goodhart, Ch.A.E.: Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century, Oxford 2001.
- Gerloch, A., Hřebejk, J., Zoubek, V.: Ústavní systém České republiky. Základy českého ústavního práva, 4. vydání, PROSPEKTRUM, Praha 2002.
- Gray, J., Hamilton, J.: Implementing Financial Regulation. Theory and Practice, John Wiley & Sons, Ltd., Chichester, 2006.
- Grote, R. a Marauh, T.: The Regulation of International Financial Markets, Cambridge University Press, Cambridge 2006.
- Goodhart, C., Hartmann, Ph., Llewellyn, D., Rójas-Suarez, L., Weisbrod, S.: Financial Regulation: Why, How and Where Now?, Routledge, London 1998.
- Hendrych, D. a kol.: Správní právo. Obecná část, 6. vydání, C.H.Beck, Praha 2006.
- Hendrych, D., Svoboda, C. a kol.: Ústava České republiky. Komentář, 1. vydání, C.H.Beck, Praha 1997.
- Hunt, B.: The Timid Corporation, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2003.
- Choinel, A., Rouyer, G.: Le Marché Financier. Structures et Acteurs, 6^e édition, Institut Technique de Banque, Paris 1996.
- Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti, 1. vydání, GRADA Publishing, a.s., Praha 2006.

Jílek, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi, 1. vydání, GRADA Publishing, a.s., Praha 2005.

Klíma, K.: Ústavní právo, 3. vydání, Aleš Čeněk, Plzeň 2006.

Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: Kurs obchodního práva : právo cenných papírů, 4. vydání, C.H.Beck, Praha 2005.

Lér, L.: Regulace činnosti bank, Bankovní institut, a.s., Praha 1997.

Liška, V., Gazda, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování, 1. vydání, Kamil Mařík Professional Publishing, Praha 2004.

Neuville, S.: Droit de la banque et des marchés financiers, Presses Universitaires de France, Paris 2005.

Pavlát, V. a kol.: Kapitálové trhy, 1. vydání, Professional Publishing, Praha 2003.

Pavlát, V., Kubíček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovým trhem, 1. vydání, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., Praha 2004.

Pavlíček, V., Hřebejk, J.: Ústava a ústavní řád České republiky. 1. díl – Ústavní systém, 2. vydání, Linde, Praha 1998.

Revenda, Z. a kol.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, 3. vydání, Management Press, Praha 2000.

Sharpe, W.F., a Alexander, G.J.: Investice, 4. vydání, Victoria Publishing, Praha 1994.

Warren III., M.G.: European Securities Regulation, Kluwer Law International, Hague 2003.

Vauplane, H., Bornef, J.P.: Droit des marchés financiers, Éditions Litec, Paris 1998.

Vauplane, H., Daigre, J.J.: La loi sur la sécurité financière, Revue Banque Édition, Paris 2004.

Wilson, J.Q.: Bureaucracy: What Government Agencies Do and Why They Do It, Basic Books, New York 1989.

Články

Abrams, R. a Taylor, M.: Issues in the Unification of Financial Sector Supervision, IMF Working Paper WP/00/213, Washington D.C. 2000.

Bachanová, V.: Regulace a deregulace v ČR v období 1990 – 2005, Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky, Working Paper č. 6/2006, Praha 2006.

Boettke, P., Stringham, E.: Czech Your Premises: Are Regulations The Answer For Stock Markets In Transition? Institute for Humane Studies at George Mason University, 2003.

Bréhier, B. L'internalisation des ordres : un concept encore flou, Revue Banque No. 682, Juillet - Août 2006.

Briault, C.: Revisiting the rationale for a single national financial services regulator, FSA Occasional Paper, London 2002.

Briault, C.: The Rationale for a Single National Financial Services Regulator, FSA Occasional Paper, London 1999.

Carmichael, J.: The Australian Model of Integrated Regulation, IOSCO Conference, Sydney 17.5.2000.

Carmichael, J.: Financial Regulation in the Twenty-First Century, PACAP-FMA Conference, 6.7.2000.

Carmichael, J.: Experiences with Integrated Regulation, The Financial Regulator, Volume 6, December 2001, Central Banking Publications, London 2001.

Conac, P.H.: La pratique de la publicité des décisions de sanction et d'absence de sanction par la commission des sanctions de l'AMF, Revue Trimestrielle de Droit Financier No. 1/2006.

Coupey-Soubeyran, J. a Sessin, T.: Pour une autorité de supervision financière européenne, Revue d'économie financière No. 60, 5/2000.

Čech, P.: Sjednocen dohled nad finančním trhem (roztříštěnost úpravy ale přetrvává), Právní zpravodaj duben 2006.

Čihák, M., Podpiera, R.: Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial-Sector Supervision, Finance a úvěr č. 3-4/2006.

Daigre, J.J.: La création de l'autorité des marchés financiers, Revue des sociétés 4/2003.

Dědič, J.: Opatření a sankce ukládané Komisí pro cenné papíry, Obchodní právo č.10/1998.

Demarigny, F.: Le rôle des régulateurs de marché dans la réalisation du plan d'action sur les services financiers de l'union européenne, Revue Trimestrielle de Droit Financière 1/2006.

Di Giorgio, G., a Di Noia, C.: Designing Institutions for Financial Stability: Regulation and Supervision by Objective for the Euro Area, EFMA 2001 Lugano Meetings, Univ. Pompeu Fabra, Economics & Bus. Working Paper No. 517, November 2000.

Di Giorgio, G., Di Noia, C.: Financial Regulation and the Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal, The Wharton School, University of Pennsylvania, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-02, January 2001.

Erbenová M.: Integrace dohledu nad finančním trhem: možnosti a úkoly, Bankovníctví č. 5/2006.

European Financial Services Round Table: On the Lead Supervisor Model and the Future of Financial Supervision in the EU, 29.6.2005.

European Financial Services Round Table: Towards a Lead Supervisor for Cross Border Financial Institutions in the European Union, 15.6.2004.

FSA: Treating customers fairly – Towards fair outcomes for consumers, 19.7.2006.

Gizard, B.: L'AMF et L'Organisation du Contrôle Interne, Revue Banque No. 671, Juillet - Août 2005.

González, F.: Europe's drive for integration is lacking, The Banker, 4.12.2006.

Goodhart, C.A.E.: The Organisational Structure of Banking Supervision, Financial Stability Institute Occasional Paper No. 1., November 2000-10-25.

Goodhart, C., Schoenmaker, D.: Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated, Oxford Economic Papers, Volume 47, Issue 4, Oxford 1995.

Grospič, J.: Regulační a legislativní problémy ve světle hodnocení OECD a Evropské asociace pro legislativu, Právník č. 9/2005.

Handrlica, J.: Ke koncepci tzv. „nezávislých regulačních orgánů“ a k problematice jejich „nezávislosti“, Správní právo 5/2005.

Hart, J.: Několik poznámek k legislativnímu procesu, Právní fórum č. 11/2006.

Havel, J.: Dilemata českého dozoru finančních trhů, Working Paper UK FSV – IES, Praha 2004.

Husták, Z.: Tvorba legislativy – zkušenosti z Velké Británie a koncept Better Regulation, Právní fórum č. 2/2007.

Jakub, F.: Do roka a do dne, Ekonom č. 9/2007.

Jennings, M.: Je čas jednat, Bankovníctví č. 4/2007.

Kammel, A.: Supervision and Regulation of Financial Institution in Europe – A Way to Prevent Financial Crisis? GARNET Conference 2006.

Komise pro cenné papíry: Institucionální uspořádání dozoru – hlavní faktory, Praha 10.8.2005.

Komise pro cenné papíry: Alternativy uspořádání integrovaného dozoru v ČR, Praha 10.8.2005.

Kotáb, P. a Ossendorf, V.: Proces institucionálního sjednocování orgánů státního dozoru nad finančním trhem v České republice, Správní právo 4/2005.

Lamfalussy, A.: Reflections on the Regulation of European Securities Markets, SUERF Study, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Vienna 2001.

Lastra, R.M.: Central Banking and Banking Regulation, London School of Economics, Financial Markets Group, London 1996.

Lhabitant, F.S.: Les indices de hedge funds doivent-ils être éligibles ou non aux fonds grand public? Autorité des Marchés Financière, Les cahiers scientifique No. 2, Paris 2006.

Llewellyn D.T.: Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues, Paper presented at World Bank Seminar, Washington D.C. 5.6.2006.

MacDonald, R.: Consolidated Supervision of Banks, Handbooks in Central Banking No. 15., Bank of England, London 1998.

Matoušek, P.: Nová filozofie regulace?, Bankovníctví č. 12/2006.

- McCarthy, C.: How do we achieve regulatory convergence in practice? FSA, speech on 8.12.2004.
- Merton, R.C., Bodie, Z.: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, Harvard Business School Working Paper, No. 95-062, Harvard 1995.
- Milo, S.M.: Financial Services Integration and Consolidated Supervision: Some Issues to Consider for the Philippines, Philippine Institute for Development Studies, 2002.
- Morgan Stanley a Merger Oliver Wyman: European Banking Consolidation: IT Synergies and Basel II Will Drive Cross-Border Restructuring, 2005.
- Mortimer-Schuttts, I.: EU Regulatory and Supervisory Convergence: The Case for a Dual System with Choice, AEI-Brookings Joint Center, Related Publication 05-39, December 2005.
- Musílek, P.: Integrované modely dohledu nad finančním trhem, Bankovníctví č. 2/2007
- Norton, J.J.: Financial Sector Reform and International Financial Crises: The Legal Challenges, London Institute of International Banking, Finance & Development Law, London 1998.
- OECD: The OECD Report on Regulatory Reform: Synthesis. Paris 1997.
- Olišovský, L.: Spojování článků v měnicím se světě, Bankovníctví č. 10/2006.
- Onder, Š.: Regulace bank a pojišťoven v Evropské unii, Bankovníctví č. 5/2007.
- Ossendorf, V.: Právní a ekonomické nástroje činnosti České národní banky, PF UK, interní tisk č. 160, Praha 2004.
- Pietrancosta, A.: Concurrence et marchés financiers: croisons les droits! Revue Trimestrielle de Droit Financière 3/2006.
- Plihon, D.: Quelle surveillance prudentielle pour l'industrie de services financiers? Revue d'Économie Financière 2001.
- Polouček, J.: Dohled pod křídly centrální banky. Bankovníctví č. 12/2006.
- Pour „une meilleure régulation“ des marchés financiers, Revue Trimestrielle de Droit Financière 3/2006.
- Prouza, T.: Jak dále s českým tržním prostředím? Euro č. 5/2007.
- Prouza, T.: Kam posune dohled Evropa?, Bankovníctví č. 6-7/2006.
- Prouza, T.: Účinná a efektivní ochrana spotřebitele stále chybí, Bankovníctví č. 8/2006.
- Quintyn, M. a Taylor, M.W.: Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability, Institute for Economic Research Munich, CESifo Economics Studies, Vol. 49, 2/2003.
- Rosen, R.: Do Regulators Race for the Bottom or for the Quiet Life? The Relationship Between regulators and the Regulated in Banking, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper series, Chicago 2001.

- Scholz, P.: Byl stanoven postup reformy dozoru nad finančním trhem, Bankovníctví č. 12/2003.
- Scholz, P.: Další fáze reformy dozoru nad finančním trhem, Právo a podnikání č. 6/2005.
- Scholz, P.: Zásadní změny v dozoru nad finančním trhem, Daně a finance č. 7-8/2006.
- Singer, M.: České banky si vysoké zisky zaslouží, rozhovor v Hospodářských novinách dne 5.2.2007.
- Singer, M.: Český cirkus je dost velký, Euro 20/2007.
- Stark, J.: Some new trends in financial markets. Deutsche Bundesbank speech 23.4.2005.
- Šimáček, M.: Jak zlepšit české tržní prostředí? Euro č. 3/2007.
- Šimáček, M.: Plán na zlepšení českého tržního prostředí, Euro č. 8/2007.
- Taylor, M.: Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century, Centre for the Study of Financial Innovation, London 1995.
- Taylor, M.: Peak Practice: How to Reform the UK's Regulatory System, Centre for the Study of Financial Innovation, London 1996.
- Trichet, J.C.: European Financial Integration: the view of the ECB. European Central Bank's speech 10.3.2005.
- Tůma, Z.: Bankovní sektor v době fúzí bank i dohledu, Top Finance (speciál měsíčníku Bankovníctví a týdeníku Ekonom z 18.5.2006).
- Vaníčková, E.: Legislativně právní aspekty realizace sjednocení výkonu dozoru nad finančním trhem v ČR, Daně a finance č. 4/2006.
- Vopálka, V.: Nezávislé správní orgány, Ve službách práva. Sborník u 10. výročí založení pobočky nakladatelského domu C. H. Beck v České republice, C. H. Beck, Praha 2003.
- Votava, J.: Integrace dohledu nad finančním trhem, Daně a právo v praxi č. 5/2006.
- Vydrželová, P.: Výkon veřejné správy a dozoru na místní úrovni, Veřejná správa č. 23/2003.
- Zářecký, P.: K normotvorné činnosti ministerstev a jiných správních úřadů, Správní právo č. 3/1996.

7. PŘEDNÁŠKY A SEMINÁŘE

Cenné papíry a kapitálový trh, přednášející JUDr. Petr Čech a prof. JUDr. Jan Dědič, BOVA Polygon, Praha 9.5.2006.

Cenné papíry a kapitálový trh, přednášející JUDr. Petr Čech, BOVA Polygon, Praha 11.6.2006.

The ISDA Master Agreement: How it works and its credit and legal implications and how to negotiate its Schedule and the ISDA Credit Support Annex under English Law, přednášející Paul Harding, Derivatives Documentation Limited. Praha 23.11.2006.

Novela zákona o kolektivním investování, přednášející Mgr. Alena Šebestová, Komise pro cenné papíry, prezentace pro Asociaci finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR, Praha 13.7.2005.

Repo: Legal and Documentation Issues, Euromoney Legal Training, Londýn 12.10. – 13.10.2006.

The Capital Market in the Czech Republic: Development, Regulation, Supervision and Corporate Governance, přednášející Ing. Miroslav Singer, Ph.D., Česká národní banka, v rámci ICC Commission on Financial Services and Insurance: 4th Corporate Governance Roundtable, Praha 18.4.2007.

Sjednocení dozoru nad finančním trhem, přednášející Mgr. Michal Franěk, Ministerstvo financí České republiky, prezentace pro Asociaci finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR, Praha 15.3.2006.

Směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID) – nová pravidla pro kapitálový trh, Ministerstvo financí České republiky, 14.9.2006.

Strukturované produkty, přednášející prof. Ing. Josef Jílek, CSc., Česká národní banka, seminář ACADEMIA IREAS, o.p.s., Praha 25.6. – 26.6.2007.

Výhledy rozvoje kapitálového trhu v České republice, přednášející Ing. Petr Koblíček, Burza cenných papírů Praha, a.s., Praha 16.2.2007.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu – realita, budoucnost, souvislosti, Asociace registrovaných investičních poradců ČR, Praha 19.10.2004.