

## Závěr

Má diplomová práce se snažila podat přehled o systému nepřímého držení cenných papírů. Z podkapitoly o historii si lze vzít několik ponaučení. Především si uvědomit, že tento systém nevznikl postupnou evolucí, ale je důsledek jednorázového účelového rozhodnutí. Dále je to hezký protipříklad jednoho rčení. Zde jedna prohraná bitva, znamenala prohru celé války, podobně jako Bíla hora. Jinými slovy řečeno, je dobré se poučit jaká je síla složitosti, strachu z neznáma a vysokých „*switching costs*”.

Podkapitola o americkém systému nám poskytuje tak trochu pohled do budoucna, i když ne tak zcela úplně, protože v budoucí evropské úpravě může být úprava výkonu hlasovacích práv trochu jiná. Je to možná potenciální příležitost pro někoho, ale zároveň varování pro ostatní, co nedopustit. Je totiž nemilé, když musíte platit něco, co byste vlastně vůbec nepotřebovali, být právní úprava trochu jiná.

Anglická úprava, kromě informací o pravidlech systému nepřímého držení cenných, dává poučení o tom, jak si angličtí experti cení přehlednosti, srozumitelnosti a jednoduchosti úpravy v tomto odvětví práva, kvůli tomu, že až ji bude nejvíce potřeba, tak bude třeba jednat opravdu rychle. Tu stejnou obavu měli i američtí autoři před revizí článku 8 UCC. To by mohlo být inspirací i pro nás, abychom měli úpravu o poznání přístupnější. Dále mě zaujalo to, jak se liší dva dokumenty mající stejný cíl, když v jednom případě je tvůrcem pouze národní tým FMLC a když je tvůrcem LCG, která má k dispozici experty z 20 a více států a může si dovolit komparativní srovnávání.

Česká úprava. Vzhledem k posledním událostem se snad konečně dočkáme v brzké době nového systému evidence investičních nástrojů, jak jej předpovídá ZPKT. Novela ZPKT z roku 2008 vytvořila možnost víceúrovňové evidence držené v samostatné evidenci, takže se to možná některým obchodníkům s cennými papíry bude hodit. Jinak je to ale stále systém, který vyvolává řadu otázek, hlavně ve vztahu k zahraničním investorům. Přiznám se, že tématu české úpravy jsem z časových důvodů zůstal dosti dlužen a bylo by třeba se k ní někdy blíže s načrpanými

zkušenostmi ze zahraničních vrátit. Celkem dost detailů o ní však podává již výše citovaný článek.<sup>105</sup>

Rozdrobenost systémů držení cenných papírů, tak jako ji známe v Evropě dnes, představuje potenciální riziko pro investory v podobě právní nejistoty o výsledku některých situací a vysoké náklady spojené s obchodováním. Tomuto stavu se pokouší postavit Evropská komise. Případná budoucí harmonizace může přinést jak pozitiva tak i potenciálně negativa. Mezi pozitivy bych viděl především již zmíněné snížení individuálního rizika a snížení nákladů na vypořádání a umožnění existence větší konkurence. Samozřejmě když se sníží náklady, sníží se i zisky mnoha subjektům. V tomto faktoru určitě můžeme hledat jeden z hlavních důvodů, proč je tato harmonizace relativně pomalá. Viz. také například osud Haagské úmluvy na půdě Evropského parlamentu. V případě protekcionistického stanoviska se můžeme obávat, že zvýšená konkurence bude k prospěchu velkých hráčů, zatímco menší přijdou o své místo na slunci. Jestli je to negativum nebo pozitivum, těžko říct.

Navrhovaná evropská úprava, díky své systematickosti a flexibilitě k jednotlivým národním úpravám, představovala určitě krok vpřed na cestě k vyšší individuální jistotě investorů. K úpravě, ať už anglické nebo evropské je třeba poznamenat, že za účelem snížení systematického rizika, rezignuje na některé jinak normální zásady civilních úprav. Je zde neodvolatelnost pokynu i v případě insolvence nebo poměrné nesení ztrát investory, i když za ní třeba nenesou žádné zavinění. Co ještě plyne ze zprávy LCG a o čem se moc nemluví je, že vlastně v tomto systému existuje relativně snadná možnost inflace emise (prodávání falešných cenných papírů), která vyžaduje vysoké nároky na provádění dohledu regulátory. Jejich selhání by mohlo jednou vést k podobným skandálům, jako byl Enron a další nebo podvody s ABS.

Celkově z toho co bylo napsáno, je na mnoha místech vidět, že na první pohled technická záležitost jako je způsob držení cenných papírů, má velký význam pro poměr sil na finančních trzích. Systém držení cenných papírů není jen izolovaná otázka, ale je klíčem ke službám clearingů a vypořádání a ty jsou dále klíčem k poskytování burzovních služeb. Jeho

---

<sup>105</sup> Viz. citace č. 4.

inherentní vlastnost hierarchičnost, také dává silnou pozici osobám stojícím na vrcholu, proto o něj dozajista probíhá skrytý, ale ostrý zákulisní boj.

Pokud jde o druhé podtéma mé diplomové práce je vidět, že se již hodně změnilo na evropských trzích. Vznikla zde řada nových obchodních systémů, hlavně tzv. vícestranných obchodních systémů, které v krátké době zaujaly významnou část některých trhů. Taktéž někteří čeští obchodníci s cennými papíry, i přes omezenou velikost našeho trhu, využili možností, které MiFID přinesl. Osud některých, zejména Pražské burzy, však v rámci těchto změn (a dalších) nemusí být zrovna potěšitelný.

Otázky spojené s prováděním obchodů prováděných na mnoha převodních místech a možného zneužití trhu, má řešit sada pravidel o transparentnosti. Dnes se zdá, že celkově MiFID přispěl ke zhoršení transparentnosti trhu a zvýšení nákladu na získávání informací. Je však možné, že tato otázka se časem vyřeší zlepšením a zlevněním činnosti soukromého sektoru. Je to přece jenom málo pouze necelé dva roky od nabytí účinnosti v listopadu 2007.

„Best execution policy“ je určitě zajímavým institutem, který má vést mimochodem k rychlejšímu odstranění existujících vazeb mezi investičními podniky a převodními místy, k dosažení vykonání pokynu zákazníka za nejlepších možných podmínek. Zvolené kritérium pro jeho uplatnění je dost složité a může tak snížit jeho praktickou využitelnost. Ale bude hodně záviset na rozhodovací činnosti soudů, jak si s tímto kritériem poradí a jak ho budou aplikovat. Stejně tak jako test vhodnosti, tj. vhodnosti poskytnutí konkrétní investiční služby konkrétnímu zákazníkovi na základě znalosti jeho hmotných poměrů. Dovoluji si tvrdit, že vhodná aplikace tohoto testu v praxi by mohla vést ke snížení volatility trhů a k pečlivějšímu posuzování investičních podniků, co klientům nabídnou a co ne, i za cenu jejich nižších zisků. Až časem se pozná, jestli podstatně zvýšené nároky na papírování budou mít i nějaký užitečný efekt.