

Univerzita Karlova

Právnická fakulta

Katedra finančního práva a finanční vědy



Regulace a právní normy finanční stability členských zemí EU a Eurozóny

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně, že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal, způsobem ve vědecké práci obvyklým a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 3. května 2011

.....
Ondřej Benáček

Děkuji vedoucímu své práce prof. JUDr. Milanu Bakešovi DrSc za pomoc a důvěru

Dále děkuji všem, bez jejichž podpory bych tuto práci v dané podobě nezpracoval.

Obsah

Obsah.....	4
Rejstřík použitých zkratk 7	7
1 Úvod	9
2 Metodologie práce	11
2.1 Výzkumný záměr	11
2.2 Kritické zhodnocení literatury a zdrojů	11
3 Definice.....	15
3.1 Definice finanční stability	15
3.2 Definice finanční (monetární) suverenity.....	16
4 Finanční krize.....	18
4.1 Situace předcházející finanční krizi.....	18
4.2 Vypuknutí finanční krize	19
4.3 Deregulace.....	23
4.3.1 Deregulace investičního bankovníctví - Gramm-Leach-Blileyův zákon.....	24
4.3.2 Deregulace investičního bankovníctví - „Net capital rule“	25
4.3.3 Institucionalizovaný morální hazard – Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act.....	26
4.3.4 Neregulace finančních derivátů – selhání volné ruky trhu.....	26
4.3.5 Umožnění vyvážení toxických aktiv mimo auditované účetnictví	26
5 Vývoj mezinárodní regulace v oblasti finanční a monetární politiky	27
5.1 Historický úvod do problematiky	27
5.2 Zlatý standard.....	28
5.3 Bretton-Woodský systém a IMF	29
5.4 Regulace Mezinárodního měnového fondu po pádu systému Bretton Wood	30
6 Regulace v rámci Evropského společenství.....	32
6.1 Úvod do evropské integrace - politická perspektiva	32

6.2	Analýza vývoje monetární integrace v Evropě	35
6.3	Evropský měnový systém (EMS).....	36
6.4	Delorova zpráva a předešlá pro Maastrichtskou dohodu	38
6.5	Maastrichtská dohoda.....	40
7	Efekty finanční krize a analýza přijatých opatření.....	44
7.1	Selhání regulací a efekty finanční krize	44
7.2	Hodnocení efektivity právních norem z pohledu ekonomické analýzy práva.....	45
7.3	Opatření přijatá Evropskou unií	46
7.3.1	Fond solidarity	46
7.3.2	Pakt pro Euro	46
7.3.3	Basel	47
7.3.4	Funkčnost stávajících evropských institucí z pohledu monetární regulace	50
7.3.5	Možnosti restrukturalizace suverénních dluhů	52
7.3.6	Stávající legislativa v České republice.....	54
7.4	Opatření přijatá Českou republikou	56
7.4.1	Efektivita opatření přijatých Českou republikou	60
8	Závěr práce	64
8.1	Doporučení de lege ferenda a okruhy k dalšímu výzkumu	66
9	Seznamy.....	68
9.1	Tabulky	68
9.2	Grafy	68
9.3	Obrázky.....	68
10	Použitá literatura.....	69
10.1	Odborné publikace	69
10.2	Populární publikace	71
10.3	Primární právní zdroje, právní normy a komentáře a zprávy přípravných výborů k právním normám	72
10.4	Elektronické zdroje	74

10.5	Ústní zdroje a proslovy.....	75
10.6	Judikáty.....	75
11	Resumé a klíčová slova.....	76
11.1	Resumé.....	76
11.2	Klíčová slova	76
11.3	Abstract	76
11.4	Keywords.....	77

Rejstřík použitých zkratk

BCBS	Basilejský výbor pro bankovní dohled
BIS	Banka pro mezinárodní zúčtování (Bank for International Settlements)
CDO	Kolateralizované dluhopisy (Collateralized Debt Obligations)
CDS	Kreditní defaultové swapy (Credit Default Swap)
CPI	Index spotřebitelských cen (Consumer Price Index)
ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka (European Central Bank)
ECU	Evropská měnová jednotka (European Currency Unit)
EHS	Evropské hospodářské společenství
EMCF	Evropský fond monetární spolupráce (European Monetary Co-operation Fund)
EMI	Evropský monetární institut (European Monetary Institute)
EMS	Evropský měnový systém
EMU	Evropská monetární unie
ERM	Systém výměnných kurzů a intervenčního mechanismu (Exchange Rate and Intervention Mechanism)
ES	Evropská společenství, od roku 1967 souhrnné označení pro Evropské společenství uhlí a oceli, Evropské hospodářské společenství a Euratom
ESCB	Evropský systém centrálních bank (European System of Central Banks)
ESUO	Evropské společenství uhlí a oceli
EU	Evropská unie
EURATOM	Evropské společenství pro atomovou energii (The European Atomic Energy Community)
FED	Federální centrální banka (Centrální banka Spojených států amerických)

GATT	Generální smlouva o tarifech a obchodu (General Agreement on Tariffs and Trade)
HDP	Hrubý domácí produkt
IBRD	Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (International Bank for Reconstruction and Development)
IMF	Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund)
ITO	Mezinárodní obchodní organizaci (International Trade Organization)
JEA	Jednotný evropský akt
LBO	Pákové obchody (Leverage Buy Out)
NBCA	The New Basel Capital Accord
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (Organisation for Economic Co-operation and Development)
OEEC	Organizace pro evropskou hospodářskou spolupráci (Organisation for European Economic Co-operation)
PPI	Index cen výrobců (Producers Price Index)
RVHP	Rada vzájemné hospodářské pomoci
SIV	Strukturované investiční entity (Structured Investment Vehicles)
SDR	Práva zvláštního čerpání (Special Drawing Rights)
SDRM	Mechanismus Restrukturalizace suverénního dluhu (Sovereign Debt Restructuring Mechanism)
SF U	Smlouva o fungování Evropské unie
SPV	Jednoúčelová společnost (Special Purpose Vehicle)
USA	Spojené státy americké
WB	Světová banka (World Bank)

1 Úvod

„These are issues that we are going to have to address, because they are significant.“

Ben Bernanke

Současná světová finanční krize poukázala na existenci mezer v právních normách, které by měly národní ekonomiky chránit před pádem do pasti finanční nestability z důvodu tzv. morálního hazardu komerčních bank a vlád zemí EU. Tato krize se v současnosti mění ve světově globální ekonomickou nestabilitu. Na druhou stranu křídlo tzv. libertariánů tvrdí, že současná krize nevznikla z nedostatku efektivních finančních regulátorů, ale naopak z jejich přebujelosti. Podle nich by se mnohé právní normy měly opustit, aniž se nahradí lepšími normami. Otázkou k vyřešení je podrobit právní normy a regulační opatření kritériím adekvátnosti ve vztahu k určeným účelovým funkcím, jimiž mohou být například stabilita ekonomického růstu, vysoká úroveň zaměstnanosti, nízká inflace, měnový kurs s nízkou volatilitou nebo dlouhodobá udržitelnost veřejných financí jednotlivých členských zemí EU nebo Evropské monetární unie.

Subjekty této diplomové práce budou v první řadě instituce monetární politiky (např. centrální/ národní banky, Evropská centrální banka, Světová banka a Mezinárodní měnový fond), a to včetně jejich historie a postupného vývoje. Jejich fungování nicméně nelze oddělit od regulativů uplatňovaných vůči komerčním a investičním bankám a pojišťovnám a vůči institucím finančního ratingu. Navíc se čím dál více ukazuje, že finanční regulační opatření se musí v první řadě obrátit ke stabilitě veřejných financí, čímž do hry vstupují jako subjekty i národní vlády a případně též Evropská komise a ostatní výkonné a zákonodárné orgány EU.

Práce se po shrnutí vývoje regulačních institucí a mezinárodní spolupráce v monetární oblasti bude věnovat diskusi obecných otázek finanční stability v EU. Zaměří se na její právní aspekty z hlediska České republiky jako země, která je čekatelkou na vstup do Eurozóny a která zvažuje, zda přijetí eura a jeho právních institucí je výhodnou strategií, respektive jaké náklady bude představovat podrobení se normám požadovaným od členských zemí. Finanční stabilita členů EU je regulována jednak obecnými institucemi integračního bloku a jednak specifickými institucemi Evropské měnové unie. Proto na jedné straně budeme uvažovat o funkčnosti Smlouvy o evropském sdružení (Treaty Establishing the European Community) ve světle současných vnějších (globalizovaných) podmínek dopadajících na EU. Zde na prvním místě stojí funkčnost Paktu stability a růstu.

Na druhé straně vystupují do popředí Maastrichtská kritéria a podmínky ERM II. pro vstup do Eurozóny. Členské země EMU navíc podléhají ustanovením Protokolu o statutu evropského systému centrálních bank a Statutu Evropské centrální banky. Mnohá z jejich ustanovení jsou v současné době považována za zastaralá a neadekvátní v podmínkách současného stavu financí v zemích EU. Diskuse navrhovaných reforem a jejich poměření s kritérii jejich efektivnosti bude součástí práce.

2 Metodologie práce

2.1 Výzkumný záměr

Tato práce si klade za cíl označit a analyzovat hlavní zdroje ekonomicko-právních nástrojů a procesů, které způsobily finanční krizi ve světě a v Evropě, a dále analyzovat vývoj reakcí v podobě regulačních nástrojů vlád, centrálních bank i soukromého sektoru. Pozornost bude věnována i následným dopadům krize, tj. neúměrným státním deficitům, a to jak deklarovaným, tak skrytým. Pro pochopení aktuální situace bude popsán a analyzován historický vývoj na poli monetární regulace se zvláštním zaměřením na monetární regulaci a integraci v Evropě, na který stávající opatření reagující na finanční krizi navazují.

Zvláštní pozornost bude věnována reakcím zemí EU a Eurozóny na šířící se finanční nestabilitu ve snaze zabránit budováním společných ochranných fondů a změnami v právním rámci vzniku nových zdrojů finanční náklady. Budeme také diskutovat vztah České republiky k daným návrhům s rozбором efektivity přijatých opatření a případně i alternativ možných řešení. Postavení ostatních států světa už nebudou vzhledem k omezenému rozsahu práce analyzována.

Následně bude z pohledu finančního práva analyzována efektivita těchto regulací a jejich předpokládaný dopad na ekonomiku a chování aktérů na trhu.

Na závěr se autor pokusí doporučit regulační opatření v rámci úpravy *de lege ferenda*.

V rámci výzkumného procesu bude pro účel této práce nutné definovat a ukotvit pojem finanční stabilita.

2.2 Kritické zhodnocení literatury a zdrojů

Vysoká komplikovanost problémů světové finanční krize, která vznikla v USA v roce 2007 a v roce 2010 vyústila v překvapivé odhalení hrubého porušování zásad finanční stability v zemích Eurozóny, stejně jako překotnost vývoje návrhů nových právních norem a nátlaků nadnárodních institucí v oblasti suverenity jednotlivých států v posledních dvou letech dokládá, že se pohybujeme v oblasti mezinárodního práva, která stále jen hledá konsensus řešení, jenž pro svou multilaterální podobu a rozpory mezi zeměmi není stabilní. Současně

rychlost změn a nestabilita řešení implikují, že i relevantní literatura k daným problémům je omezená, a ta existující je nucena uvádět mnohdy jen dočasné nebo spekulativní závěry.

První skupinou literatury a zdrojů je souhrn odborných článků a literatury rozpracovávající definované téma regulace finanční stability. Je potřeba zmínit zejména práce Butiho¹, Lastry², Pereiry⁴, Olivarese-Carminala⁵ a Schinasiho⁶, které se metodologicky i tématicky věnují monetární stabilitě, regulaci a restrukturalizaci veřejného dluhu. Jistou limitací je bohužel časové zpoždění, se kterým reagují na aktuální a velmi rychle se měnící realitu.

Druhou skupinu představují historikové a teoretikové mezinárodní monetární spolupráce, jako je Goebel⁷ nebo Gold⁸, kteří nám umožní pochopit složité vztahy při vývoji Evropské monetární spolupráce a politické limitace, které byly a jsou reflektovány v přijatých právních normách.

Třetí skupinou jsou teoretikové veřejné správy, corporate governance a finančního práva, jejichž masivní a dlouhodobě ověřenou metodologii můžeme indukčně využít i pro tuto práci. Jedná se o práce Bakeše⁹, Jensena a Mecklinga¹⁰ a Ochrany¹¹.

Čtvrtá skupina zahrnuje práce teoretiků z oblasti Law&Economics, jako jsou Posner¹² nebo Cooter a Ulen¹³, kteří vyvinuli silný teoretický aparát umožňující měření efektivity práva a

¹ Buti M., The Second Decade of Economic and Monetary Union: Before and After the Crisis", Revue d'Économie et Financière, No. 96, 2010

² Lastra R. M.: Legal Foundations of International Monetary Stability. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

³ Lastra M., The Independence of the European System of Central Banks, Harvard Law Journal 475, 1992

⁴ Pereira J., Economic restructuring and the European Monetary Union, Comparative Law Review 45, 2001

⁵ Olivares-Carminal R., Legal Aspects of Sovereign Debt Restructuring, Sweet&Maxwell, Thomson Reuters Legal, 2009

⁶ Schinasi J., Defining Financial Stability, IMF working paper, 2004

⁷ Goebel R., European Economic and Monetary Union: Will the EMU Ever Fly?, Columbia Journal of European Law 249, 1998

⁸ Gold J., A Report on Certain Legal Developments in the International Monetary Fund, World Association of Lawyers, Washington DC, 1976

⁹ Bakeš M., Karfíková M, Kotáb P., Marková H. a kol., Finanční právo. 5. upravené vydání. Praha, C. H. Beck, 2009

¹⁰ Jensen, M. C., Meckling, W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976

¹¹ Ochrana F., Pavel J., Vítek L. a kolektiv, Veřejný sektor a veřejné finance, Grada publishing, 2010

¹² Posner R. A., The Economical Analysis of Law, Boston, Toronto, London, 1992

¹³ Cooter R. and Ulen, T.: Law & Economics. 3rd ed., Addison Wesley Longman, 2000

právních norem při akceptaci ekonomických kritérií užítku. Slabinou je nemožnost takového měření z pohledu etického nebo sociálně-historického, což se projevuje zejména v trestním právu. Pro využití v této práci věnující se finančnímu právu jsou však slabiny teorie ekonomické analýzy práva minimální, vzhledem k tomu že monetární regulace mají primárně ekonomický a nikoliv kulturní, nebo etický význam, který se hůře měří kritériem efektivity.

Pátou skupinou jsou články jak čistě akademické, tak i prakticky orientované, publikované většinou v neakademických neimpaktovaných periodikách a na internetu. V souladu s metodologií verifikace Karla Poppera, podle níž logická tvrzení nemohou být považována za platná, pokud jsou v rozporu s empirickými fakty, se autor snaží udržovat ve svých analýzách kontakt s reálnými ději, a nemůže se tedy zcela odříznout od reality všedního dne, jakkoli se někdy tato zdá být chaotická až iracionální. Vzhledem k rychlosti současné informační společnosti, která se stává standardem, a důrazněji se prosazujícímu názoru, že právní a ekonomické regulační normy mají hluboký dopad na chování celé společnosti, a vzhledem k rostoucím požadavkům na formální standardy akademických příspěvků i nejváženější zástupci akademické obce velmi často prezentují své názory ve špičkových neimpaktovaných periodikách, jako je například Wall Street Journal nebo Economist, a až sekundárně s odstupem i několika let reflektují své zkušenosti v impaktovaných vědeckých časopisech. Autor nicméně chápe, že poznatky z těchto sekundárních zdrojů je potřeba zpětně konfrontovat s vědeckými publikacemi.

Další skupinou pramenů jsou právní normy. Vzhledem k tomu, že se pohybujeme v oblasti veřejného práva, jedná se o normy kogentní. Tyto právní normy můžeme dělit jednak na národní a mezinárodní normy (např. právo Evropských společenství, právo členských zemí Evropské monetární unie, právo České republiky), a dále pak na zákonné a podzákonné právní normy. V případě České republiky jsou pro tuto práci velmi relevantní nařízení, která vydává vláda na základě ústavního zmocnění¹⁴. Nařízení představuje odvozený, podzákonný právní předpis. Z toho plyne, že nemůže překročit meze prováděného zákona¹⁵.

Z českých právních předpisů se zaměříme na zejména na zákon o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů¹⁶, a to i v kontextu právní úpravy obcí^{17, 18}. Dále se zaměříme na normy regulující fungování státního rozpočtu dle zákona o státním rozpočtu, zákona o rozpočtových

¹⁴ Článek 78. Ústavy České Republiky

¹⁵ Bakeš M., Karfíková M, Kotáb P., Marková H. a kol., Finanční právo. 5. upravené vydání. Praha, C. H. Beck, 2009

¹⁶ Zákon č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů, v platném znění

¹⁷ Zákon č. 128/2000 Sb., o obcích, v platném znění

¹⁸ Zákon č. 531/1990 Sb., o územních finančních orgánech, v platném znění

pravidlech¹⁹ a vyhlášky Ministerstva financí o rozpočtové skladbě²⁰ a předpisy regulující stabilitu bank²¹. Všechny české právní normy jsou citovány ve znění pozdějších předpisů.

Z mezinárodních právních norem se pak zaměříme na právo Evropských společenství i nástupnické Evropské unie a to jak na primární právo vytvořené na základě Pařížské smlouvy z roku 1951 (ESVO), Římských smluv z roku 1957 (EHS, Montánní unie, EURATOM) a následných změn a doplňků těchto smluv - Jednotného evropského aktu (1985), Maastrichtské smlouvy o EU (1992), Amsterdamské smlouvy (1997), Smlouvy z Nice (2000) a Lisabonské smlouvy (2009), tak i na sekundární právo tvořené směrnicemi, nařízeními a rozhodnutími²².

Zvláštní pozornost si pak zaslouží Basilejské dohody (v originále Basel I., Basel II., Basel III.). Jedná se o dohody připravené Basilejským výborem pro bankovní dohled (BCBS), které regulují řízení a měření rizik v bankovním a finančním sektoru. Nejpodstatnější regulací je Basel III., který je reakcí na globální finanční krizi.

Poslední skupinou jsou primární zdroje, které nejsou prameny práva v užším slova smyslu. Jedná se zejména o podkladové zprávy pracovních skupin, komisí, skupin poradců, nebo přímo jednotlivých odborníků. Vzhledem ke komplexnosti problematiky byl a je jejich vliv při formulaci finálních politických a ekonomických rozhodnutí a s nimi spojených právních norem naprosto klíčový. Jako příklad můžeme jmenovat Keynesovu zprávu, která formovala dohodu v Bretton Wood, zprávu Jeanna Monneta²³ pro Pařížskou konferenci formující základy Evropského společenství, Delorovu zprávu²⁴ stavějící základy pro zavedení společné monetární zóny Euro, nebo Larosierovu zprávu²⁵, která řeší aktuální problémy Evropské unie.

¹⁹ Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech, v platném znění

²⁰ Vyhláška MF ČR č. 323/2002 Sb., o rozpočtové skladbě, v platném znění

²¹ Vyhláška 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

²² Rozhodnutí podle některých autorů nesplňuje kritéria pro obecně závazný právní předpis, i když článek 288 SFEU (dřív 249 SES) stanoví, že je rozhodnutí je závazné v celém rozsahu. Pokud jsou v něm uvedeni ti, jimž je určeno, je závazné pouze pro ně.

²³ Jean Monnet report, May 1950

²⁴ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, 12 April 1989

²⁵ EK, práva skupiny na vysoké úrovni pro finanční dohled v EU zveřejněná dne 25. února 2009 (Larosierova zpráva)

3 Definice

3.1 Definice finanční stability

Na poli finančního práva dochází velice často k průniku ekonomických pojmů a definic do právních textů a právních norem. Jinak tomu není ani v případě této práce, která zkoumá, jak právo reaguje na vysoce problematické otřesy světové ekonomiky v posledních čtyřech letech, které se vesměs dotýkaly finančních trhů. Za nejdůležitější definici v tomto případě autor považuje definici pojmu "finanční stabilita".

Dle Schinasiho²⁶ je finanční stabilita stavem, ve kterém ekonomické mechanismy pro určování cen, alokace zdrojů a tlumení finančních rizik (vlastní trhy zboží, kapitálu a práce a nástroje zajišťování úvěrů, likvidity, rizik protistrany a vymáhání kontraktů) fungují efektivně, s nízkými transakčními náklady a přispívají k vysoké konkurenční výkonnosti ekonomiky. To je obecná definice, která vychází z interakce kapitálových trhů (např. komerčního bankovníctví, investičních institucí a burz) se zbytkem ekonomiky.

Jiný pohled nám nabízí citace z úvodu do zákona o federálních rezervách Spojených států amerických z roku 1913: Ke zřízení Federální Centrální Banky (FED) za účelem udržení pružné měny k poskytnutí prostředků k distribuci cenných papírů a pro efektivnější dohled nad bankovníctvím ve Spojených státech amerických a pro další účely²⁷.

Z výše uvedeného je podstatné slovo pružné (v originálu elastic), ze kterého vyplývá, že stabilita nebyla v roce 1913 v nejrozvinutější světové ekonomice chápána jako něco neměnného a nehnutelného. Je zřejmé, že tehdejší zákonodárci chápali pružnost jako podstatnou vlastnost ekonomického systému, tedy jako schopnost reagování na vnější podněty (kterými mohou být například finanční krize z nedostatku likvidity či neschopnost subjektů dostát svým finančním závazkům), jejich absorpce a návratu na původní hodnoty²⁸. V méně restriktivním výkladu se dostáváme k výrazu adaptace, tedy schopnosti finančního systému reagovat na nové kritické podněty fundamentální změnou některých ekonomických ukazatelů, ovšem při udržení alokační a distribuční rovnováhy.

²⁶ Schinas J., Defining Financial Stability, IMF Working Paper No. 04/187, 2004

²⁷ Zákon o Federálních rezervách Spojených států amerických z roku 1913

²⁸ Lastra R. M.: Legal Foundations of International Monetary Stability. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

České odborné zdroje se k pojmu finanční stability na úrovni vyšší než ryze firemní příliš nevyjadřují. Nejblíže k ní má Bakeš a kolektiv²⁹, když zmiňuje, že kromě měnové politiky a peněžního oběhu stabilitu měny podporuje též funkční a hladce se rozvíjející bankovní systém a peněžní a kapitálový trh.

Autor této diplomové práce dodává, že je nutné vnímat dva aspekty finanční stability: vnitřní a vnější. Vnitřní stabilita se týká zejména cenové stability domácích trhů, měřené pomocí indexů CPI, PPI a deflátorů HDP³⁰ a dále jiných relevantních indexů (například indexů mezd a akcií). Vnější stabilita zahrnuje stabilitu domácí měny vůči jiným světovým měnám, což se týká konkrétně tzv. volatility směnného kurzu, která by měla být nízká, a dále nízkého diferenciálu úrokových sazeb komerčních bank doma vůči bankám v zahraničí, který zabraňuje útokům spekulantů na domácí měnu. Mimochodem, Maastrichtská kritéria a kritéria Paktu stability EMU jsou regulační právní úpravou, která finanční stabilitu takto systematicky cílí.

Opačným pojmem k finanční stabilitě je pak finanční nestabilita. Zde si vypomůžeme prací D'Apiceho a Ferriho: obecně definováno, finanční nestabilita je situace vedoucí nebo velmi pravděpodobně vedoucí k finanční krizi. Jedná se o stav finančního systému, pro který je typické prudký pokles hodnoty aktiv (bondů, akcií, nemovitostí), masivní odliv kapitálu, růst úrokových a kurzových sazeb (včetně jejich spreadů a volatility), credit crunch (tj. omezování úvěrů), nedostatku likvidity a masivní neschopnosti splácet finanční závazky z kontraktů³¹.

3.2 Definice finanční (monetární) suverenity

Jak píše ve výzkumném záměru, pro účely této práce je nutné vymezit definici finanční (monetární) stability. Tato práce popisuje finanční krizi, jež je důsledkem nestability (viz výše) a jejímž efektem je narušení monetární suverenity neboť státy nejsou sto se nadále financovat a potřebují podporu mezinárodního společenství. Práce se dále věnuje monetární integraci v Evropě, která by dle svých zastánců měla stabilitu dlouhodobě posilovat a pokrizovým právní regulacím, které by měli stabilitu obnovit. Kritici tohoto postupu ho

²⁹ Bakeš M., Karfíková M, Kotáb P., Marková H. a kol., Finanční právo. 5. upravené vydání. Praha : C. H. Beck, 2009

³⁰ CPI – Consumer Price Index – tj. index spotřebitelských cen, PPI – Producer Price Index – tj. index cen výrobců.

³¹ D'Apice V., Ferri G., Financial Instability, Palgrave Macmillan, 2010

označují za ztrátu suverenity, která naopak podpoří nestabilitu jednotlivých států. Je tedy klíčové poznat, co pod těmito pojmy chápeme a jak je vymezujeme, abychom mohli hodnotit dopady a efektivitu níže popsaného monetárního integračního procesu a níže vybraných právních regulací.

Česká teorie ústavního práva slučuje pojem suverenity a svrchovanost: Svrchovaností (suverenitou) moci se tedy rozumí, že jde o moc mezi jinými mocemi srovnatelně nejvyšší. Svrchovaná moc státu je nejsilnější a nejvyšší mocí mezi mocemi, které působí na území státu, žádná jiná moc jí není na území státu nadřazena, ale ona sama je nadřazena všem jiným mocem jako moc nejvyšší, tedy svrchovaná, a všechny jiné moci jí musí respektovat³².

Zahraniční teoretici si pak vystačí s následující definicí: Suverén je nejvyšší autoritou na určeném území. Stát je politickou institucí, v níž je suverenity zakotvena³³.

Obecně respektovaná Encyklopedie mezinárodního práva veřejného pak uvádí: Suverénní stát nespadá pod jurisdikci (vládní, legislativní, nebo soudní) jiného státu ani jiného cizího práva nežli mezinárodního práva veřejného³⁴.

Monetární suverenity je podmnožinou obecné státní suverenity. Jakkoliv jsou její aspekty známé několik tisíc let, její současné prvky jsou spojeny se vznikem moderních národních států, tj. s dobou renesance.

Nejen bližším zkoumáním zákona o ČNB, ale i realitou většiny suverénních států docházíme k následujícím aspektům monetární suverenity:

1. právo vydávat peníze, v materiální formě konkrétně bankovky a mince a získávat tímto příjmy z ražebného (seigniorage)³⁵,
2. právo regulovat nabídku peněžní masy a úrokovou míru,
3. právo regulovat bankovní systém, zejména formy platby, clearing a kreditní operace,
4. právo regulovat devizovou politiku,
5. právo regulovat pohyb finančních toků a správu finančních institucí a
6. právo uplatňovat trestní státní moc k výlučnému dodržování výše uvedeného.

³² Pavlíček V., O české státnosti, 1) Český stát a Němci, Karolinum, 2002

³³ Lastra R. M.: Legal Foundations of International Monetary Stability. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

³⁴ Steinberg H., Encyclopedia of Public International Law, Amsterdam, 1987

³⁵ Pro kritiku této pravomoci blíže White L. H., Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money. Cato Institute, Washington, 1989 a dále White L. H., The Theory of Monetary Institutions, Blackwell, Oxford, 1999

4 Finanční krize

4.1 Situace předcházející finanční krizi

„Derivatives are financial weapons of mass destruction.“

Warren Buffett

První polovina prvního desetiletí nového tisíciletí představuje dobu ekonomické euforie plynoucí z pádu komunismu. Západní anglosaská civilizace nemá zásadního ideologického protivníka, kapitalismus je implementován jak v Rusku, tak i v „komunistické“ Číně. Politologové hovoří o „konci dějin³⁶“, kdy kapitalismus dostává zelenou ke svému ničím nezadržitelnému rozvoji. USA, jako hlavní tahoun světové ekonomiky, roste nepřetržitě od nástupu R. Reagana k moci a na přelomu milénia se zdá být neohrožitelnou dominantní zemí kapitalistického rozvoje, což potvrzuje i kurz dolaru vůči ostatním měnám, který v roce 2001 dosahuje hodnoty 0,77 USD za EUR. Akciové trhy hlásí rekordní zisky, investice do nemovitostí provedené s vysokou finanční pákou (leverage) přinášejí výnos nad 30 procent ročně a finanční sektor v USA se podílí více než polovinou na celkových ziscích z podnikání v zemi. Současně Evropská unie ve snaze konkurovat světu se ke konci milénia rozšiřuje na jih a na východ a zakládá se Evropská monetární unie (EMU), která je považována za zásadní strategický tah Evropy na cestě ke znovuzískání statutu ekonomické supermoci. Relativně drobné krize jako Enron nebo Dot-com se nepovažují za natolik významné, aby změnilly sílu výše uvedených paradigmat. V londýnském City jsou vypláceny rekordní bonusy a hedgeové fondy dosahují největší velikosti ve své historii.

Jenom menšina autorů si dovoluje narušit mainstreamové názory a prorokuje přicházející krizi. Za všechny zmiňme zejména Larryho Summerse a tehdy neznámého Nourielu Roubiniho.

³⁶ Fukuyama F., Konec dějin a poslední člověk, Rybka Publishers, Praha, 2002

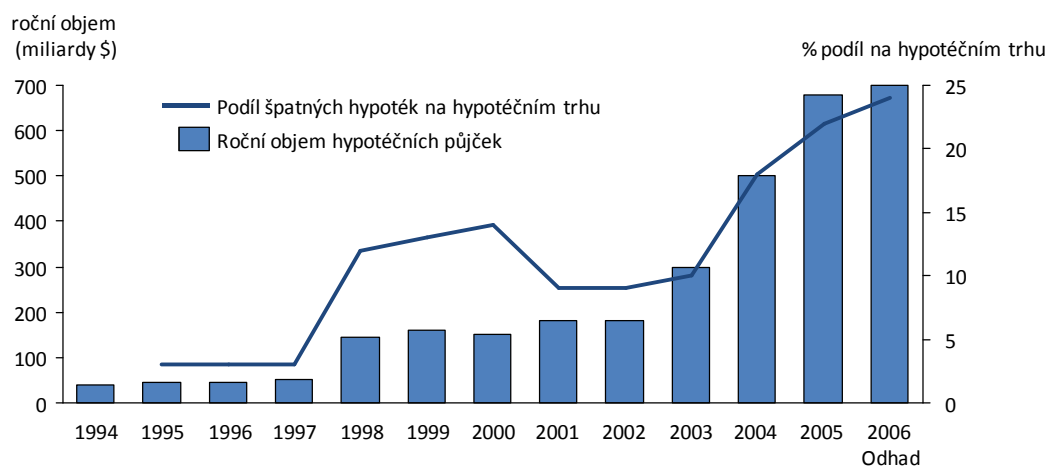
4.2 Vypuknutí finanční krize

Splasknutí (burst) nemovitostní bubliny odstartovalo globální finanční krizi. Na její rychlosti a hloubce se dle konsenzuálních názorů^{37 38} podílela následující ekonomicko-sociální fakta:

Nemovitostní bublina

Rekordní růst nemovitostní bubliny, tj. rekordní nárůst cen nemovitostí spojený s problémem sub-prime³⁹ (podřízených) hypoték a s problémem predátorských půjček (predatory lending). Tento problém odstartoval dodatek k Zákonu o reinvesticích⁴⁰ navržený administrativou Billa Clintona, který umožnil ignorovat varovné výsledky statistického vyhodnocování rizika pro účely poskytování hypoték. Polostátní hypoteční asociace Fannie Mae a Freddie Mac se pak staly lídry v poskytování špatně zajištěných hypoték a komerční subjekty vedeny snahou neztratit trh je následovaly, čímž se roztočila spirála špatných a nedostatečně zajištěných hypotečních nebo dokonce spotřebních úvěrů.

Vývoj nárůstu špatných hypoték jak v absolutních číslech, tak v procentech objemu poskytnutých hypoték je vidět na následujícím grafu:



Graf 1 Vývoj „špatných“ hypotečních úvěrů v USA

zdroj: Inside Mortgage Finance

³⁷ Bernanke B., Four Questions about the Financial Crisis, At the Morehouse College, Atlanta, Georgia, April 14, 2009

³⁸ Krugman, Paul, Revenge of the Glut, The New York Times, March 2, 2009

³⁹ Toto slovo je klíčové pro události, které spustily finanční krizi. Možné překlady zahrnují významy špatné, klasifikované a substandardní hypotéky

⁴⁰ Community Reinvestment Act, 1977 ammended 1995

Slabý management rizik a podvodné chování

Špatný management rizik u bankovních půjček nebo přímo podvodné bankovní úvěry, tj. úvěry, kdy půjčující nebo zprostředkovatel půjčky věděl, že dlužník s vysokou pravděpodobností nebude schopen nebo dokonce ochoten dluh splatit. Chybný motivační systém paradoxně dále podporoval jejich distribuci.

Dalším problémem bylo nevhodné ocenění rizika spojeného s dalšími finančními produkty typu CDO (Collateralized Debt Obligations) a CDS (Credit Default Swaps), což se plně projevilo po vypuknutí krize. Cenné papíry s vysokým rizikem byly obchodovány jako kvalitní cenné papíry, prémie za riziko byly vlivem nekvalitního ratingu příliš nízké a řada produktů byla dostupná klientům, kteří by k nim správně neměli mít přístup.

Slabá corporate governance

Nedostatečné nastavení vnitřních pravidel finančních institucí vedlo k situaci, kdy osobní prospěch nejenže nebyl sladěn se zájmy organizace, ale vnitřní systémy přímo nabádaly ke „zničujícímu jednání“. Jednalo se o situace, kdy bonusový systém motivoval zaměstnance k výše popsanému predátorskému chování.

Tento problém je nazýván problémem morálního hazardu a je například Josephem Stiglitzem, držitelem Nobelovy ceny, považován za spouštěč finanční krize⁴¹.

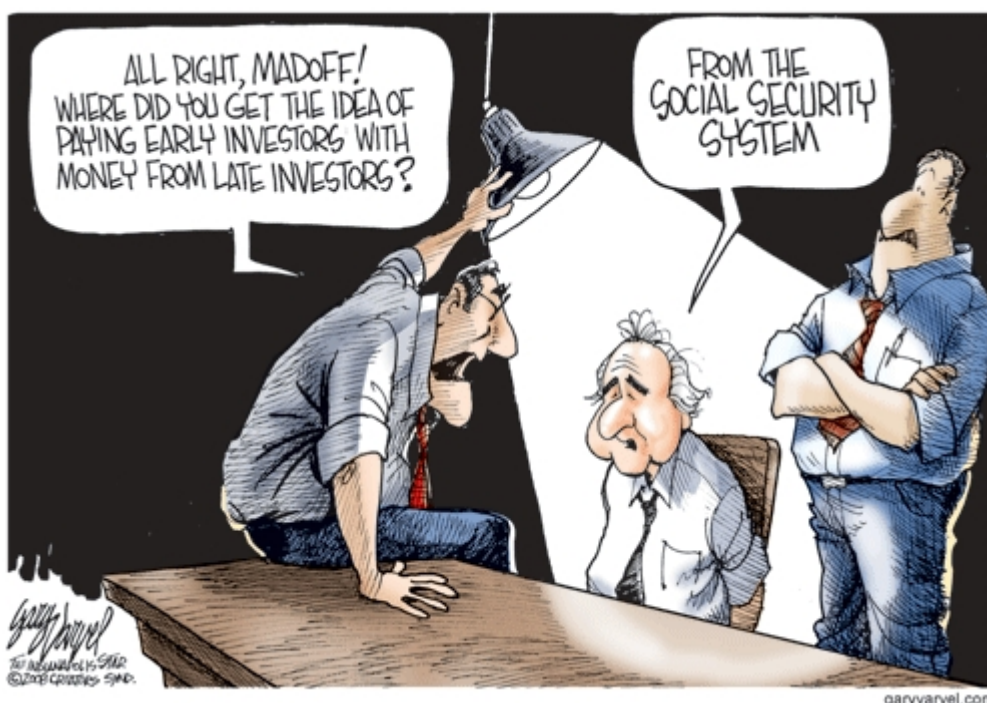
Rozšířením modelu morálního hazardu se dostaneme na úroveň, kdy jsou určité firmy zvýhodněné faktem, že se považují za „příliš velké pro pád“ (too big to fail), s čímž bankéři už předem počítali, a tedy v případě jejich problémů musí vystoupit stát coby věřitel poslední instance a převzít odpovědnost za ztráty z jejich fungování. Manažeři a akcionáři těchto společností pak mají odlišné vnímání rizika a pouštějí se do velmi spekulativních obchodů, vědomi si záchranné sítě rozprostřené rukou státu. Typickým pro morální hazard je situace kdy výnosy z riskantního podnikání jsou soukromé, zatímco ztráty se socializují.

Dalším rozšířením modelu se dostáváme na státní úroveň, kdy je aktuální a deficitní spotřeba státu (například deficitní důchodový systém) placena z dluhů, které mají platit příští generace, ač například na případě Řecka bylo zřejmé, že tyto dluhy nebude možné zaplatit

⁴¹ Stiglitz J., The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy? Critical Review, Vol. 21, No. 2-3, July 2009

bez pomoci zvenčí. Věřitelem poslední instance se v tomto případě stala Evropská měnová unie, která tvrdě dotuje řecký morální hazard.

Je mezinárodní ostudou prokázán podvod řecké vlády před vstupem do Eurozóny, kdy Řekové cíleně padělali statistiky, aby dosáhli potřebných kritérií pro vstup do Evropské měnové unie. Efektem byla možnost vydávat státní dluhopisy s levnou sazbou při dlouhodobě deficitním jak vnitřním, tak vnějším (platební bilance). Problém zakotvení principů vyrovnaného hospodaření v zákonech, a to dokonce ústavních, bude jednou z otázek, které se tato práce pokusí zodpovědět. Aktuální debata o penzijním systému v Česku jen potvrzuje důležitost této otázky, neboť náš současný systém je ukázkou rozšířeného morálního hazardu ve formě tzv. Ponziho hry, neboli schématu známého u nás jako pyramidová hra, respektive lidově jako „letadlo“⁴².



Obrázek 1 Anekdota o morálním hazardu⁴³

zdroj: The Daily Bail

⁴² Nejznámějším aktérem schématu "letadlo" během vypuknutí finanční krize se stal americký finančník Bernard Madoff, který po mnoho let financoval svůj investiční fond téměř výlučně touto formou. Díky své pověsti finančního géna se dokázal vyhnout veškerým kontrolním mechanismům bank a regulátorů. Ve skutečnosti neměl žádnou strategii investování a o reinvestice svěřených fondů se ani nepokoušel.

⁴³ Překlad anekdoty:

Vyšetřovatel: „Dobrá Madoffe, odkud jste vzal nápad vyplácet původní investory z peněz nově přistoupivších investorů?“

Maddof: „Z penzijního systému.“

Nové finanční produkty

Zavedení nových, vysoce sofistikovaných finančních produktů – derivátů, jakými jsou úvěrové swapy (credit default swaps – CDS), cenné papíry kryté nemovitostmi (mortgage-backed securities – MBS), zajištěné dluhopisy (collateralized debt obligations – CDO) a syntetické cenné papíry obecně, jen umocnily vzniklé bubliny. Ačkoliv trhy znaly některé z nich již několik století, jejich rozšíření, likvidita a komplexita dosáhly těžko představitelných mezí a velmi často je neuměly ocenit ani přední investiční bankovní domy, kde tyto deriváty vznikly. Finanční krize poukázala na naprosto chybné vyhodnocení rizika těchto finančních instrumentů. Přední světový investor Warren Buffet je pak přímo označil za zbraně hromadného ničení.

Role ekonomických predikcí a corporate governance ve světle teorie kontroly

Krátkodobá lidská paměť spolu s nedostatečnou datovou základnou se stala podkladem chybného ekonomického plánování. Pokud přidáme velmi silnou roli, kterou ve finančních institucích hrály ekonometrické modely, máme výslednou kombinaci krachu. Analytici totiž predikovali budoucí vývoj pouhou extrapolací předchozích stavů, tj. tažením časových řad do budoucnosti za pomoci drobných korekcí na základě kvalitativních (nečíselných) vstupů. Takováto analýza však zásadně nepočítá s jevem takzvaných „černých labutí“, tj. ojedinělých jevů, které nicméně mohou mít drtivý dopad (nejen) na ekonomickou realitu. Ironickou tečkou je fakt, že krize pravidelně přicházejí v cyklech již od 19. století, ale skvěle placené analytické mozky předních finančních institucí vycházely z datových řad mezi krizemi, tj. růstových.

Sekundárně se musíme opět vrátit k selhání corporate governance v klíčových finančních institucích. Analytici byli placeni za reporty o produktech, které jejich zaměstnavatelé následně prodávali svým klientům. Nikdo neměl zájem o negativní hodnocení. Vrcholem selhání se pak staly ratingové agentury Standard & Poor a Moodies, kde došlo k naprosto ukázkovému selhání, přestože reprezentovaly světovou institucionální špičku v hodnocení rizika. Vypomožme si dnes již legendární teorií kontroly (principal-agent theory), která stojí u základu všech moderních teorií managementu a corporate governance⁴⁴. Dle této teorie je

⁴⁴ Pro hlubší porozumění doporučuji jako referenci stať Jensen, M. C., Meckling, W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976

jedna strana principálem, který drží kontrolu, ale nemá dostatečné informace, a druhá strana agentem, který může být odvolán, ale je oproti principálovi v informační výhodě.

V našem případě došlo k zajímavému posunu: Principálem se stal zadavatel, v tomto případě například investiční banka nebo hedgeový fond, tento zadával práci agentovi, který měl ve vícekolové hře zájem o další zakázku. Na rozdíl od teorie měl principál i informační výhodu, protože sám složitě konstruoval balíčky finančních produktů a sám měl naprosto přesný přehled o automatizovaných vzorcích a metodice, kterou ratingové agentury hodnotily rizika, a přesně jim své produkty přizpůsoboval. Posledním účastníkem se stal klient (například penzijní fond, nebo retailová banka), který na základě rizik vyhodnocených agenturou produkt doporučený analytiky prodávajícího koupil⁴⁵. Realitou všedního dne se tedy stalo, že všichni kupovali krásně zabalené balíčky toxických derivátů, ve kterých tikala časovaná bomba, a byly ohodnoceny nejvyšším stupněm AAA. Pro zvýšení komplexity často docházelo k přeprodávání a dalšímu přebalování těchto balíčků. Jednalo se tedy čistě o Ponziho schéma. Nejslavnější světová investiční banka Goldman Sachs například relativně včas odhadla toxicitu derivátů a zbavovala se jich ze své bilance, což jí však nijak nebránilo tyto produkty dále doporučovat. To bylo ostatně podmínkou pro jejich úspěšný prodej.

Z našeho českého pohledu je zajímavé, že chování předních světových bank a finančních institucí připomínalo překlasifikování (schovávání) problémových úvěrů v českém bankovním sektoru devadesátých let dvacátého století. Tento jev vstoupil do dějin ekonomie a finančního práva pod názvem "úvěrová rakovina".

4.3 Deregulace

Byla nebo nebyla deregulace jedním z viníků finanční krize? Tak zní otázka, kterou si pokládají nejen teoretici, ale i lídři národních institucí, v první řadě pak Ben Bernanke, prezident FEDu. Odpověď totiž vymezí další směřování monetární regulace na dekády dopředu.

Faktem je, že během éry předcházející finanční krizi došlo k výraznému poklesu regulace bank a finančních institucí, a to jednak samotnou redukcí legislativních omezení, ale dále též rozšířením kompetenčního a produktového rámce, ve kterém tyto instituce operují.

⁴⁵ Na doporučení svých mateřských centrál skončila toxická aktiva i na bilancích českých bank. Díky výnosnějším domácím aktivitám našťastí jen okrajově. Jejich portfolioví manažeři pravděpodobně také neměli tušení, co vlastně nakupují.

Jednodušeji řečeno došlo k tak bouřlivému rozvoji finančních služeb, že regulace nestihly reagovat a zůstaly za vývojem opožděny. Jedná se zejména o oblast derivátů a dále pak o obchody typu LBO (leveraged buy-out – česky asi nejlépe pákový odkup) s vysokou finanční pákou (leverage, gearing). Tyto obchody jsou prováděny mixem vlastních a cizích zdrojů tj. menším vlastním kapitálem (equity), který se několikanásobně umocní dluhovými nástroji. Velmi často část dluhu nebo celý dluh, který byl použit na nákup cílového aktiva, zatíží toto aktivum, tj. úvěr, který si vezme investor na nákup cílové společnosti, skončí v pasivech cílové společnosti.

Vzhledem k tomu, že krize vznikla ve Spojených státech, je potřeba se detailně podívat na jednotlivé uvolněné deregulace a jejich vliv na ekonomiku, a zejména pak na finanční sektor. Z dnešního pohledu se jedná o následující regulace:

4.3.1 Deregulace investičního bankovníctví - Gramm-Leach-Blileyův zákon

Nejkritizovanější je Gramm-Leach-Blileyův⁴⁶ "modernizační" zákon schválený v roce 1999, který částečně ruší Glass–Steagallův zákon z roku 1933. Zákon ruší striktní rozdělení bank na investiční banky a obchodní banky (místo termínu obchodní banka bychom také mohli použít označení korporátní a retailová banka). Změna legislativy umožnila obchodním bankám, které byly svými klienty chápány jako konzervativní instituce s nižším výnosem, nicméně také s nižším rizikem, vstoupit na pole investičního bankovníctví a spekulativních investic. Toto v realitě znamenalo, že banka neprováděla spekulativní operace jménem a na účet klienta, ale svým vlastním jménem a na svůj vlastní účet.

To, že většina bank na toto nebyla připravena nejen institucionálně, ale ani odborně, se projevilo v momentě, kdy trhy začaly klesat a pouhé stádovité následování trhu již nestačilo k nadprůměrným výnosům.

Naprosté diletantství nejen traderů, ale i manažerů bank se projevilo v druhé polovině finanční krize, kdy speciálně zřízené skupiny expertů procházely bilance respektovaných finančních institucí a analyzovaly pro management, cože to vlastně banky vlastní v podobě derivátových produktů, které před vypuknutím krize, nebo i na jejím začátku nakoupily.

Je ironií, že se v tomto případě vlastně opakuje ukázkový případ Enronu, energetické společnosti se sídlem v Texasu, která se v letech 1998 - 2002 stala jedním z největších

⁴⁶ Gramm-Leach-Bliley Act, 1999

hedgeových fondů na světě. Laicky řečeno, firma podnikající v energetice vstoupila do naprosto odlišného odvětví, kterému jednak nerozuměla, a dále neměla dostatečný mandát od svých akcionářů, kteří (alespoň ti drobní) drželi její akcie v domněnání, že se jedná o energetickou firmu a ne o předního spekulanta na trhu s deriváty. Výsledkem byl bankrot, který vstoupil do učebnic jako ukázkové selhání corporate governance.

Institucionálně nebylo mimo jiné řízeno riziko, protože banky měly jinak nastavené procesy řízení rizik, a dále strukturu celého svého portfolia a nebyly připraveny na stále se zvyšující podíl svých aktiv investovaných do spekulativních finančních produktů.

Výsledkem Gramm-Leach-Blileyova zákona byl obrovský přetlak peněz krátkodobého rizikového kapitálu, který dále nafukoval bublinu na finančních trzích. V roce 2006 pak začala bublina praskat. Efekty cítíme doposud.

4.3.2 Deregulace investičního bankovníctví - „Net capital rule”

Net capital rule bylo regulační opatření přijaté americkou komisí pro cenné papíry (U.S. Securities and Exchange Commission - SEC) v roce 1975, které ustanovovalo pravidla oceňování cenných papírů dle tržní hodnoty a následnou aplikaci opravných položek v případě snížení jejich hodnoty. V roce 2004 bylo rozhodnuto o výjimce pro kapitálové brokery s kapitálem přesahujícím 5 miliard dolarů. Toto umožnilo velkým bankám výrazně zvýšit svoji zadluženost tím, že nemusely re-klasifikovat (tj. snižovat) hodnotu svých nadhodnocených cenných papírů v rozvaze a jejich nominální hodnotu mohly použít jako podkladové aktivum pro zvýšení svého úvěru.

Vysoká úroveň dluhů doslova podminovala zdraví firem a finančních institucí a spustila řetězovou reakci bankrotů. Od roku 2001 průběžně rostl poměr dluhů k vlastnímu jmění (tedy úroveň leverage) velkých investičních bank s tím, že v roce 2007 tento poměr byl větší než 30 procent.

Uvolnění tohoto omezení je řadou kritiků považováno za jeden z klíčových spouštěčů finanční krize. Na druhou stranu Zpráva komise pro vyšetření finanční krize (Financial Inquiry Crisis Report - FCIC Report)⁴⁷ prokazuje, že úroveň leverage bank byla na konci devadesátých let vyšší nežli v před vypuknutím finanční krize. Domnívám se proto, že

⁴⁷ Financial Inquiry Crisis Report FCIC Report, January 27, 2011

vysoký leverage nebyl spouštěčem, nýbrž akcelerátorem krize, a tato deregulace nepatřila ke klíčovým. Reflexi efektivity umožňuje také fakt, že výše zmíněná výjimka je stále platná.

4.3.3 Institucionalizovaný morální hazard – Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act⁴⁸

Tento zákon byl schválen za Carterovy administrativy v roce 1980 a kromě velkého množství restrikcí přinesl zvýšení povinného minimálního pojištění vkladů ze 40 000 na 100 000 dolarů. Tímto zákonem se jednak snížil tlak na řízení rizik, neboť všichni střadatelé měli zákonem garantované minimum prostředků, které jim zůstanou i v případě bankrotu banky. Toto je učebnicové nastoupení cesty k morálnímu hazardu (viz výše). Efektem byla angažovanost bank ve více rizikových produktech.

4.3.4 Neregulace finančních derivátů – selhání volné ruky trhu

Role finančních derivátů již byla popsána výše. Z právního pohledu je potřeba upozornit na rozsáhlý lobbying bank, který zabránil výraznější regulaci derivátů při novelizaci zákona o futures na komodity⁴⁹. Obchodování s deriváty ve formě „over the counter“ (OTC) tak zůstalo na doporučení Prezidentské pracovní skupiny pro finanční trhy neregulováno⁵⁰. Následný nárůst množství derivátů byl neskutečný a některé odhady mluví o objemu neuvěřitelných 682 bilionů dolarů v roce 2008⁵¹.

4.3.5 Umožnění vyvádění toxických aktiv mimo auditované účetnictví

Obrovským selháním se staly nedostatky v účetních standardech, které umožnily převádět toxická aktiva na jednoúčelové společnosti (Special Purpose Vehicle – SPV⁵²) a tyto firmy

⁴⁸ Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, 1980

⁴⁹ Commodity Futures Modernization Act, 2000

⁵⁰ Zpráva předsedy pracovní skupiny k finančním trhům 1998

⁵¹ Figlewski S., Forbes-Geithner's Plan for Derivatives. Forbes, May 1, 2010

⁵² Občas se případů vyvádění aktiv z auditované entity používá výraz Strukturované investiční entity (Structured Investment Vehicles – SIV)

vyvádět mimo účetnictví konsolidované a auditované skupiny. Dle reportu agentury Bloomberg dosahovala tato vyvedená toxická aktiva v roce 2009 u čtyř největších amerických bank výše 500 miliard až jednoho bilionu dolarů⁵³. Primárně se jednalo o selhání závazných účetních metod, sekundárně o selhání regulace auditorů, a to i auditorů z tzv. „Velké čtyřky“, která zůstala nepoučena kauzou Enron. Finální chyba je pak pochopitelně na straně corporate governance a slabého výkonu vlastnických práv, jak je popsáno v teorii vlastníka a správce (tj. principal-agent theory, nebo také teorii kontroly) výše.

5 Vývoj mezinárodní regulace v oblasti finanční a monetární politiky

"In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation (...). This is the shabby secret of the welfare statist's tirades against gold. Deficit spending is simply a scheme for the confiscation of wealth. Gold stands in the way of this insidious process. It stands as a protector of property rights. If one grasps this, one has no difficulty in understanding the statist's antagonism toward the gold standard. "

Alan Greenspan, 1996

5.1 Historický úvod do problematiky

Nejstarší kooperace v oblasti centrálního bankovníctví se vyskytuje na počátku dvacátého století. První význačná instituce, Banka pro mezinárodní zúčtování (Bank for International Settlements) byla založena roku 1930.

Dědicem druhé světové války se nestal pouze bipolární svět, ale i Bretton Woodská dohoda, nebo také jinak nazývaný Bretton Woodský systém, který založil tři následující organizace: v roce 1940 Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund – IMF), jehož účelem se stala mezinárodní monetárně-finanční spolupráce, dále v roce 1940 Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (International Bank for Reconstruction and Development - IBRD) za účelem

⁵³ Bloomberg-Bank Hidden Junk Menaces \$1 Trillion Purge, Bloomberg, March 25, 2009

mezinárodních investičních a rozvojových aktivit, která se později přejmenovala na Světovou banku (The World Bank – WB), a nakonec v roce 1948 Mezinárodní obchodní organizaci (International Trade Organization – ITO) za účelem omezení kvalitativních a kvantitativních restrikcí v mezinárodním obchodě.

V roce 1947 byla podepsána a v roce 1948 pak vstoupila v platnost Všeobecná dohoda o clech a obchodu (General Agreement on Tariffs and Trade – GATT) a v roce 1995 pak vznikla Světová obchodní organizace (World Trade Organization – WTO).

V Evropě došlo v roce k založení Evropského hospodářského společenství (EHS), což byla mezinárodní organizace založená na podporu rozvoje evropských ekonomik, a to zejména formou ekonomické integrace. Evropské ekonomické integraci směřující do Evropské unie se bude věnovat část této práce níže.

Státy východního bloku založily v roce 1949 RVHP neboli Radu vzájemné hospodářské pomoci (СЭВ, Совет Экономической Взаимопомощи). Jednalo se o mocenský nástroj, kterým sovětští plánovači dirigovali vazalské státy. Vzhledem k tržním deformacím, které byly spojeny se socialistickým ekonomickým systémem, nebude tento součástí analýzy této práce. Pro zájemce o hlubší poznání viz Bideleux R. a Jeffries I.: A History of Eastern Europe: Crisis and Change⁵⁴

5.2 Zlatý standard

Správně nazýván mezinárodní zlatý standard (International Gold Standard) byl dohodou mezi hlavními světovými hráči. Tato dohoda určovala zlato jako základní rezervní aktivum a pro všechny měny určovala fixní poměr (kurz) výměny za zlato. Křížovým propočtem se tímto všechny měny staly vůči sobě konvertibilními ve fixním kurzu. Národní banky zúčastněných států byly dále nuceny držet zlato v plném poměru k množství emitovaných peněz.

Z vnitrostátního pohledu se jednalo o silnou právní regulaci, protože členské státy zákonem regulovaly směnný kurz své národní měny, a USA zákonem Gold Reserve Act ze 14. května 1934 uzákonily zákaz zlata jako oběživa, držení většího množství zlata fyzickými osobami za

⁵⁴ Bideleux R. a Jeffries I.: A History of Eastern Europe: Crisis and Change. Londýn, Routledge, 1998

účelem spekulace a anulování všech dohod, jejichž součástí byla platba ve zlatě. Zákon byl dokonce napaden pro svou neústavnost, nicméně Nejvyšší soud jeho ústavnost potvrdil⁵⁵.

Pro právní vědu je zajímavá právní forma mezinárodního zlatého standardu, který vznikl na konci devatenáctého století⁵⁶ a jehož existenci ukončila až první světová válka v roce 1914. Mezinárodní zlatý standard totiž neměl žádnou písemnou formu bilaterální nebo multilaterální dohody, a přesto nebyl za celou svou dobu narušen. V době generací gentlemanů stačil evidentně jediný stisk podané ruky na to, aby dohoda vydržela více jak sto let, což by mohla být inspirace pro současnou politickou elitu.

5.3 Bretton-Woodský systém a IMF

Již písemně psané dohody z Bretton Wood zahrnovaly dvoustupňový systém fixace jednotlivých národních měn, kdy všechny měny byly volně směnitelné fixním kurzem za US dolar a tento byl pevným fixním kurzem vázán na zlato.

Přesná citace klíčového ustanovení zní takto: „*The par value of the currency of each member shall be expressed in terms of gold as a common denominator or in terms of the United States dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944*“⁵⁷.

Pravděpodobnými důvody k této dvoufázovosti se staly americká dominance v držení zlatých rezerv spolu se skutečností, že masivní nárůst peněžní masy výrazně předčil těžbu zlata a množství zlata by nestačilo mezinárodním potřebám.

Pád Bretton Woodského systému je dodnes příčinou akademických sporů, pro účely této práce použijme názory Roberta Triffin profesora universit Harvard a Yale: Vzrůstající poptávka světové ekonomiky způsobila tlak na poptávku po dolarových rezervách. Zatímco dolary jako světová rezervní měna se mohly dále tisknout a financovat americký deficit, zlato jako reálné aktivum se nedalo vyrábět pomocí tiskařských strojů⁵⁸. Ze dvou možných řešení - konce systému nebo světové deflace cen - si kapitáni světových ekonomik vybrali to první. Výsledkem byl raketový růst ceny zlata, který trvá dodnes. Přes konec zlatého standardu má

⁵⁵ Rozsudky Nejvyššího soudu Spojených států ze dne 18. února 1935 ve věci *Perry v. United States*, 294 U.S. 330, *Nortz v. United States*, 294 U.S. 317, a *Norman v. Baltimore & Ohio Railroad Co.*, 294 U.S. 240

⁵⁶ Anglie měla zlatý standard již od roku 1717, od roku 1870 již většina zemí měla zlatý standard

⁵⁷ Article IV, section 1(a) of the Articles of Agreement of the IMF

⁵⁸ Triffin R., *Gold and Dollar Crisis*, Yale University Press, 1960

tento systém řadu zastánců, zejména z rakouské ekonomické školy, kteří upozorňují zejména na omezení možnosti monetarizace státního dluhu díky existenci reálného rezervního podkladového aktiva.

Konec Bretton Woodského systému otevřel dveře vzniku práv zvláštního čerpání (Special Drawing Rights – SDR), které se staly dalším celosvětovým rezervním aktivem.

Návrh monetárního systému z Bretton Woods byl v rukou dvou nejvlivnějších ekonomů tehdejší doby: Angličana J. M. Keynese a Američana H. D. Whitea. Jejich návrhy byly v zásadě totožné - vytvoření společného Mezinárodního monetárního stabilizačního fondu členských zemí (později nazvaného IMF) a společné Banky pro rekonstrukci (pozdější Světové banky). Keynes navíc navrhoval dát oběma institucím větší nadnárodní pravomoce, například, že by IMF vydával ve velkém světovou rezervní měnu (bankor) a obě instituce by byly nezávislé na USA. Keynes se svými připomínkami neuspěl, přestože navrhoval stabilnější systém. USA v podstatě podřídily celý poválečný systém měn dolaru, jehož hodnota byla "na věčné časy" ukotvena ke zlatu v poměru \$ 35 za trojskou unci a ostatní členské země si musely zafixovat své měny vůči dolaru. Tak se dolar stal vůdčí světovou měnou až do roku 1971, kdy USA ztratilo své zlaté zásoby a nízká fixní cena vůči zlatu byla zcela neudržitelná.

Od začátku 70. let se datuje příklon světových financí k plovoucím kursům, což ale pro úzce integrované západoevropské ekonomiky bylo dlouhodobě neúnosné řešení. Vývoj v západní Evropě postupně vedl přes ukotvené, ale přizpůsobitelné kursy (tzv. pegged rates Evropského monetárního systému) k vytvoření Evropské monetární unie s eurem jako společnou měnou. Tento nejambicióznější projekt Evropské unie, na jehož počátku stála Maastrichtská ujednání z r. 1992, však rovněž kvůli svým rigiditám narazil na problém obecné udržitelnosti, když světová finanční krize z let 2007-2010 rozvrátila fiskální rovnováhu některých zemí, respektive přivedla až příliš velké množství komerčních banky na okraj bankrotu. Protože dluhy vlád a bank byly denominovány prakticky celé v eurech, jejich krize se přelila do krize celé Eurozóny.

5.4 Regulace Mezinárodního měnového fondu po pádu systému Bretton Wood

Po pádu Bretton Woodského systému došlo v historii finančních regulací k zásadním změnám. Vlády opustily systém fixních kurzů a přešly na režim částečných nebo plných

plovoucích kurzů. Spouštěčem a legálním ukotvením se stal dodatek Smlouvy o IMF (IMF's article of agreement) ze dne 30. září 1976⁵⁹, který vstoupil v platnost 1. dubna 1978.

Tento dodatek, konkrétně jeho článek IV, pak zahrnuje klíčové poválečné ustanovení v oblasti regulace mezinárodních financí a umožňuje vládám zvolit si vlastní měnový režim: „*Under an international monetary system of the kind prevailing on January 1, 1976, exchange arrangements may include (i) the maintenance by a member of a value for its currency in terms of the special drawing right or another denominator, other than gold, selected by the member, or (ii) cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members, or (iii) other exchange arrangements of a member's choice*“⁶⁰.

Jak je z citace zřejmé, jedná se o silnou deregulaci, která vrátila systém směnných devizových kurzů zpět na národní úroveň. Kurzy se stávají plně nebo částečně tržními a silné kapitálové (hedgeové fondy) začínají provádět spekulativní obchody s využitím finanční páky (leverage)⁶¹.

Přesto i v tomto systému zůstávají určité, byť velmi vágní povinnosti. Nejpodstatnější je článek IV, odstavec 1, bod (iii), který zakazuje členským státům cílené manipulace se směnným kurzem za účelem získání nečestné výhody před ostatními státy. Na porušení toho ustanovení Švédskem upozorňovaly skandinávské státy při své stížnosti v roce 1982, kdy upozorňovaly na plán Švédska devalvovat švédskou korunu o šestnáct procent za účelem zvýhodnění švédských exportů. IMF tehdy nepřistoupilo k sankcím.

⁵⁹ Gold J., A Report on Certain Legal Developments in the International Monetary Fund, World Association of Lawyers, Washington DC, 1976

⁶⁰ Dodatek k dohodě o IMF, odstavec IV, paragraf 2(b)

⁶¹ Lhabitant F., Handbook of Hedge Funds, Wiley, John & Sons, 2007

6 Regulace v rámci Evropského společenství

„Europe will not be created at a stroke or emerge fully formed; it will be created by tangible achievements whose first effect is to generate a spirit of solidarity.“

Robert Schuman,

(proslov na základě zprávy Jeana Monneta na Pařížské konferenci, 9. května 1950)

6.1 Úvod do evropské integrace - politická perspektiva

Evropská integrace probíhala v postupných krocích a spolu s nimi se postupně vyvíjel a formoval i „raison d'être“ a podoba seskupení evropských států.

Přestože myšlenky evropské integrace sahají hluboko do historie kontinentu a vzniku prvních státních útvarů⁶², teprve tak silná zkušenost, kterou byly světové války ve 20. století, dovedla představitele evropských států k jejímu uskutečnění.

Po druhé světové válce, byly priority starého kontinentu jednoznačné a de facto dvojího charakteru – co nejrychleji přispět k hospodářské obnově a zejména zamezit do budoucna tomu, aby se kdy podobný konflikt odehrával.

Časově prioritní byla nicméně hospodářská obnova Evropy. Za tímto účelem byla ustavena Organizace pro evropskou hospodářskou spolupráci (OEEC). Jejím cílem bylo de facto koordinovat finanční pomoc v rámci Marshallova plánu. S naplněním svého poslání, byla v roce 1948 přeměněna na OECD – Organizaci pro hospodářskou spolupráci a rozvoj.

Myšlenku politické integrace vyslovil a upřesnil Winston Churchill ve svém projevu v Zurichu v září 1946. V souladu se svými předchozími vyjádřeními⁶³ představil návrh Spojených států Evropských, postavených na francouzsko-německém partnerství. Výsledkem této prvotní myšlenky se nakonec stala Rada Evropy ustavená v roce 1949. Její prostor byl však velice limitovaný – rozhodnutí měla být přijímána jednomyslně a přijatá usnesení měla navíc čistě doporučující charakter. Důvodem, proč v tento okamžik skončilo sjednocení Evropy na půli

⁶² Plechanovová B., Fidler J.: Kapitoly z dějin mezinárodních vztahů 1941 – 1995. Praha, Institut pro středoevropskou kulturu a politiku, 1997

⁶³ Např. Churchillův projev z března 1943, kdy ve vysílání BBC rozvedl myšlenku ustavení Rady Evropy. Churchill necítil nejen postavení hráze nacismu, ale i postavení východí a střední Evropy ohrožované bolševismem

cesty, byla jednak nevole Velké Británie angažovat se výrazně na kontinentu a omezovat svoji suverenitu a rovněž paralelně vznikající Severoatlantickou aliancí, která se měla stát výlučným garantem bezpečnosti západní Evropy.

Zárodek Evropských společenství byl nakonec založen o dva roky později. V roce 1951 byla v Paříži podepsána smlouva o Evropské společenství uhlí a oceli (ESUO). Signatáři se staly státy tzv. Šestky – kromě Francie a Německa, dvou úhlavních válečných protivníků, šlo o státy Beneluxu⁶⁴ a Itálii. V této smlouvě je možné sledovat tři významné prvky⁶⁵. Z hospodářského pohledu měla být vytvořena zóna volného obchodu a společný trh pro klíčové komodity⁶⁶. Politickým prvkem pak byla snaha kontrolovat Německo v oblasti těžkého průmyslu, klíčového pro vojenské zbrojení. Třetím prvkem, který je třeba vystihnout je právě oblast integrace. ESUO totiž dle smlouvy bylo řízeno centrálními a nadnárodními institucemi, na které přenesly členské státy část svých pravomocí.

Pokračování ve společné linii v oblasti těžkého průmyslu narazilo nicméně na ochránářské snahy signatářů, vyvolané levným dovozem ropy na konci 50. let. Myšlenku společné integrace tak bylo třeba postavit i na dalších, ekonomických kamenech. V tomto duchu zazněli i závěry z konference ministrů zahraničních věcí ESUO, v Messině v červnu 1955. Závěry konference vyústily v roce 1957 v podpis tzv. Římských smluv. Těmi byly založeny hned dvě instituce – Evropské společenství atomové energie (Euratom) a Evropské hospodářské společenství (EHS). Pro další integrační proces bylo významné zejména posledně uvedené EHS. Cílem EHS byla celní unie a ustavení jednotného trhu, již bez vymezení komodit. Pro to, aby mohl být ustaven, mělo dojít k postupnému uvolnění a ukotvení tzv. čtyř svobod – volného pohybu zboží, osob, služeb a kapitálu.

V roce 1967 došlo na základě tzv. Slučovací smlouvy k propojení tří základních smluv. ESUO, EHS a Euratom sice dále pokračovaly jako jedinečná seskupení (tzv. Evropská společenství), avšak všechny čtyři orgány⁶⁷ jim byly společné.

⁶⁴ Belgické království, Lucembursko a Nizozemí byly od roku 1948 v celní unii, která nesla název právě Benelux. Za zmínku stojí konkrétně užší svazek Belgie a Lucemburska, dvou států, které vytvořili mezi sebou hospodářskou unii ještě před vznikem Hospodářské a měnové unie Evropských společenství, kterému posloužily jako předobraz. In: Pajas P., Rossiter T.: O Evropské unii. Praha, Ministerstvo zahraničních věcí České republiky, 2000.

⁶⁵ Pajas P., Rossiter T.: O Evropské unii. Praha, Ministerstvo zahraničních věcí České republiky, 2000.

⁶⁶ Uhlí, koks, železná ruda, ocelí a šrot

⁶⁷ Soudní dvůr, Společné shromáždění (společné již od roku 1948) a nově i Rada ministrů a Komise

V dalším historickém období došlo jednak k rozšíření členské základy jednak de facto k novelizaci některých ustanovení. Na konci tří přístupových vln, měla v roce 1986 Evropská společenství dvojnásobek svých zakládajících členů⁶⁸. Od roku 1979 se nově volili členové Evropského parlamentu v přímých volbách a došlo mimo jiné k ustanovení evropského Účetního dvoru.

Dalším milníkem v evropské integraci se stalo podepsání Jednotného evropského aktu (JEA), který nabyl účinnosti v roce 1987. JEA byl de facto „odpovědí na určitou stagnaci vnitřního rozvoje Společenství“⁶⁹. Evropská integrace mělo opět postoupit o několik kroků dál. Pod evropské politiky nově spadaly i oblasti jako ochrana životního prostředí, věda a výzkum či regionální rozvoj zaštitěný tzv. politikou soudržnosti. Pro dotvoření plného institucionálního rámce⁷⁰ byl zřízen Evropský soudní dvůr prvního stupně. Z hlediska politické integrace bylo dále klíčové, že JEA ustanovil základ pro společnou koordinaci ve dvou oblastech, které byly do té doby výlučně charakteristické pro suverénní státy – bezpečnosti a zahraniční politice. K jejich jednoznačnému zahrnutí došlo o pět let později, kdy byla v roce 1992 podepsána Maastrichtská smlouva, jinak též smlouva o Evropské unii. O tři roky později se integrovaly i dva severské státy - Finsko a Švédsko – a též, do roku 1989 neutrálně vedené Rakousko.

90. léta a začátek 21. Století znamenaly pro evropskou integraci zatím nejvýznamnější dvě vlny rozšíření, dané pádem železné opony⁷¹. Proces politické integrace zaznamenal v nedávné minulosti snad největší intenzitu ve své historii. Přes četné úspěchy a posun v před⁷², které vyvrcholily v roce 2009 ratifikací Lisabonské smlouvy⁷³, však narazil i na své limity. Na rozdíl od v dřívějším referendu odmítnuté⁷⁴ Smlouvě o Ústavě pro Evropu, Lisabonská smlouva např. dál používá termíny jako nařízení a směrnice⁷⁵. Funkce zamýšleného Evropského ministra zahraničí byla zavedena avšak pod pojmenováním

⁶⁸ 1973 přistoupilo Spojené království Velké Británie a Severního Irska, 1981 Řecko a v roce 1986 Španělsko spolu s Portugalskem

⁶⁹ In Pajas P., Rossiter T.: O Evropské unii. Praha, Ministerstvo zahraničních věcí České republiky, 2000.

⁷⁰ Pokud použijeme klasické dělení státní politické moci na výkonnou, zákonodárnou a soudní

⁷¹ Stávající EU má 27 států. V roce 2004 došlo k rozšíření hned o 10 států (Česko, Estonsko, Kypr, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Polsko, Slovensko a Slovinsko), od roku 2007 je součástí EU i Rumunsko a Bulharsko

⁷² 1997 uzavřena Amsterodamská smlouva, která mimo jiné zařadila Schengenské acquis do práva EU či posílila pravomoci Evropského parlamentu

⁷³ Nyní již Evropská unie získala mimo jiné samostatnou právní subjektivitu

⁷⁴ Odmítla Francie a Nizozemí

⁷⁵ A nikoliv zamýšlené „zákony EU“

Vysoký představitel Unie pro zahraniční věci a bezpečnostní politiku. Z Lisabonské smlouvy rovněž zmizely symboly suverénního státního uskupení, jakými jsou hymna, vlajka či právě ústava.

Není náhodou a nezávislým faktem, že ke „zbrzdění“ politické integrace došlo právě v moment celosvětových ekonomických potíží – hospodářské krize.

6.2 Analýza vývoje monetární integrace v Evropě

Evropské společenství je světovým unikátem na poli politické, fiskální a měnové regulace a spolupráce. Nikdy předtím v historii lidstva se tolik států nevzdalo aspektů své suverenity ve prospěch společného politického projektu.

Vzhledem k tomu, že Česko je součástí Evropské unie, bude vymezení role jejich regulací a institucí a jejich významu v oblasti monetární regulace prvořadým cílem této práce.

Evropská monetární integrace je úzce spojena s historií mezinárodní měnové spolupráce a s rozpadem Bretton Woodského systému⁷⁶, který je popsán v předchozí kapitole. Dokud fungoval tento stabilní systém, evropská integrace si vystačila se spoluprací v klíčových hospodářských sektorech, jako bylo uhlí a ocel, spoluprací v kulturní oblasti a cílením (de)regulací na volný pohyb zboží a služeb.

Římská dohoda o založení Evropských společenství z roku 1957 uvádí pouze dva poměrně vágní záměry v monetární oblasti: Článek 104 zmiňuje cenovou stabilitu a článek 105 řeší potenciální spolupráci v monetární oblasti.

Přímým dopadem se stala povinnost liberalizovat pohyby kapitálu, a to do té míry, aby nebyl narušen společný trh v souladu s článkem 64 Římské dohody. Tato povinnost byla upřesněna judikátem *Re Casati*⁷⁷. Nicméně celková regulace finanční politiky a finančních institucí v rámci ES byla považována za nedostatečnou⁷⁸.

První pokusy o právní regulaci v případě finanční krize se objevily v roce 1968, kdy Komise navrhla řadu opatření postavených na článku 105 Římské dohody o založení Evropských společenství. V roce 1969 pak na základě Barrovy zprávy (dle Raymonda Barra, guvernéra

⁷⁶ Lastra R. M.: *Legal Foundations of International Monetary Stability*. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

⁷⁷ Judikát Evropského soudního dvora: Case 203/80 *Re Casati*

⁷⁸ Pereira J., *Economic restructuring and the European Monetary Union*, *Comparative Law Review* 45, 2001

francouzské národní banky) rozhodla Rada guvernérů národních bank o nařízeních o monetární koordinaci, zejména o konzultacích, které musí předcházet rozhodnutí, které by mělo zásadní dopad na jiný členský stát⁷⁹.

V roce 1970 pak Rada guvernérů národních bank odsouhlasila plán na poskytnutí kapitálu členskými státy v případě monetární krize⁸⁰.

Ve stejném roce, na základě Wernerovy zprávy pro Radu guvernérů národních bank a pro Evropskou komisi, došlo k prvnímu oficiálnímu náčrtu společné měnové unie. Cílem autorů byl plán na úplný volný pohyb kapitálu, finančních služeb a fixace společných měn v pevném kurzu. Zde byl poprvé rozpracován plán na zavedení společné měny⁸¹. Možná odchylka byla stanovena na 1,5 procenta.

Následně dochází k přelomovému rozhodnutí Rady o vzájemném zafixování národních měn v rámci stanoveného flukтуаčního pásma⁸², které je nazýváno „hadem v tunelu“. Výsledné nařízení je často nazýváno jako „EMU nařízení“.

Vlivem rozdílné hospodářské a fiskální politiky stejně jako vlivem ropné krize došlo k postupnému rozpadu systému.

6.3 Evropský měnový systém (EMS)

S rozpadem Bretton Woodu v roce 1971 skončilo období stability systému směnných kurzů a tím i světového hospodářského systému a mezinárodního obchodu. Evropské společenství pochopilo, že je potřeba na vzniklou situaci reagovat. Dlouhotrvající jednání vyústila v roce 1978 společným německo-francouzským návrhem na vznik „zóny monetární stability v Evropě“. Pro projekt, jehož otci byli Helmut Schmidt a Valéry Giscard d'Esting, se vžil název Evropská monetární unie (European Monetary Union - EMU).

⁷⁹ Goebel R., *European Economic and Monetary Union: Will the EMU Ever Fly?*, *Columbia Journal of European Law* 249, 1998

⁸⁰ *ibid*

⁸¹ Zpráva Rady a Komise o postupném dosažení hospodářské a měnové unie Společenství, příloha Bulletinu Evropských společenství, Listopad 1970

Zpráva je dostupná na www.aei.pitt.edu/archive/00001002/01/monetary_werner_final.pdf

⁸² Usnesení Rady a zástupců vlád členských států ze dne 21. března 1972 o uplatňování rezoluce dne 22. března 1971 a o postupném dosažení hospodářské a měnové unie Společenství

Evropská monetární unie byla založena Nařízením Rady ze dne 5. prosince 1978⁸³, přesné doladění pak bylo provedeno dohodou centrálních bank ze dne 13. března 1979.

K posílení koordinované politiky pak došlo přijetím Jednotného evropského aktu⁸⁴, který byl prvním významným dodatkem v Smlouvě o Evropském společenství. V článku 20 je pak zakotvena povinnost koordinovat ekonomickou a monetární politiku za účelem společné politiky ekonomické konvergence a stability.

Samotná EMS se skládala ze dvou komponentů. Prvním bylo ustanovení evropské měnové jednotky (European Currency Unit – ECU) jako jednotné zúčtovací měny, druhým pak vznik systému výměnných kurzů a intervenčního mechanismu (Exchange Rate and Intervention Mechanism - ERM).

ECU vznikla jako reprezentant koše měn zakladatelských států, kde byla každá měna zastoupena v poměru, který odpovídal poměru hrubého národního produktu členského státu na celku. Bývala také nazývána kompozitní měnou⁸⁵. Tento poměr byl zafixován vždy na pětileté období až do roku 1994, kdy na základě článku 118 Dohody⁸⁶ došlo ke zmražení poměrů jednotlivých měn. Měny států přistoupivších v roce 1995 tento koš nerozšířily.

ERM byl nástupcem výše popsaného systému „had v tunelu“ a byl nastaven jako systém fixních, nicméně přenastavitelných kurzů, které se mohly od daného nastavení lišit o 2,25 procenta (vyšší limit 6 procent byl pro měny, které čerstvě vstoupily do systému). Centrální banky měly povinnost intervenovat, pokud hrozilo vybočení z takto určeného „tunelu“. Centrální banky měly povinnost složit 20 procent svých dolarových a zlatých rezerv na speciální účet u Evropského fondu monetární spolupráce (European Monetary Co-operation Fund – EMCF). Výměnou obdržely odpovídající množství ECU. Žádaným efektem byl jednak určený kurz každé měny vůči ECU a dále odvozené kurzy jednotlivých měn vůči sobě. Ne náhodou můžeme vidět inspiraci pro ERM v Bretton Woodském uspořádání.

Další vývoj se odehrával nejen v Evropě, ale i v globálním měřítku. V září 1978 byl uzavřen druhý dodatek ke Smlouvě o IMF⁸⁷, který umožňoval členským státům stanovit denominátor jejich měny (například práva zvláštního čerpání) a dále kooperaci společné měnové politiky ve formě vzájemného fixování měn.

⁸³ Usnesení Evropské rady z 5. prosince 1978 o zřízení Evropského měnového systému (EMS) a souvisejících záležitostí, In: Bulletin Evropských společenství. Prosinec 1978, č. 12

⁸⁴ Single European Act, 1986

⁸⁵ Lastra R. M.: Legal Foundations of International Monetary Stability. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

⁸⁶ Article 118 EC Treaty, added by the Maastricht Treaty.

⁸⁷ Second Amendment of the IMF Articles of Agreement of 1 April 1978

Navzdory tomu, že EMS byl následně posílen dohodou v Basileji a Nyborku v roce 1987, došlo 15. září 1992 k události nazývané „Černá středa“. Po útoku hedgeových fondů vedených legendárním finančníkem Georgem Sorosem došlo k narušení kurzového zafixování (respektive poměr kurzů se stal neudržitelným) a britská libra byla donucena vystoupit z EMS a devalvovat.

Efektem této devalvační smršti bylo dočasné pozastavení italské liry v systému EMS, které trvalo až do roku 1996, a dále zvýšení flukтуаčního pásma z plus mínus 2,25 procent na plus mínus patnáct procent.

6.4 Delorova zpráva a předehra pro Maastrichtskou dohodu

Jak je pro samotné založení Evropského společenství kritická osoba Jeanna Moneta, tak je pro vznik monetární unie a realizaci volného pohybu kapitálu a finančních služeb podstatná osoba Jacques Delors, tehdejšího⁸⁸ předsedy Evropské komise. Delors podporoval volný pohyb služeb a kapitálu, čemuž pomohl jednou z nejvýznamnějších směrnic v této oblasti, směrnicí o liberalizaci pohybu kapitálu⁸⁹.

Tato směrnice liberalizovala pohyb kapitálu jak mezi členskými státy, tak i vůči třetím státům, a tím na jedné straně nesmírně pomohla rozvoji obchodu mezi členskými státy. Na druhé straně však dala vzniknout pro ekonomy neřešitelnému dilematu „rozporuplné čtveřice⁹⁰“, kterým se stala z pohledu ekonomické vědy následující fakta, kterým muselo Evropské společenství čelit:

- 1) svobodný mezinárodní obchod,
- 2) volný pohyb kapitálu,
- 3) částečně fixní kurzy⁹¹ a
- 4) suverénní (samostatná) monetární politika jednotlivých států.

⁸⁸ Jaques Delors byl předsedou Evropské komise v letech 1985-1995

⁸⁹ Směrnice 88/361/EEC ze dne 24. června 1988

⁹⁰ Padoa-Schioppa T., *The Road to Monetary Union in Europe: The Emperor, the Kings and the Genies*, Oxford University Press, Oxford, 2000

⁹¹ Výše jsme si pomohli použitím „hada v tunelu“, další název pro toto určení hranic fluktuace je kolíčkování (pegged) které připodobňuje zásahy centrálních bank k vytyčení území (koridoru) kolíčky jak bylo zvykem při zabírání půdy při kolonizaci v USA

Použitím rikardiánské ekonomické analýzy mezinárodního obchodu a mezinárodních financí dojdeme ke zjištění, že kurzy jsou určovány na jedné straně trhem, tedy zaprvé mezinárodním obchodem a vzájemnou bilancí zboží a služeb, za druhé pohybem investičního (dlouhodobého investičního) a spekulativního (krátkodobého investičního) kapitálu, a na druhé straně vládními zásahy, tj. primárně monetární a částečně pak i fiskální politikou.

Pokud se členské státy dobrovolně vzdaly restrikcí, které jim umožňovaly částečně (a pravděpodobně pouze k vlastní škodě) regulovat svobodný obchod a volný pohyb kapitálu, a zároveň hodlaly provozovat samostatnou monetární politiku, tak se fixní/kolíčkované kurzy stávaly neudržitelnými⁹².

Řešením bylo rozhodnutí Hanoverského koncilu o vytvoření speciální komise vedené výše zmíněným Jacquesem Delorse. Úkolem komise bylo zjistit možnosti dalšího kvalitativního rozšíření monetární unie⁹³.

Výsledkem zjištění komise, které bylo publikováno v dubnu 1989⁹⁴, nebylo nic menšího než návrh na doplnění směrnice o liberalizaci ustanovením kompletního vnitřního trhu a společné monetární unie⁹⁵. Nutným efektem výše zmíněného byl historicky bezprecedentní návrh na omezení národní suverenity v oblasti monetární politiky.

Přesněji pak Delorsova zpráva navrhovala vznik ekonomické a monetární unie v třech postupných krocích:

- 1) koordinace centrálních bank a koordinace rozpočtové politiky,
- 2) založení společného Evropského systému centrálních bank (European System of Central Banks – ESCB), transfer části pravomocí v oblasti národní monetární politiky společným evropským institucím a příprava na první fázi Evropské monetární unie (European Monetary Union – EMU) a
- 3) fixace jednotlivých národních měn a vznik jednotné a společné měny, transfer všech relevantních pravomocí na společné evropské instituce.

⁹² Lastra R. M.: *Legal Foundations of International Monetary Stability*. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

⁹³ Conclusion of the Hanover European Council, 28. June 1988

⁹⁴ Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, 12 April 1989

⁹⁵ Padoa-Schioppa T., *The Road to Monetary Union in Europe: The Emperor, the Kings and the Genies*, Oxford University Press, Oxford, 2000

Delorova zpráva byla přijata Madridským summitem v červnu 1989. Evropská rada se rozhodla spustit první fázi EMU o rok později.

6.5 Maastrichtská dohoda

Kurz nastavený Delorovou zprávou pokračoval konferencí v Římě, kde došlo k zásadním dohodám ohledně klíčových politických kroků nutných k naplnění závěrů zprávy. Dohody z Říma byly dokončeny v Maastrichtu v prosinci 1991 a formálně podepsány 7. února 1992. Dohoda vstoupila v platnost 1. listopadu 1993 po finálním schválení Německem.

Maastrichtská smlouva byla zásadním dodatkem k Smlouvě o vzniku Evropských společenství a v podstatě naplňovala záměry Delorovy zprávy, tj. tříступňovou monetární integraci.

Maastrichtská smlouva vytvořila novou politickou a zároveň hospodářskou strukturu sestávající se z tzv. „tří pilířů“ – Evropskou unii (European Union - EU)⁹⁶. Stávající Evropská společenství tvořila tzv. první pilíř. Jako druhý pilíř byla nově zavedena společná zahraniční a bezpečnostní politika a jako třetí pilíř spolupráce v oblasti spravedlnosti a vnitřních věcí (od Amsterodamské smlouvy už jen policejní a soudní spolupráce v trestních věcech).

Výjimku dostala Velká Británie v rámci tzv. opt-out mechanismu, který de facto znamenal, že Británie nepřistoupí do třetí fáze EMU. Další státy, které nepřistoupily na plný mechanismus Maastrichtské dohody, jsou Dánsko na základě referenda z roku 1992 a Švédsko, které zamítlo přistoupení na společnou měnu referendem v roce 2003.

Maastrichtská dohoda dala vznik tzv. Maastrichtským kritériím, tj. podmínkám pro začlenění do Eurozóny, a to jak do ERM tak ERM II (viz níže). Jedná se o následující kritéria založená na článku 140, odstavci 1⁹⁷:

1. Cenová stabilita

Průměrná roční inflace nesmí překročit o více než 1,5 p. b. průměrnou roční inflaci tří členských zemí s nejlepšími hodnotami inflace (to neznamena nutně 3 země s nejnižší inflací, ale spíše, i když to není nikde explicitně napsané, tři země s inflací nejbližší k inflačnímu cíli ECB. Tento cíl je definován jako hodnota inflace nižší, ale blízká 2 %).

⁹⁶ Výraz Společenství používaný doposud v této práci nahradí výraz Evropská unie.

⁹⁷ http://cs.wikipedia.org/wiki/Maastrichtsk%C3%A1_krit%C3%A9ria

2. Stabilita devizového kurzu

Alespoň dva roky před vstupem do měnové unie by se kandidátská země měla zapojit do ERM II a po tuto dobu by nemělo dojít k devalvaci.

3. Konvergence dlouhodobých úrokových sazeb

Dlouhodobá nominální úroková míra nesmí přesahovat o více než 2 p. b. průměr tří zemí s nejlepšími výsledky týkajícími se cenové stability.

4. Veřejné finance a výše hrubého veřejného dluhu

Podíl veřejného dluhu na HDP nesmí překročit 60 procent⁹⁸.

Deficit veřejného rozpočtu – podíl deficitu státního rozpočtu na HDP musí být menší než 3 %.

Dále musí členské státy aplikovat koordinační politiku v rámci centrálního bankovníctví a zajistit nezávislost centrálních bank při provádění monetární politiky.

První fáze byla započata ihned po Madridském summitu v roce 1989, ještě před formálním vstoupením smlouvy v platnost, čímž dokazuje vysokou míru odhodlání jednotlivých členských států Společenství⁹⁹. Členské státy byly donuceny upravit svou legislativu, zejména z pohledu volného pohybu kapitálu, poskytování zvýhodněných a subvencovaných půjček a limitace půjček centrálních bank vládám. Členské státy byly dále nuceny upravit míru fluktuace své měny a konzultovat zásadní rozhodnutí s Evropskou komisí¹⁰⁰.

Z institucionálního pohledu byla Rada guvernérů národních bank členských států vybavena dodatečnými pravomocemi, ale i zodpovědností¹⁰¹.

Druhá fáze započala v souladu s dohodou 1. ledna 1994 zrušením EMCF a Komise guvernérů centrálních bank a nahrazením těchto institucí Evropským monetárním institutem (European Monetary Institute – EMI), předchůdcem Evropského systému centrálních bank

⁹⁸ Analýza tohoto kritéria bude provedena níže

⁹⁹ Buti M., Fiscal Discretion and Elections in the Early Years of EMU, Journal of Common Market Studies, Vol. 42, No. 4, 2004

¹⁰⁰ Lastra R. M.: Legal Foundations of International Monetary Stability. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

¹⁰¹ Buti M., The Euro: Past Successes and New Challenges", National Institute Economic Review, No. 208, 2009

(European System of Central Banks – ESCB), který je známý spíše jako Evropská centrální banka (European Central Bank – ECB)¹⁰².

Nově vzniklá instituce měla za úkol (nepříliš překvapivě) dále posílit koordinaci mezi členskými státy v oblasti monetární politiky a dále připravit finální fázi EMU, tedy zavedení úplné monetární a ekonomické unie¹⁰³.

Rozšířením Maastrichtské dohody, konkrétně tehdejšími¹⁰⁴ články 73a a 73g, došlo dále k rozšíření dohody a nahrazení některých starších ustanovení za účelem další rozsáhlé liberalizace pohybu kapitálu mezi členskými státy.

Základem fiskální regulace se stal Pakt stability a růstu (Stability and Growth Pact), který vstoupil v platnost v roce 1997. Dále byly upraveny podmínky pro ty členské státy EU, které se nechtějí přidat do Eurozóny, nebo tam vstup teprve plánují, nicméně chtějí využívat ostatních výhod společného trhu. Pro tento režim, ve kterém se nachází například Česká republika, se používá zkratka ERM II.

Z politicko-psychologického hlediska se stal klíčovým moment, kdy ESCB představila široké veřejnosti návrh bankovek a mincí společné měny Euro. V tuto chvíli se z politického snu začíná stávat realita, kterou si uvědomují a na vlastní kůži mohou pocítit všichni občané Evropské unie. Nová měna má fyzicky nahradit národní měny, které v některých případech existují po staletí.

V roce 1997 je dále přijata první „Euro směrnice“¹⁰⁵. 3. května 1998 pak dochází k historické události, kdy se Evropská rada jednoznačně usnesla, že jedenáct států Evropské unie splňuje a naplní podmínky zavedení nové jednotné měny Euro, a to k 1. lednu 1999¹⁰⁶.

Stejná dohoda byla uzavřena o vzniku Evropské centrální banky se sídlem ve Frankfurtu, která oficiálně vznikla 1. června 1998, nahrazující Evropský monetární institut. Prvním prezidentem se stal Wim Duisenberg.

¹⁰² Je potřeba vysvětlit, že ECB je podmnožinou ESCB. ESCB se skládá z jednotlivých národních bank a Evropské centrální banky.

¹⁰³ Lastra M., The Independence of the European System of Central Banks, Harvard Law Journal 475, 1992

¹⁰⁴ Vzhledem k překotnému vývoji docházelo k doplňování a přečíslování článků v množství, které by stačilo na samostatnou diplomovou práci. Např. výše uvedený článek 73g se stal pozdějším článkem 60 na základě Amsterdamského přečíslování v roce 1999.

¹⁰⁵ Nařízení rady 1103/97 z 17 června 1997

¹⁰⁶ Nařízení rady 2866/98 z 31 prosince 1998

Rok 1999 odstartoval třetí, závěrečnou fázi EMU připravené dle Delorovy zprávy. Evropu čekaly zásadní změny:

1. Bylo oficiálně zavedeno Euro jako oběživo a plně nahradilo měny jednotlivých členských států Eurozóny. Tj. byl zrušen systém ECU jako kompozitní měny. Nové Euro se stalo nezávislým na původních národních měnách. Po krátkou dobu (maximálně dvou měsíců) fungovaly v jednotlivých státech národní měna a Euro paralelně. Následně byly národní měny staženy z oběhu.
2. Státy se dostaly pod fiskální regulaci svých rozpočtů, respektive svých národních deficitů.
3. Monetární politika Eura se dostala pod přímou správu Evropské centrální banky, která se stala nezávislou a samostatnou institucí Evropské unie, regulovanou pouze právem Evropské unie a kontrolovanou Evropským soudním dvorem a Komisí pro audit (Court of Auditors)¹⁰⁷. Jednotlivé národní banky ztratily své výlučné právo řídit oficiální oběživo kolující v jejich státech.
4. Byly určeny pevné kurzy směny národních měn za Euro, a to i pro budoucnost. Stávající hotovost na bankovních účtech byla automaticky převedena.
5. Stávající členské státy Eurozóny rozšířilo Řecko, a to v roce 2001.

Těmito změnami bylo dosaženo výsledku, který by se zdál být utopií, ale který byl snem generací evropských politiků. Vznikl integrovaný monetární systém se společnou centrální bankou, velkým společným trhem, limitacemi fiskální politiky jednotlivých vlád a vlastní společnou měnou, která nebyla pouze měnou doplňkovou nebo kompozitní, ale plně nahradila prastaré národní měny.

Tento obrovský politický úspěch se pro mnohé stal symbolem nakročení k dalšímu cíli, kterým není nic menšího než politická integrace Evropy. Kritici se tohoto naopak obávají a poukazují na možnost likvidace národních suverenit. Vzhledem k diskuzi v definiční části této práce je zřejmé, že monetární suverenita je významnou částí celkové státní suverenity a takováto diskuze je naprosto legitimní.

¹⁰⁷ Rozsudek Evropského soudního dvora roku 2003 ve věci 11/00 OLAF, Commission of the European Communities v European Central Bank, č. 11/00

7 Efekty finanční krize a analýza přijatých opatření

„In today's regulatory environment, it's virtually impossible to violate rule. “

Bernard Madoff

(Debatní panel k budoucnosti kapitálových trhů, 20. října 2007, New York)

7.1 Selhání regulací a efekty finanční krize

Finanční krize prokázala selhání regulací, které měly zabránit zásadním výkyvům na finančních a dále propojených trzích, a to jak veřejných právních norem, tak i samoregulačních mechanismů profesních sdružení a organizací, stejně jako samoregulaci jednotlivých společností v rámci vlastních etických pravidel, best practices nebo corporate governance. Naopak některé regulace vzniklou krizi akcelerovali, například výše zmíněná novelizace Zákona o reinvesticích.

Největší selhání však nebylo na straně vlád, které již z definice nemohou být onou všemohoucí paternalistickou silou (jak si to představují socialistické ideologie), nýbrž selhání tržních mikroekonomických nástrojů dozoru a řízení rizika. Výše jsem popsal, jak vzhledem ke zvýšené komplexitě finančních trhů a jejich produktů došlo ke vzdálení kontroly jak z pohledu akcionářů, tak i vedení firem. Došlo k selhání kontroly ze strany akcionáře, jak popisuje principal-agent teorie (teorie kontroly), která je popsána výše. Rovněž nastalo rozšíření tohoto efektu na selhání kontroly na úrovni principál-principál a kontrolor-kontrolovaný, kdy manažeři fondů nebyli schopni zjistit obsah vlastního portfolia a kdy auditorské společnosti přistoupily k neetickým praktikám za účelem umožnit finančním institucím vyvádět toxická aktiva mimo své bilance, a tím z dosahu veřejné kontroly. Toto se provádělo za tichého souhlasu nebo alespoň mlčení nejvyšších kontrolních úřadů jako byla vláda, komise pro cenné papíry a FED.

Důsledkem byl pád hodnoty akciových indexů, smršť bankrotů finančních institucí, raketový nárůst ceny zlata a rychlý růst veřejných dluhů.

7.2 Hodnocení efektivity právních norem z pohledu ekonomické analýzy práva

„The first thing we do – let’s kill all the lawyers. “

William Shakespeare

(Henry VI, Part II, Act IV, Scene ii)

Když v roce 1972 americký soudce Richard Posner vydal svou publikaci *Ekonomická analýza práva*, netušil, jak obrovskou změnu způsobí v akademické půdě interdisciplinárního vývoje v oblasti práva a ekonomie. Nově vzniklý obor ovlivnil nejen akademickou komunitu a vývoj v obou dvou „mateřských“ oblastech, ale i právní praxi, právní normy a judikaturu. Rozsáhlý výzkum dokázal, že vědecké práce využívající ekonomickou analýzu práva jsou v předních amerických impaktovaných časopisech citovány mnohem častěji, nežli články využívající jakoukoliv jinou metodiku analýz těchto právních problémů¹⁰⁸.

Vliv ekonomické analýzy práva je výrazný i v oblasti podnikání. Toto je pravděpodobně způsobeno výrazným nárůstem podílu sektoru služeb rozvinutých ekonomik na celkovém HDP. V tomto sektoru je klíčová lidská interakce a kooperace. Vzhledem k menší hmatatelnosti výstupů je nutné rozsáhlejší ošetření smluvními kontrakty. Vliv fenoménů jako jsou transakční náklady je rozsáhlý, a tím roste nutnost analýzy dopadů regulací a jejich jak pozitivních, tak i negativních efektů.

Metodologie ekonomické analýzy práva předpokládá, že můžeme vyhodnotit efekty právních norem, které mohou mít buď pozitivní nebo negativní efekt na užitek a dále efekt dodatečné byrokratické zátěže tj. efekt transakčních nákladů. To lze učinit nejnázem u regulace v oblasti finančního práva, ačkoliv moderní publikace z oblasti ekonomické analýzy práva pronikají již i do oblasti práva trestního, které je tomuto přístupu pravděpodobně nejvzdálenější.

Tento přístup lineárního srovnání by vyhovoval jedinci plně racionálnímu ve vnímání rizika. Jednoduše řečeno 10% šance vyhrát deset milionů korun by měla mít stejnou hodnotu jako 50% šance získat miliony dva. Většina lidí však spadá do oblasti rizikově averzních jednotlivců a bude preferovat možnost číslo dvě tj. sázku na potenciální výhru dvou milionů. Ekonomie toto popisuje tvarem jejich užitkové funkce ve vztahu k riziku. Přesná znalost funkce umožňuje přesnou optimalizaci právních regulací.

¹⁰⁸ Landers W. a Posner R., *The Influence of Economics on Law: A Quantitative Study*, 36 J.

Law & Economics, 1993

Pro účely hodnocení této práce budu předpokládat, že většina uživatelů právních norem má averzní vztah k riziku. Toto mi umožní provést analýzu efektivity právních norem a doporučit jejich úpravu nebo doplnění.

7.3 Opatření přijatá Evropskou unií

„It would be useful to central banks to be able to measure systemic risk accurately but its very definition is still somewhat unsettled. “

Alain Greenspan

(Konference k Měření a řízení rizik, Washington 1995)

7.3.1 Fond solidarity

Evropský fond finanční stability (European Financial Stability Facility – EFSF) je instituce typu SPV založená v reakci na finanční krizi, jejímž cílem je uchování monetární stability v Evropě. Byla založena 9. května 2010. Zakládajícími členy je 16 států Eurozóny. Sídlo organizace je v Lucembursku. EIB funguje jako servisní centrum služeb pro EFSF. Řídícím orgánem je Eurogroup, rada ministrů financí zemí Eurozóny. Plánem bylo vytvořit společnou instituci s nejvyšším možným kreditním ratingem AAA, což se povedlo vzhledem ke společným garancím Evropské komise reprezentující členské státy (včetně České republiky) a MMF. První emise bondů v hodnotě 5 miliard Euro byla úspěšně upsána 25. ledna 2011.

7.3.2 Pakt pro Euro

Někdy také nazýván Euro-Plus Pact (EPP) je nástupcem dřívější iniciativy Competitiveness Pact (CP). Navrhuje užší spolupráci ve fiskální oblasti včetně závazné daňové koordinace, vládních výdajů a růstu mezd. Vzhledem k tomu, že se zatím jedná o politickou iniciativu v raném stádiu, nebude se jím tato práce hlouběji zabývat.

7.3.3 Basel

Basilejský výbor bankovního dohledu (*Basle Committee of Banking Supervision*) byl založen v roce 1974 guvernéry centrálních bank zemí „Skupiny 10“¹⁰⁹ a Lucemburska¹¹⁰. Setkání členů Basilejského výboru bankovního dohledu se konají čtyřikrát ročně. Hlavními cíly jsou:

- (i) stabilita mezinárodního bankovního systému;
- (ii) sjednocování podmínek přidělování bankovních licencí;
- (iii) formulace principů základních pravidel regulace a postupů dohledu nad bankami
- (iv) sjednocování principů a způsobů krytí rizik (zejména úvěrového a tržního rizika) a tlaku na odstraňování konkurenčních nerovností regulačních pravidel.

Pravidla kapitálové přiměřenosti bývají označována jako Basel I nebo také jako „Capital Accord“. Pravidla Basel I byla vydána Basilejským výborem pro bankovní dohled již v roce 1988. Pravidla Basel I odvozují požadovanou výši kapitálu – kapitálovou přiměřenost od úvěrového rizika. Pravidla umožňují vybrat si metodu výpočtu kapitálového požadavku u každého typu rizika. Konkrétní způsob si vybírá sama banka, za podmínky dodržení pravidel stanovených orgánem bankovního dohledu a dodržení kvalifikačních kritérií. Basel I byl v rámci EU doplněn dvěma direktivami, a to: Direktiva č. 89/299/ECC o vlastních zdrojích a Direktiva č. 89/647/ECC o solventním poměru. Tržní riziko bylo zohledněno Direktivou č. 93/6/ECC o kapitálové přiměřenosti investičním podniků a bank (bývá označována jako tzv. CAD I). V roce 1998 byla novelizována jako CAD II.¹¹¹

Basel I dále řešil pravidla při bankrotu komerčních bank a zavedl následující pravidlo:

- Pravidla bankrotu bank mají být určována centrální bankou, která má zároveň asistovat při ukončení činnosti banky, aby garantovala, že vklady jsou vyplaceny v nejvyšší možné míře, a to před vyplacením peněz akcionářům nebo držitelům podřízených půjček.

¹⁰⁹ „Skupina 10“ je volným uskupením nejvyspělejších zemí a tvoří ji země „Skupiny 7“ (Francie, Itálie, Japonsko, Kanada, Německo, USA a Velká Británie) plus Belgie, Nizozemí, Švédsko a od roku 1983 je členem také Švýcarsko.

¹¹⁰ Jedná se tedy o iniciativu dávno předcházející finanční krizi. Nicméně poslední vývoj je finanční krizí zásadně ovlivněn a proto z důvodů přehlednosti dávám vše včetně vývoje před finanční krizí do této kapitoly.

¹¹¹ Polouček, S. a kol. Bankovníctví. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006, s. 285.

Basel II

Basilejský výbor pro bankovní dohled v roce 1999 navrhl úpravu požadavků kapitálové přiměřenosti. Nový koncept kapitálové přiměřenosti bývá označován jako „Nová basilejská kapitálová dohoda“ („The New Basel Capital Accord – NBCA“). Podoba znění Nové basilejské dohody byla ovlivněna rozsáhlou diskusí mezi bankami a regulátory po celém světě, ve které se promítly rozdílné zájmy obou skupin. Diskuse trvala skoro šest let.¹¹²

Konečná verze byla v roce 2004 prezentována veřejnosti. V platnost vstoupila na začátku roku 2007. V České republice bylo přijetí pravidel Basel II rovněž podrobena důkladnému připomínkovacímu procesu.

Některými kritiky, zejména ze strany USA, bývá namítána vysoká nákladnost zavedení těchto pravidel, která byla odhadnuta na 25 až 30 mil. USD.¹¹³ V zemích EU bylo dokončení jednání o pravidlech Basel II spojováno s demonstrací politické jednoty EU. Pravidla Basel II byla průběžně transformována do nově přijaté směrnice o přiměřenosti kapitálu nazývané jako CAD III. Směrnice byla aplikována na všechny finanční instituce včetně velkých mezinárodních bank. Nový koncept kapitálové přiměřenosti, který se členské země EU zavázaly přijmout k 1. lednu 2007, reagoval na nastupující trendy v řízení úvěrového rizika. Rozsah bankovní regulace byl rozšířen o operační riziko jako reakci na nové informační technologie. Nový koncept zároveň umožňoval bankám přijmout jednodušší metody pro stanovení kapitálového požadavku. Pravidla Basel II vycházejí z předpokladu, že jádrem řízení rizika je kapitál.¹¹⁴

Basel II je soustředěn do třech pilířů:

- **Pilíř I - minimální požadavky na kapitálovou přiměřenost**

Cílem Basel II je unifikace regulačních nástrojů a to jak kapitálové přiměřenosti, tak postupy interního řízení rizik. Basel II nemění předchozí normy týkající se řízení bankovní bilance a ekonomických rizik. Nová je ovšem změna operativních rizik banky, na které musí být vyhrazena dostatečná kapitálová rezerva. Cílem je dosažení specifické rizikové přírážky pro

¹¹² Dvořák, P., Bankovnictví pro bankéře a klienty. 3. vydání. Praha: Linde Praha, a. s. – Právnické a ekonomické nakladatelství Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka, 2005, s. 219.

¹¹³ Wood, P., International Loans, Bonds and Securities Regulation. London: Sweet and Maxwell, 1993

¹¹⁴ Polouček, S. a kol. Bankovnictví. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006

každý creditní subjekt a jeho individuální ekonomické ukazatele. Basel II tedy provádí odklon od metodiky řízení rizika dle obecných charakteristik dlužníka.

Dále je regulováno jednotné podávání informací pro orgány regulace a dohledu. Možnost používat vlastní modely banky pro stanovení kapitálových požadavků připouští i Opatření ČNB č. 2/2002. V příloze je stanoveno, které podklady musí být dodány pro posouzení modelu instituce České národní bance, včetně organizačních předpokladů, systémů limitů, požadavků na informace nebo vnitřního auditu. Otázka možnosti zvolit si vlastní modely banky pro stanovení kapitálových požadavků je jednou z nejvíce diskutovaných pravidel Basel II¹¹⁵.

Kritizovaným efektem je zvýšení nutného kapitálu pro bankovní operace a pokles výnosnosti vlastního kapitálu. Kritici dále upozorňují na fakt, že velká část jejich konkurence nespadá pod regulaci Basel II a bude tedy tlak na přesun zejména velkých zákazníků k těmto institucím. Legislativci naopak argumentují větší stabilitou finančního sektoru, z toho plynoucího poklesu rizika a vyššího přílivu investorů¹¹⁶.

- **Pilíř II – Dohled nad kapitálovou dostatečností**

V centru tohoto pilíře stojí tzv. regulátor¹¹⁷, který nejen vykonává funkci dozoru, ale i funkci komunikační, informační a do jisté míry i poradenskou vůči bankám. Cílem tohoto snažení by měly být takové bankovní instituce, jejichž postupy¹¹⁸ v oblasti řízení rizik¹¹⁹ umožní posoudit svoji kapitálovou přiměřenost, a to ve vztahu ke svému portfoliu¹²⁰. Dohled regulátora spočívá v posuzování a hodnocení postupů a vnitřních procesů bank právě z pohledu, do jaké míry se jim daří výše uvedeného cíle dosáhnout. Regulátor má rovněž právo požadovat, aby banka zajistila určitou kapitálovou přiměřenost, a to i nad její minimální úroveň, která je stanovena zákonem.

¹¹⁵ Polouček S. a kol. Bankovníctví. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006

¹¹⁶ Dvořák, P., Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. vydání. Praha: Linde Praha, a. s. – Právnícké a ekonomické nakladatelství Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka, 2005

¹¹⁷ V případě České republiky jde o Českou národní banku

¹¹⁸ Wood, P., International Loans, Bonds and Securities Regulation. London: Sweet and Maxwell, 1993. s. 396.

¹¹⁹ Dvořák, P., Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. vydání. Praha: Linde Praha, a. s. – Právnícké a ekonomické nakladatelství Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka, 2005, s. 228.

¹²⁰ Tůma, Z. Web ČNB: Bankovní dohled [citováno 7. března 2007]. Dostupný z: <http://www.cnb.cz>.

Z výše uvedeného vyplývá, že nároky na regulátora jsou v rámci principů Basel II zvýšené, viz jeho aktivní role v celém procesu.

- **Pilíř III – Tržní disciplína**

Třetí pilíř Basel II se týká informací, které bankovní instituce zveřejňují¹²¹. Informacemi se rozumí údaje o kapitálu, portfoliu a jeho rizikovosti včetně metod, které jsou používány pro měření a řízení rizik (viz předchozí pilíř). Jednoznačným cílem tohoto bodu je zvýšení transparentnosti činností bankovních institucí. Přestože v této oblasti neexistují zcela pevné standardy¹²², je v České republice stanoven minimální rozsah požadavků na zveřejňované informace¹²³. Současně je třeba podotknout, že tento bod přináší pro bankovní instituce i některá rizika, ať už jde o případné zneužití informací či špatné interpretaci informací danou ať už špatnou znalostí či obtížnou orientací v záplavě všech informací. Na banky klade tento pilíř rovněž zvýšené nároky co do řízení informací a využívání informačních technologií.

7.3.4 Funkčnost stávajících evropských institucí z pohledu monetární regulace

Z pohledu této práce je klíčové fungování Maastrichtských kritérií a Paktu stability a růstu jakožto zásadní garantův udržitelnosti společné monetární unie a jednotného trhu jak ostatně předpokládala i Delorsova zpráva (viz. výše).

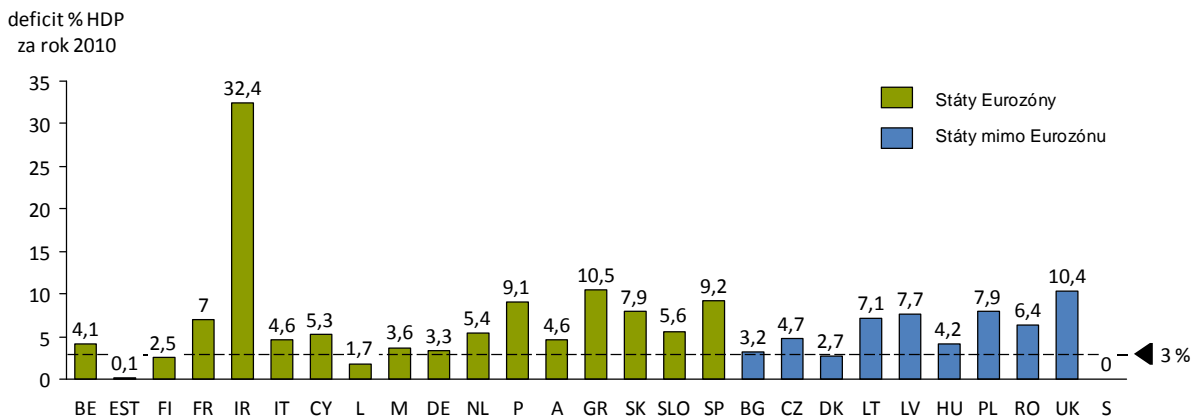
Na grafu č. 2 je zobrazeno plnění maastrichtského kritéria maximálního státního deficitu státy EU-27 v roce 2010. Z údajů je patrné, že splnit toto kritérium se v roce plné hospodářské krize podařilo minimu členských zemí – pouze čtyřem státům. Markantně nejvyšší deficit zaznamenalo Irsko. V grafu se nicméně rýsují i další ekonomicky „labilní“ státy – Řecko, Španělsko a Portugalsko¹²⁴.

¹²¹ Tůma, Z. Web ČNB: Bankovní dohled [citováno 7. března 2007]. Dostupný z: <http://www.cnb.cz>.

¹²² Dvořák, P., Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. vydání. Praha: Linde Praha, a. s. – Právnícké a ekonomické nakladatelství Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka, 2005, s. 229.

¹²³ Opatření ČNB č. 1 ze dne 30. 12. 2003, ČNB. Web ČNB: Bankovní dohled [citováno 7. března 2007]. Dostupný zdroj www.cnb.cz.

¹²⁴ Právě tyto čtyři státy si vysloužili v souvislosti se špatnou ekonomickou situací označení „PIGS“, které je akronymem jejich počátečních písmen (P – Portugalsko, I – Irsko, G – Greece jako Řecko a S – Španělsko)

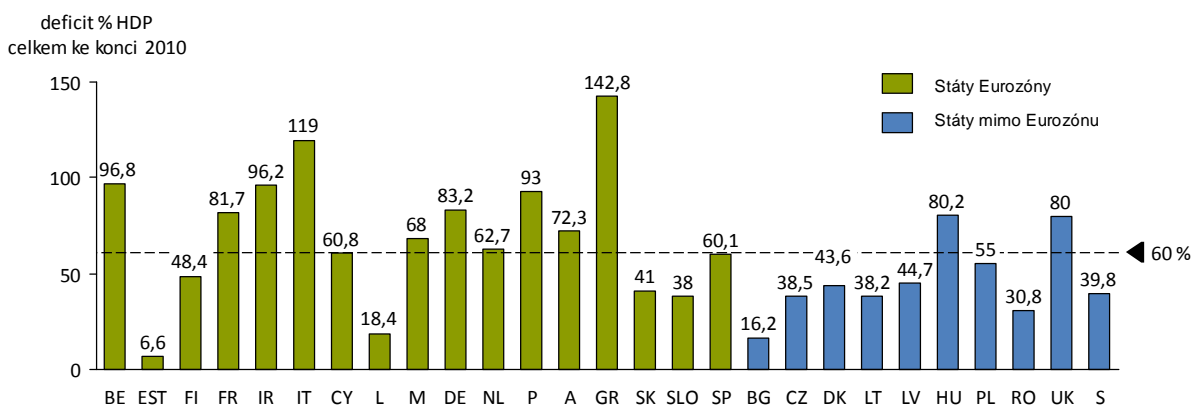


Graf 2 Podíly deficitů státních rozpočtů na HDP členských států EU-27 v roce 2010.

Přerušovaná linka 3 % ukazuje hranici stanovenou Maastrichtskými kritérii.

zdroj: Eurostat

Ani v případě plnění druhého maastrichtského kritéria nebyla situace na konci roku 2010 výrazně příznivější a to ani proto, že limit 60% hranice celkového veřejného dluhu naplňovalo hned 13 ze 27 států. Celkový veřejný dluh je ukazatelem kumulativním a jako takový v sobě odráží dlouhodobější vývoj. To je zatímco předešlý „jednorázový“ ukazatel mohl vykázat v roce hospodářské krize odchylku od pravidel, měla by tato být „ospravedlněna“ v případě kumulativního státního veřejného dluhu pouze časově významnou řadou po sobě jdoucích krizových let. Vysvětlení bezúspěšného stavu poloviny evropských ekonomik tak je třeba spíše hledat ve vlastním hospodaření a pravděpodobně i nadužívání evropské ekonomické solidarity. Jak jinak si vysvětlit skutečnost, že laicky „vyspělejší“ ekonomiky Eurozóny dosahují ve srovnání s „neurovou“ Evropou tak špatných výsledků¹²⁵.



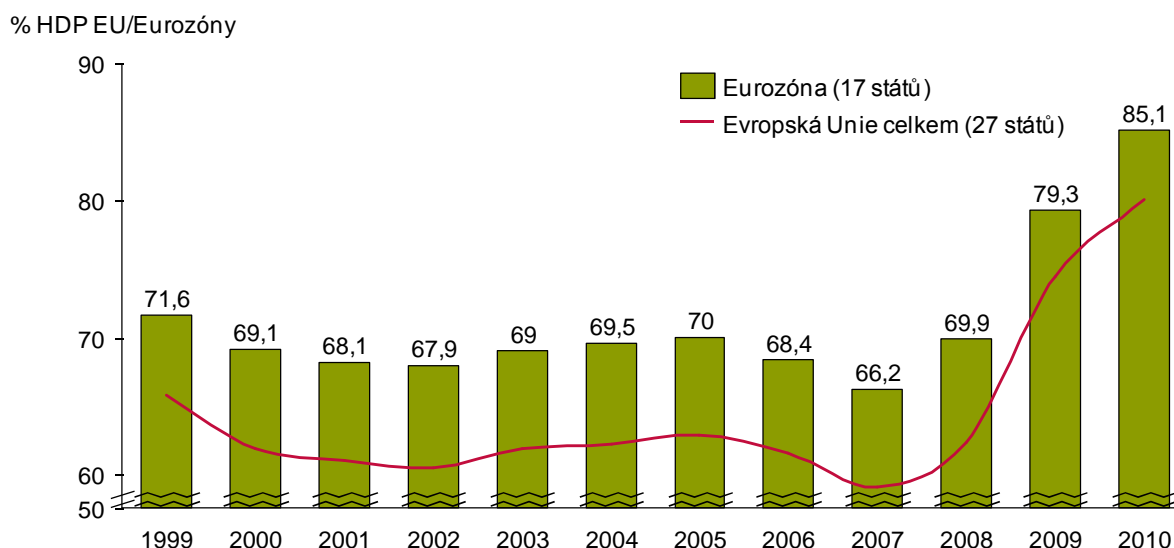
Graf 3 Podíly veřejných dluhů členských států EU-27 na HDP států, celkový dluh ke konci roku 2010.

Přerušovaná linka 60 % ukazuje hranici stanovenou Maastrichtskými kritérii.

zdroj: Eurostat

¹²⁵ Stejný jev je patrný i v případě kritéria státního deficitu. I zde, možná paradoxně, hůře prosperují státy Eurozóny a nikoliv ekonomicky méně vyspělé nové členské země.

Poslední graf pak potvrzuje výše uvedený jev, kdy státy Eurozóny stojí za špatnými výsledky ukazateli celé EU. Křivky vývoje veřejného dluhu Eurozóny a EU-27 mají zcela totožný trend. Lze tak vyzovovat, že u ostatních států došlo v daném čase spíše ke stagnaci absolutního veřejného dluhu.



Graf 4 Vývoj veřejného dluhu Evropské unie a Eurozóny v letech 1999 a 2010

zdroj: Eurostat

Závěrem lze poukázat na dva fakty. První je fiasko Paktu stability a růstu, který není dodržován ani lídry Eurozóny. Druhým je morální hazard a černé pasažérství států jako Řecko a Irsko, které si půjčují na riziko státního dluhu zodpovědnějších států, tj. za podmínek které by sami nedosáhly.

7.3.5 Možnosti restrukturalizace suverénních dluhů

Pohled na zadlužení Řecka ukazuje nutnost zkoumat možnosti restrukturalizace suverénních (veřejných) dluhů, tj. dluhů kde je věřitelem nebo ručitelem, a to jak přímým tak nepřímým stát, nebo dluhů soukromých institucí, jejichž nesplácení by vyvolalo sekundární platební neschopnost svého mateřského státu.

Prvním problémem při existenci suverénního dluhu je jeho vymahatelnost. Olivarez-Caminal s poukazem na stávající praxi ukazuje, že neúspěšnější budou žaloby podané v New Yorku nebo Londýně podle tamějšího práva. Problémem je však vymahatelnost takového

rozhodnutí, neboť suverénní státy mají jak v USA na základě Zákona o imunitě cizích států¹²⁶ (Foreign Sovereign Immunities Act - FSIA) tak i ve Velké Británii na základě Zákona o Státní imunitě¹²⁷ (State Immunity Act – SIA) imunitu¹²⁸.

Jakkoliv judikát v případě *Weltover*¹²⁹ prolomil problém imunity suverénních států a zdůraznil, že v případě komerčních aktivit, jakým jsou například vydávání státních dluhopisů je nutné na stát nahlížet jako na komerční entitu a klauzule imunity se neuplatní, zůstává tato otázka stále zásadním problémem.

Dalším problémem který jistě znají milovníci umění je pak lokace aktiv suverénního státu, neboť většina aktiv se nachází na jeho území a exekuce je velmi obtížná. Diplomatické mise podléhají imunitě a jsou suverénním územím dotčeného státu a umělecké sbírky následně nejsou půjčovány, nebo mají pouze marginální hodnotu ve srovnání s objemem státního dluhu.

Historickým východiskem se stává restrukturalizace dluhu, tj. výměna starých dluhových instrumentů za nové, změna úročení a rozložení splátek v čase. Velmi často dochází k prominutí části dluhu, které anglická literatura nazývá „haircut“. Příkladem mohou být provedené restrukturalizace dluhopisů Ruska, Pakistánu, Ekvádoru, Urugvaje a Argentiny.

Otázkou v případě využití common law je aplikace Kolektivní klauzule (Collective Action Clause – CAC), která nastavuje rozhodovací právo ve prospěch většina vlastníků dluhopisů, pokud není při vydávání domluveno jinak, a které následně dopadá i na ostatní entity participující na restrukturalizovaném dluhu jako se to stalo v případě Argentiny¹³⁰.

Další otázkou je možnost rozdílných podmínek pro jednotlivé držitele dluhopisů, které mohou být diskriminační, jak se ukázalo na příkladu restrukturalizace argentinského dluhu, kde Argentina nabídla výhodnější podmínky svým penzijním fondům, nežli zahraničním

¹²⁶ Foreign Sovereign Immunities Act, 1976

¹²⁷ State Immunity Act, 1978, United Kingdom

¹²⁸ Olivares-Carminal R., *Legal Aspects of Sovereign Debt Restructuring*, Sweet&Maxwell, Thomson Reuters Legal, 2009

¹²⁹ Rozsudek Nejvyššího soudu Spojených států ze dne 12. Června 1992 ve věci *Weltover Inc. v. Republic of Argentina*, 504 U.S. 607

¹³⁰ Italský parlament byl nucen přijmout legislativu odškodňující drobné investory

investorům, což narušuje doložky nevyšších výhod většiny mezinárodních smluv o ochraně investic a obecně proces řízení restrukturalizace¹³¹.

Jednou variantou je zřizování komisí ad hoc a postupné vyjednávání s jednotlivými věřiteli, druhá je pak možnost participace významné mezinárodní instituce, jakou je IMF, která bude proces spolufidit a aplikovat zavedený princip restrukturalizace suverénního dluhu (Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM)¹³².

Toto může vést až k extrémnímu případu jakým je formální žádost IMF o ochranu dlužníka na půdě OSN, aby se zabránilo poškozování aktiv dlužníka věřiteli, jako se to stalo v případě Iráku¹³³.

Aktuální případ Řecka pak ukazuje nutnost postupovat koordinovaně ve vztahu Evropská unie – Řecko, ale i v rámci mezinárodních institucí. V tomto konkrétním případě se projevila jako naprostá nutnost koordinovaná aktivita MMF, ECB a Evropské unie. Tomuto uskupení se podařilo částečně uklidnit situaci jednak zajištěním dostatečných půjček a garancí pro Řecko od MMF ve výši 750 miliard Euro a dále tlakem na Řeckou vládu ohledně plánu reforem, snižování státních výdajů, zvyšování daní a privatizace. Toto vše se děje na pozadí demonstrací v Řecku, jejichž účastníci se nejspíše domnívají, že peníze na jejich výdaje se získávají tiskem a negenerují žádné reálné náklady.

7.3.6 Stávající legislativa v České republice

Stávající legislativu týkající se finanční stability můžeme roztrždit do několika podskupin.

První skupinou jsou rozpočtové předpisy a předpisy týkající se správy majetku organizačních složek státu a samosprávných celků. Níže uvádím pouze některé z nich:

Vyhláška MF ČR č. 323/2002 Sb., o rozpočtové skladbě

Zákon č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů

Zákon č. 128/2000 Sb., o obcích

¹³¹ Olivares-Carminal R., Legal Aspects of Sovereign Debt Restructuring, Sweet&Maxwell, Thomson Reuters Legal, 2009

¹³² Ibid

¹³³ Rezoluce OSN 1483/03

Zákon č. 531/1990 Sb., o územních finančních orgánech

Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech

Zákon o státním rozpočtu¹³⁴

Další skupinou jsou normy regulující vztah ČR k Evropské unii. Vzhledem k rozsahu a tématu této práce je však vynechávám.

Poslední skupinou jsou předpisy regulující soukromé finanční instituce a podnikání na kapitálovém trhu. Níže uvádím některé z nich:

- Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách
- Zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech
- Zákon č. 96/1993 Sb., o stavebním spoření
- Vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
- Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
- Prováděcí nařízení č. 1287/2006 k směrnici o trzích s finančními nástroji
- Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon

Níže uvádím systémy jejich třídění dle Pavláta.

Kriterium	Systém
1. Předmět regulace a dozoru	Institucionální
	Funkční
	regulace "podle cílů"
2. Záběr (rozsah) regulace a dozoru	univerzální ("mega-systém")
	Specializovaný
3. Počet orgánů regulace a dozoru	jediný orgán
	dvojice spolupůsobících orgánů

¹³⁴ Zákon č. 433/2010 Sb. o státním rozpočtu České republiky na rok 2011

Kriterium	Systém
	více orgánů
4. Postavení regulátora v systému státních institucí	Centralizovaný
	decentralizovaný
	Smíšený
5. Pravomoc a odpovědnost orgánů	autonomní (nezávislý)
	podřízený (podléhající jinému orgánu)
6. Demokratičnost fungování regulátora	zahrnující samoregulaci reg. subjektů
	bez samoregulace
7. Způsob financování regulátorovy činnosti	z prostředků reg. subjektů
	ze státního rozpočtu
	kombinovaný způsob financování
8. Způsob provádění regulace a dozoru	formálně byrokratický v. věcný
	rigidní v. flexibilní
	transparentní v. netransparentní

Tabulka 1 Klasifikace systémů regulace a dozoru podle osmi hledisek

zdroj: Pavlát V., Regulace a dozor nad kapitálovými trhy, Praha, 2004

7.4 Opatření přijatá Českou republikou

Česká Republika jako přímou reakci na probíhající finanční krizi přijala pouze jedno zásadní opatření a to pod vlivem následujícího právního předpisu Evropské unie:

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování

Směrnice stanoví výslovnou povinnost úvěrových institucí a investičních podniků vytvořit a udržovat pro ty kategorie zaměstnanců, jejichž profesní činnosti mají podstatný vliv na celkový rizikový profil těchto úvěrových institucí a investičních podniků, zásady a postupy odměňování, které jsou v souladu s účinným řízením rizik.¹³⁵

Tyto kategorie zaměstnanců by měly zahrnovat vrcholné vedení, zaměstnance odpovědné za činnosti, s nimiž je spojeno podstupování rizik a zaměstnance ve vnitřních kontrolních funkcích a všechny zaměstnance, jejichž celková odměna včetně zvláštních penzijních výhod je řadí do stejné třídy odměňování jako vrcholné vedení.¹³⁶

- Nová pravidla EU jsou zohledněna v českém právním řádu prostřednictvím novely vyhlášky ČNB č. 123/2007 o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů (publikována pod č. 380/2010 Sb. s účinností od 31. prosince 2010). Vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „vyhláška“).

Vyhláška se vztahuje na povinné osoby, kterými jsou dle § 2 ods. 4. písmeno b) banky, družstevní záložny, obchodníci s cennými papíry a investiční zprostředkovatelé.

Cílem nové regulace odměňování je zajištění souladu postupů odměňování s efektivním řízením rizik.¹³⁷ Za tímto účelem povinná osoba dle definice ve vyhlášce zavede systém odměňování, který nemotivuje zaměstnance, či statutární orgány k nadměrnému podstupování rizik, je v souladu s dlouhodobými zájmy povinné osoby, zamezuje střetům zájmů a zaručí, že odměny neomezí schopnost povinné osoby posílit kapitál. Zásady odměňování jsou součástí požadavků na řídicí a kontrolní systém.¹³⁸ Pro celý systém

¹³⁵ Bod 3 preambule Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování

¹³⁶ Ibid

¹³⁷ Podle 8 vyhlášky č. 123/2007 o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů. povinná osoba naplňuje požadavky stanovené na řídicí a kontrolní systém s ohledem na svou velikost, organizační uspořádání, povahu, rozsah a složitost činností, které vykonává nebo hodlá vykonávat, a přihlíží přitom k vývoji prostředí, v němž podniká, včetně vývoje v oblasti řádné správy a řízení společnosti.

¹³⁸ Viz § 1 ods.1 písmeno a) vyhlášky č. 123/2007 o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů.

odměňování platí obecná zásada proporcionality - povinná osoba splňuje požadavky na řídicí a kontrolní systém s ohledem na svou velikost, způsob řízení, počet zaměstnanců, povahu, rozsah a složitost činností, které vykonává nebo hodlá vykonávat, a přihlíží přitom k vývoji prostředí, v němž daná osoba podniká, včetně vývoje v oblasti řádné správy a řízení společnosti. Tato zásada se uplatní v rovině institucí (např. hodnota aktiv, závazků, počet zaměstnanců, poboček atd.) a v rovině zaměstnanců (postavení zaměstnance v rámci organizační struktury povinné osoby, počet dalších zaměstnanců ve skupině s významným vlivem na rizikový profil, podnikatelský model, celková výše odměny zaměstnance atd.)

ČNB vydala dne 22. prosince 2010 Úřední sdělení ČNB k výkonu činnosti banky, družstevní záložny a obchodníka s cennými papíry na finančním trhu – odměňování, ve kterém ČNB blíže vysvětlila podmínky a pojmy týkajících se nových zásad odměňování.

- Zásady a postupy odměňování se uplatní ve vztahu:

a) ke mzdě, úplatě a obdobným příjmům zaměstnance¹³⁹, které mohou být považovány za odměnu (dále jen „odměna“),

b) k vybraným skupinám zaměstnanců, jejichž činnosti mají významný vliv na celkový rizikový profil povinné osoby, kterými jsou zejména

1. členové představenstva nebo dozorčího orgánu¹⁴⁰ (bodies; executive and non-executive directors),¹⁴¹

¹³⁹ Zaměstnancem se rozumí i jakákoli jiná osoba, která dlouhodobě fakticky vykonává činnost pro povinnou osobu bez ohledu na formální právní vztahy, pokud by tím měl být obcházen účel regulace (tedy např. i zaměstnanec mateřské společnosti působící u povinné osoby. Zvláštní pozornost bude také věnována outsourcingu odborných činností, které mohou povinnou osobu vystavit značnému riziku.)

¹⁴⁰ Dozorčí orgán povinné osoby schvaluje a pravidelně vyhodnocuje souhrnné zásady odměňování a odpovídá za jejich zavedení a uplatňování ((určí a dohlíží na individuální odměňování členů představenstva (pokud toto rozhodování stanoví nebo zákon nevyhradí valné hromadě), dohlíží na individuální odměny vrcholného vedení, zaměstnanců s nejvyššími platy a klíčových zaměstnanců vnitřních kontrolních funkcí a dává představenstvu doporučení o jejich výši a struktuře, dohlíží na individuální odměňování klíčových zaměstnanců vnitřních kontrolních funkcí a dává k jejich odměňování doporučení představenstvu, pokud není zřízen výbor pro odměňování. Viz blíže prosím: Úřední sdělení ČNB ze dne 22. 12. 2010 k výkonu činnosti banky, družstevní záložny a obchodníka s cennými papíry na finančním trhu – odměňování.

¹⁴¹ V souladu s § 15 odst. 3 vyhlášky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů má představenstvo stanovit podrobné zásady řízení lidských zdrojů včetně zásad pro výběr, odměňování, hodnocení a motivování

2. zaměstnanci ve vrcholném vedení (senior management),
 3. zaměstnanci ve vnitřních kontrolních funkcích (control functions), zejména zaměstnanci odpovědní za řízení rizik, compliance nebo vnitřní audit,
 4. zaměstnanci nebo skupiny zaměstnanců, jejichž činnost je spojena s podstupováním rizik povinné osoby (risk takers) a
 5. další zaměstnanci, jejichž odměňování je obdobné jako u zaměstnanců uvedených v bodě 2 a 4,
- c) způsobem a v rozsahu, který zohledňuje velikost, organizační uspořádání, povahu, rozsah a složitost činností povinné osoby.

- Základní zásady, které všechny povinné osoby uplatní na všechny zaměstnance:

Obecně se jedná o zásady a postupy odměňování, které představují hlavní cíle regulace a které:

- a) podporují řádné a efektivní řízení rizik a jsou s ním v souladu,
- b) nepodněcují k podstupování rizika nad rámec míry rizika akceptované povinnou osobou,
- c) jsou v souladu se strategií podnikání, cíli, hodnotami a dlouhodobými zájmy povinné osoby,
- d) zahrnují opatření k zamezování střetům zájmů v souvislosti s odměňováním a
- e) zajistí, že pohyblivé složky odměny jako celek neomezují schopnost povinné osoby posílit kapitál.

Pohyblivá složka odměny není vyplácena v nástrojích anebo formou, která by umožnila obcházení požadavků této vyhlášky nebo jiných právních předpisů. Např. účelové využívání off-shorových center, resp. formální zaměstnávání zaměstnanců povinné osoby v neregulované instituci včetně těch, které jsou umístěny v off-shorových centrech, některé případy využívání mechanismů outsourcingu, nebo přeměňování pohyblivých složek odměn v nepeněžní výhody, které by pod vymezení pojmu odměny nespadaly¹⁴².

zaměstnanců v souladu se systémem odměňování, který schválil dozorčí orgán a které se aplikují i na všechny ostatní zaměstnance

¹⁴² Viz blíže prosím: Úřední sdělení ČNB ze dne 22. 12. 2010 k výkonu činnosti banky, družstevní záložny a obchodníka s cennými papíry na finančním trhu – odměňování.

Povinná osoba by měla odměňovat členy dozorčího orgánu pouze pevnou složkou odměny s vyloučením motivujících mechanismů. Jen výjimečně může použít i pohyblivou složku odměny, která je spojena s úkoly kontroly. Pokud povinná osoba odměňuje členy dozorčího orgánu i nepeněžními nástroji, měly by tyto nástroje být zadržovány. Povinná osoba dále je povinna zajistit, aby požadavky stanovené na řídicí a kontrolní systém a postupy k jejich naplňování byly promítnuty do organizačního řádu a dalších vnitřních předpisů povinné osoby a v rámci regulovaného konsolidačního celku¹⁴³.

7.4.1 Efektivita opatření přijatých Českou republikou

Výše zmíněná vyhláška ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry představuje plošné tlumení bonusového systému, který byl pilířem politiky lidských zdrojů a motivace investičních bank.

Pokud podrobíme vyhlášku zkoumání z pohledu ekonomické efektivity, což je v souladu s paradigmatem, ze kterého tato vyhláška vychází a kterým je ekonomický rozvoj, je výsledek nejednoznačný. U stanovení kritérií narazíme na rozpor, kdy se na jednu stranu požaduje řádné a efektivní řízení rizika, a na druhé straně je limitováno podstupování rizika nad rámec míry rizika akceptované povinnou osobou. Jaká je však míra rizika akceptovaná povinnou osobou? V ekonomické realitě je bankrot častým a nikoliv zcela nežádoucím prvkem, neboť pomáhá čistit trh od společností, které nevyhovují požadavkům svých zákazníků a klientů, a uvolňuje na trh aktiva, která mohou být efektivněji využita. Bez podstupování rizik se neuplatní žádný začínající podnikatel. Proč by tedy toto pravidlo mělo být odlišné pro finanční instituce?

Dále otázkou je, proč se zde cílí na odměňování, a to zejména na odměňování vrcholového managementu firem. Nabízí se otázka, do jaké míry byla vyhláška ušita na míru populistickým názorům, které chtějí postihovat nadprůměrně vydělávající jedince. Již projeveným efektem je výrazná redukce bonusů, které se přesunuly do fixní, automaticky nárokovatelné složky platu. Zásady efektivního odměňování jsou přitom naprosto odlišné od této praxe a zaměstnavateli by se naopak měly uvolňovat ruce při nastavování motivačních složek. Otázka, proč členové dozorčích orgánů takřka nemohou dostávat bonusy spojené

¹⁴³ Viz § 9 vyhlášky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů

s výkonem společnosti, je naprosto legitimní. Navržený systém odměňování se blíží systému, kterým pracuje státní správa, což jistě není optimální.

Celkově se zdá, že vyhláška je slepena ze dvou částí - jedné regulující platovou politiku společností a druhé, která se týká principů managementu rizika a kapitálové přiměřenosti. Zatímco druhá část je procesní, týká se pravidel sekuritizace a pouze přesněji definuje požadavky, které mají mít firmy zaneseny ve svých vlastních interních předpisech v rámci best practices, první část je obskurní, mikromanažerská a s výjimkou čirého populismu není zřejmé, proč byla Evropskou unií navržena.

Co se efektivity z procesního pohledu, a tedy možnosti regulovaného subjektu se regulací vyhnout, týká, je situace opět nejednoznačná. Je jistě pozitivem, že povinné subjekty se nemohou vyhnout dopadu pomocí vyvedení části odměňovací složky do off-shorových center, a i možnost vyhnout se regulaci pomocí outsourcingu je řešena § 11 a výrazně limitována. Na druhou stranu vyhláška nereguluje společnosti typu private equity, které sice podnikají na vlastní účet ve smyslu obchodního zákoníku, nicméně jsou pouze správcovskou společností pro své kvalifikované investory. Dále nejsou regulováni hedgeové fondy ani entity sice podnikající na území Evropské unie, ale domicilované¹⁴⁴ mimo Evropskou unii.

Jednoznačně pozitivní je naopak § 10¹⁴⁵, který nařizuje archivaci všech klíčových rozhodnutí týkajících se oblasti regulované vyhláškou. Toto nařízení výrazně sníží transakční náklady pro případ nutné rekonstrukce provedených rozhodnutí a umožňuje snazší monitoring managementu z pohledu akcionářů tj. kvalitnější corporate governance.

Taktéž povinnost nastavit etický kodex, jeho vliv na pracovní postupy zaměstnanců a vymáhání těchto pravidel je jednoznačně krok správným směrem. Fakt, že pravidla může stanovit společnost sama, dává dostatečnou flexibilitu při stanovování efektivních pravidel, která příliš nezatěžují fungování společnosti.

Dále je jistě velmi pozitivní § 15 odstavec (6)¹⁴⁶ který upozorňuje na nutnost sladění systémů řízení s celkovou strategií firmy. Takovéto vymezení doposud v českých právních normách

¹⁴⁴ Zavedená judikatura Evropského daňového práva často operuje s termínem „Effective management“

¹⁴⁵ Povinná osoba musí zabezpečit, aby veškeré schvalovací a rozhodovací procesy a kontrolní činnosti včetně souvisejících odpovědností, pravomocí a vnitřních předpisů bylo možné zpětně vysledovat (rekonstruovat). K zabezpečení tohoto požadavku slouží též systém uchování informací, který povinná osoba musí zavést a udržovat.

¹⁴⁶ Představenstvo zajistí, aby byly uplatňovány takové postupy řízení, které vedou k zamezení nežádoucích činností, zejména upřednostňování krátkodobých výsledků a cílů, které nejsou v souladu s naplňováním celkové

chybělo. Na případové studii Enron (viz. výše) si připomeňme, že vlivem preference krátkodobých výsledků došlo k odklonu od celkové strategie společnosti a firma zaměřená na podnikání v oblasti energetiky a telekomunikací se takřka ze dne na den stala spekulantem s deriváty. Jednalo se o jasný odklon od dlouhodobé strategie společnosti. Ustanovení § 18 odstavec (1) pak dále rozvádí povinnost vrcholového vedení firmy implementovat strategie nastavené představenstvem¹⁴⁷.

Bohužel vyhláška blíže nedefinuje co je to strategie. Jedná se o zapsaný předmět podnikání v obchodním rejstříku dle požadavků obchodního zákoníku? Tato definice by stačila na zabránění postupu managementu v případě Enron který byl extrémem, ale jinak pravděpodobně není dostatečná. Bližší definování pojmu strategie firmy, jeho vyjádření v interních dokumentech společnosti, komunikace této strategie a případné její změny vůči akcionářům by představovalo zásadní kvalitativní posun.

Za naprosto klíčová považuji ustanovení § 16 odstavec (1) f)¹⁴⁸ o vyhodnocování zásad zamezujících střetu zájmů, § 18 odstavec (2)¹⁴⁹ o organizačním uspořádáním nepřipouštějícím střet zájmů, doplněné o § 20 odstavec (1)¹⁵⁰ o průběžném sledování oblastí s potenciálním střetem zájmů a § 20 odstavec (5)¹⁵¹ o nezávislé interní kontrole zaměřené na střet zájmů.

strategie, systém odměňování, který je nepřiměřeně závislý na krátkodobém výkonu, nebo jiné postupy, které umožňují zneužití zdrojů nebo zakrývání nedostatků.

¹⁴⁷ Vrcholné vedení odpovídá za realizaci představenstvem schválených strategií, zásad a cílů včetně rozpracování postupů pro jejich naplňování a každodenní vedení povinné osoby.

¹⁴⁸ Představenstvo schvaluje a pravidelně vyhodnocuje zásady systému vnitřní kontroly včetně zásad pro zamezování vzniku možného střetu zájmů a zásad pro compliance

¹⁴⁹ Vrcholné vedení odpovídá za udržování funkčního a efektivního organizačního uspořádání včetně oddělení neslučitelných funkcí a zamezování vzniku možného střetu zájmů.

¹⁵⁰ Povinná osoba zajistí, aby orgánům, jejich členům a dalším zaměstnancům, útvarům a výborům, pokud jsou zřízeny, byly na všech řídicích a organizačních úrovních přidělovány odpovědnosti a pravomoci tak, aby bylo dostatečně zamezeno vzniku možného střetu zájmů. Oblasti, kde existuje možnost vzniku střetu zájmů, jsou včas identifikovány. Postupy jsou stanoveny tak, aby omezily možnosti střetu zájmů. Oblasti střetu zájmů a oblasti jeho možného vzniku jsou také předmětem průběžného nezávislého sledování.

¹⁵¹ Povinná osoba zajistí odpovídající nezávislost výkonu vnitřní kontroly vzhledem k povaze, předmětu a významu kontroly a zamezení střetu zájmů při zajišťování všech kontrolních mechanismů včetně kontroly compliance. Výkon vnitřního auditu je nezávislý na veškerých výkonných činnostech.

Obecně se jedná o zásady, které:

- 1) vytvoří organizační strukturu a systém pracovních úkolů a pravomocí bez přirozených střetů zájmů,
- 2) úkolují vedení společnosti pravidelně monitorovat přirozené oblasti střetu zájmů, a to ideálně nezávislou kontrolou a
- 3) vyžadují, aby byla vytvořena vnitřní kontrola nezávislá na exekutivě.

Zamezení střetu zájmů je klíčové pro kvalitní corporate governance. Z pohledu transakčních nákladů se nejedná o zásadní výdaje a naopak včasná identifikace těchto oblastí pomůže firmám zvýšit ekonomickou výkonnost. Z pohledu výše zmíněné teorie kontroly se tedy jedná jednoznačně o pozitivní regulaci, která snižuje náklady na kontrolu nad míru, kterou zatěžuje povinný subjekt. Oblast střetu zájmů byla dlouhodobě podceňována jak v amerických, tak i evropských firmách, o českých reáliích nemluvě.

8 Závěr práce

Tato diplomová práce se věnovala multidisciplinárnímu a velmi aktuálnímu tématu finanční stability s geopolitickým zaměřením na země Evropské unie a to ve světle probíhající finanční krize. Cílem bylo na jedné straně popsat integrační a regulační vývoj monetární regulace v Evropě a na druhé straně analyzovat hlavní regulační (tj. právní) příčiny finanční krize. Závěrečná analýza měla spojit tato témata, probrat reakce zemí Eurozóny na probíhající finanční krizi a za pomoci analytického aparátu ekonomické analýzy práva zhodnotit efektivitu přijatých a plánovaných právních norem ve vztahu k určeným cílům.

V kritickém zhodnocení literatury a zdrojů jsem rozřídil relevantní literaturu do sedmi skupin, což usnadnilo orientaci a provedení vhodné syntézy. Z důvodů aktuálnosti tématu jsou pro tuto práci klíčové primární zdroje.

V navazující části jsem definoval klíčové pojmy finanční stability a monetární suverenity, jejichž ukotvení nám umožnilo vymezení analytické oblasti této práce.

V třetí části jsem provedl detailní analýzu selhání jak právních regulací, tak i interních regulací ve smyslu corporate governance, které způsobily světovou finanční krizi. Výsledky detailní analýzy klíčových zákonů a deregulací v USA, spolu s použitím teorie kontroly korporací Jensena a Meclinga (jmenovitě jejich interpretace tzv. principal-agent theory), poukázaly na potenciální "viníky", kterými jsou následující:

- Nemovitostní bublina nastartovaná do značné míry vládními zásahy
- Slabý management rizik, expozice vůči hrozbám morálního hazardu a podvodné chování subjektů investičního bankovníctví
- Nedostatečný právní rámec corporate governance finančních institucí
- Nové neregulované finanční produkty (deriváty)
- Selhání ekonomických predikcí vlivem asymetrie informací
- Fiskální systém a centrální bankovníctví v zajetí politických zájmů s deficitem dlouhodobých priorit a koncepčních řešení systémových nedostatků.

Tyto ekonomicko-právní fenomény byly akcelerovány nevhodnými právními normami a to jak na straně vládních direktiv, které vyvolaly tržní nerovnováhu, tak zejména na straně nedostatečné regulace, která zaostala za rychlým vývojem finančních trhů a jejich vysoce sofistikovaných produktů. Jednalo se zejména o právní normy v následujících oblastech:

- Deregulace investičního bankovníctví – Gramm-Leach-Blileyův zákon
- Deregulace investičního bankovníctví – Net capital rule
- Institucionalizovaný morální hazard – Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act 152
- Rezignace vůči účinné regulaci finančních derivátů – selhání volné ruky trhu
- Umožnění vyvádění toxických aktiv mimo auditované účetnictví
- Do Evropy pak byla krize přenesena mimo jiné díky deficitní fiskální politice vlád, která se opírala zejména o půjčky v zahraničí. Jedná se tudíž o naprosté selhání Paktu stability, který je jádrem udržitelnosti politiky jednotné měny v EMU.

Čtvrtá analyticko-deskriptivní část se věnuje vývoji mezinárodní regulace v oblasti finanční a monetární politiky. První subkapitola je věnována celosvětovému Bretton-Woodskému uspořádání a jeho limitům udržitelnosti. Druhá subkapitola detailně mapuje evropskou monetární integraci a regulaci, jakožto evropského nástupce Bretton-Woods. Po stručném politické úvodu jsou detailně diskutovány problémy Evropského monetárního systému, Delorovy zprávy a Maastrichtské dohody.

Pátá a závěrečná část využívá závěry třetí a čtvrté části. Popisuje a hodnotí reakci Evropské unie (respektive vedení EMU) na stávající finanční krizi ve světle svého historického vývoje a známých příčin finanční krize. Práce se specificky věnuje Fondu solidarity (European Financial Stability Facility), paktu pro Euro i doporučením Basilejského výboru bankovního dohledu (Basel Committee of Banking Supervision) a to až do doporučení třetího pilíře Basel II, která jsou podrobně analyzována.

Kvantitativní analýzou jsem v práci došel k závěru jak o neudržitelnosti Maastrichtských kritérií, tak nefunkčnosti Paktu stability a růstu. Zajímavým zjištěním byl fakt, že země uvnitř EMU vykazují jak horší plnění požadovaných ukazatelů, tak jejich výraznější zhoršování nežli země ERM II před vstupem do EMU. Toto prokazuje systémovou přítomnost morálního hazardu v jednání klíčových finančních subjektů, kterému se způsob řízení Evropské monetární unie nedokázal vyhnout. Tento mechanismus byl popsán výše jako spouštěč finanční krize.

¹⁵² Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, 1980

Samostatná subkapitola je věnována nástrojům restrukturalizace suverénních dluhů, včetně navrženého scénáře pro dlouhodobě nevyhnutelnou restrukturalizaci řeckého dluhu.

Z pohledu České republiky je provedena analýza vyhlášky č. 123/2007 Sb. o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, kterou se implementuje Směrnice Evropského parlamentu a Evropské rady 2010/76/EU a to včetně detailní analýzy efektivity jednotlivých ustanovení směrnice s dopadem na řízení dotčených společností.

Hlavním přínosem práce je vlastní a původní propojení mezi analýzou právních příčin světové finanční krize, historickým vývoje evropských regulací a analýzou ex post přijatých opatření Evropské unie (resp. Eurozóny), včetně analýzy efektivity přijatých opatření ve vztahu k historickým cílům Evropské unie. Výše zmíněná velmi aktuální oblast byla doposud výzkumnou literaturou opomíjena a tato diplomová práce tak představuje jednu z prvních akademických analýz právních reakcí na finanční krizi.

Závěrem práce je, že většina přijatých nebo navrhovaných opatření, jako je například Fond solidarity, řeší pouze důsledky, ale nikoliv příčiny finanční krize a velká část navrhovaných opatření má jen povahu dočasného odložení náprav hloubkových problémů. Zásadní institucionální příčiny krize, kterými jsou mimo jiné morální hazard, informační asymetrie způsobená vysoce sofistikovanými finančními produkty, selhání corporate governance a propojení mezi veřejnou politikou a soukromými zájmy „businessu“, nejsou bohužel řešeny dostatečně.

8.1 Doporučení de lege ferenda a okruhy k dalšímu výzkumu

Zákonodárci Evropské unie by se měli zaměřit na legislativu podporující snižování informační asymetrie, zabraňující morálnímu hazardu a obecně zlepšující corporate governance. Příliš konkrétní doporučení mohou být vždy obejita, legislativa by se tedy měla zaměřit hlavně na obecné principy corporate governance, tak jak to vyplývá ze závěrů z teorie řízení a kontroly.

Řízení rizik by neměla podléhat outsourcingu mimo regulované společnosti a to ani formou ratingových agentur. Přímá a osobní zodpovědnost vrcholného vedení firem včetně tzv. beneficiary owners za procesně špatné řízení rizika, nebo dokonce podvodné chování, by měla být automatická. Výrazné zvýšení trestních postihů¹⁵³ je v souladu s nejnovějšími

¹⁵³ Výše zmiňovaný Bernard Madoff dostal v USA trest odnětí svobody na 150 let a propadnutí majetku

poznatky ekonomické analýzy práva v oblasti trestního práva a mělo by být reflektováno v nových právních normách.

Pro další výzkum bych doporučil otázku míry regulace fiskální politiky vlád a právní možnosti restrukturalizace suverénního dluhu. Klíčovou otázkou je právní rámec státního bankrotu, restrukturalizace suverénních dluhů, stabilizačních fondů, vystoupení z EMU nebo dokonce následků rozpadu Eurozóny. Vzhledem k současnému vývoji je považuji za klíčové a aktuální, navíc v dostupné literatuře chybí výzkum analyzující výše uvedené otázky ve světle finanční krize.

9 Seznamy

9.1 Tabulky

Tabulka 1 Klasifikace systémů regulace a dozoru podle osmi hledisek	56
---	----

9.2 Grafy

Graf 1 Vývoj „špatných“ hypotéčních úvěrů v USA	19
Graf 2 Podíly deficitů státních rozpočtů na HDP členských států EU-27 v roce 2010.	51
Graf 3 Podíly veřejných dluhů členských států EU-27 na HDP států, celkový dluh ke konci roku 2010.	51
Graf 4 Vývoj veřejného dluhu Evropské unie a Eurozóny v letech 1999 a 2010	52

9.3 Obrázky

Obrázek 1 Anekdota o morálním hazardu	21
---	----

10 Použitá literatura

10.1 Odborné publikace

Arner D., Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law, Cambridge University Press, 2007

Baldwin R., Gros D., Laeven L., Completing the Eurozone rescue: What more needs to be done?, VOX, 17. 5. 2010

Baldwin R., Wyplosz Ch., Ekonomie evropské integrace, Grada publishing

Bideleux R., Jeffries I., A History of Eastern Europe: Crisis and Change. Londýn, Routledge, 1998

Brodský J., Prvních sto dní s Lisabonskou smlouvou, Newsletter Centrum pro Ekonomiku a Politiku, duben 2010

Buiter, W. et al., Global Economics View: The Debt of Nations, Citigroup report, 2011

Buti M., Fiscal Discretion and Elections in the Early Years of EMU, Journal of Common Market Studies, Vol. 42, No. 4, 2004

Buti M., The Euro: Past Successes and New Challenges", National Institute Economic Review, No. 208, 2009

Buti M., The Second Decade of Economic and Monetary Union: Before and After the Crisis", Revue d'Économie et Financière, No. 96, 2010

Dunn, W. N.. Public Policy Analysis. An Introduction, Pearson Prentice Hall

Dvořák, P., Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. vydání. Praha: Linde Praha, a. s. – Právnické a ekonomické nakladatelství Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka, 2005

Javelle F., The Interinstitutional Agreement of 17 May 2006 and 2005-2009 budgetary procedures, Brussels, 2009

Kolektiv: Pocta prof. JUDr. Milanu Bakešovi DrSc., k 70. Narozeninám. Praha: Leges, 2009

Goebel R., European Economic and Monetary Union: Will the EMU Ever Fly?, Columbia Journal of European Law 249, 1998

Gold J., A Report on Certain Legal Developments in the International Monetary Fund, World Association of Lawyers, Washington DC, 1976

Hámpel M., Osm poznámek na okraj krize eurozóny, Newsletter Centrum pro Ekonomiku a Politiku, červenec 2010

Jensen, M. C., Meckling, W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976

Landers W., Posner R., The Influence of Economics on Law: A Quantitative Study, 36 J.

Law & Economics, 1993

Lastra R. M.: Legal Foundations of International Monetary Stability. Oxford, Oxford Univ. Press, 2006

Lastra M., The Independence of the European System of Central Banks, Harvard Law Journal 475, 1992

Lhabitant F., Handbook of Hedge Funds, Wiley, John & Sons, 2007

Ochrana F., Pavel J., Vítek L. a kolekti, Veřejný sektor a veřejné finance, Grada publishing, 2010

Nixon S., Basel falls short on bank – capital rules, The Wall Street Journal, 28. 1. 2011

Olivares-Carminal R., Legal Aspects of Sovereign Debt Restructuring, Sweet&Maxwell, Thomson Reuters Legal, 2009

Pavlát V., Regulace a dozor nad kapitálovými trhy, Praha, 2004

Pereira J., Economic restructuring and the European Monetary Union, Comparative Law Review 45, 2001

Plechanovová B., Fidler J.: Kapitoly z dějin mezinárodních vztahů 1941 – 1995. Praha, Institut pro středoevropskou kulturu a politiku, 1997.

Polouček, S. a kol. Bankovníctví. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006

Posner R. A., The Economical Analysis of Law, Boston, Toronto, London, 1992

Schinasi J., Defining Financial Stability, IMF working paper, 2004

Stiglitz J., The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?, Critical Review, Vol. 21, No. 2-3, July 2009

Tomšík V., Současný stav eurozóny není překvapením, Newsletter Centrum pro Ekonomiku a Politiku, březen 2010

Triffin R., Gold and Dollar Crisis, Yale University Press, 1960

Ware, D., Basic Principles of Banking Supervision. London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 1996

White L. H., Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money. Cato Institute, Washington, 1989

White L. H., The Theory of Monetary Institutions, Blackwell, Oxford, 1999

Wood, P., International Loans, Bonds and Securities Regulation. London: Sweet and Maxwell, 1993

Wyplosz Ch., And now? A dark scenario, VOX, 2010

Zamrazilová E., Veřejné finance v dluhové pasti, Newsletter Centrum pro Ekonomiku a Politiku, duben 2010

10.2 Populární publikace

Benda V., Evropský fond a výstřel z Aurory, E15, 17.12 2010

Dalton M., Stephen F., Bigger capacity for bailout fund, The Wall Street Journal, 30. 1. 2011

Figlewski S., Forbes-Geithner's Plan for Derivatives. Forbes, May 1, 2010

Fukuyama F., Konec dějin a poslední člověk, Rybka Publishers, Praha, 2002

Fule Š., Poučení z Řecka? Posílit kontrolní moc Bruselu, E15, 6. 5. 2010

Krugman, Paul, Revenge of the Glut, The New York Times, March 2, 2009

Houska O., Summit EU: Eurozóna na rozcestí, E15, 26. 3. 2010

Macháček J., Krize evropských bank, nebo krize eura?, Respekt, 20. 1. 2011

Macháček J., Zombie státy, Respekt, 18.1 2011

Pajas P., Rossiter T.: O Evropské unii. Praha, Ministerstvo zahraničních věcí České republiky, 2000.

Pečenka M., Luňák P. a kol.: Encyklopedie moderní historie, Praha, Nakladatelství Libri, 1999.

Sobota J., Okolo horké kaše, Respekt, 22-28. Listopad 2010

Šonka J., Sebeizolace jako folklor, E15, 25. 6. 2010

10.3 Primární právní zdroje, právní normy a komentáře a zprávy přípravných výborů k právním normám

Articles of Agreement of the IMF, December 27, 1945

Basel Committee on Banking Supervision, Basel Core Principles, 2006

Conclusion of the Hanover European Council, 28. June 1988

Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, 1980

Evropská Komise, European Union Public finance, Brussels, 2009

Evropská Komise, Financial Programming and Budget, Brussels, 2009

Evropská Komise, práva skupiny na vysoké úrovni pro finanční dohled v EU zveřejněná dne 25. února 2009 (Larosierova zpráva)

European Systemic Risk Board

Financial Inquiry Crisis Report, FCIC Report, z 27. ledna 2011

International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework, Comprehensive Version. Basel Committee on Banking Supervision, June 2006

Jean Monnet Report, květen 1950

Ministerstvo Financí, Tvorba a schvalování rozpočtu EU (2002-2008), Praha, 2008

Nařízení Rady č. 1103/97/ES, o některých ustanoveních týkajících se zavedení Eura

Nařízení Rady č. 2866/98, o směnném poměru mezi eurem a měnami členských států přijímajících Euro (on the conversion rates between the euro and the currencies of the Member States adopting the euro)

Prováděcí nařízení č. 1287/2006 k směrnici o trzích s finančními nástroji

Rezoluce OSN č.1483/03

Second Amendment of the IMF Articles of Agreement of 1 April 1978

Směrnice 88/361/EHS ze dne 24. června 1988

Směrnice č. 2003/6/ES o zneužívání trhu

Směrnice č. 2003/125/ES o implementaci směrnice č. 2003/6/ES o zneužívání trhu

Směrnice Rady č. 89/299/EHS, o vlastních zdrojích úvěrových institucí (on the own funds of credit institutions) Zrušeno směrnicí č. 12/2000

Směrnice Rady č. 89/647/EHS, o solventním poměru úvěrových institucí (on a solvency ratio for credit institutions) Zrušeno směrnicí č.12/2000

Směrnice Rady č. 93/6/EHS, o kapitálové přiměřenosti investičním podniků a bank (CAD I), ve znění zejména její novely, směrnice č. 98/31/EHS (CAD II). Zrušeno směrnicí č. 49/2006

Spojené státy americké, Federal Reserves Act, 1913

Spojené státy americké, Foreign Sovereign Immunities Act, 1976

Spojené státy americké, Gramm-Leach-Bliley Act, 1999

State Immunity Act, 1978, United Kingdom

Úřední sdělení ČNB k výkonu činnosti banky, družstevní záložny a obchodníka s cennými papíry na finančním trhu – odměňování ze dne 22. prosince 2010

Usnesení Rady a zástupců vlád členských států ze dne 21. března 1972 o uplatňování rezoluce dne 22. března 1971 a o postupném dosažení hospodářské a měnové unie Společenství

Usnesení Evropské rady z 5. prosince 1978 o zřízení Evropského měnového systému (EMS) a souvisejících záležitostí, In: Bulletin Evropských společenství. Prosinec 1978, č. 12

Vyhláška Ministerstva financí č. 323/2002 Sb., o rozpočtové skladbě

Vyhláška 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

Vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

Zákon č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů

Zákon 128/2000 Sb., o obcích

Zákon č. 531/1990 Sb., o územních finančních orgánech

Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách

Zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech

Zákon č. 96/1993 Sb., o stavebním spoření

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon

Zákon č. 433/2010 Sb. o státním rozpočtu České republiky na rok 2011

Zpráva předsedy pracovní skupiny k finančním trhům 1998

Zpráva Rady a Komise o postupném dosažení hospodářské a měnové unie Společenství, příloha Bulletinu Evropských společenství, Listopad 1970

10.4 Elektronické zdroje

Bloomberg-Bank Hidden Junk Menaces \$1 Trillion Purge, Bloomberg, March 25, 2009

http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601039&sid=akv_p6LBNldw&refer=home

ČNB, Bankovní dohled, dostupný z: <http://www.cnb.cz>.

The Bundesbank at http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zinsen.en.php#geldmarkt

The Eurostat database

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database

The Irish Stock Exchange at <http://www.ise.ie/app/bonddailyindex.asp> .

The World Databank at <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do>

<http://www.bis.org/speeches/sp101109a.htm>

<http://roomfordiscussion.wordpress.com/2010/11/11/basel-iii-is-insufficient-for-financial-stability/>

http://www.cnbc.com/id/40767108/Basel_III_and_its_Discontents

10.5 Ústní zdroje a proslovy

Bernanke B., Four Questions about the Financial Crisis, At the Morehouse College, Atlanta, Georgia, April 14, 2009

Tůma, Z. Web ČNB: Bankovní dohled [citováno 7. března 2007]. Dostupný z: <http://www.cnb.cz>.

10.6 Judikáty

Rozsudky Nejvyššího soudu Spojených států ze dne 18. února 1935 ve věci Perry v. United States, 294 U.S. 330, Nortz v. United States, 294 U.S. 317, a Norman v. Baltimore & Ohio Railroad Co., 294 U.S. 240

Rozsudek Nejvyššího soudu Spojených států ze dne 12. června 1992 ve věci Weltover Inc. v. Republic of Argentina, 504 U.S. 607

Rozsudek Evropského soudního dvora ze dne 14. července 1981 ve věci Zuchner vs. Bayerische Vereinsbank, č. 172/80

Rozsudek Evropského soudního dvora roku 2003 ve věci 11/00 OLAF, Commission of the European Communities v European Central Bank, č. 11/00

Rozsudek Evropského soudního dvora ze dne 10. července 2003 ve věci Komise Evropských společenství proti Evropské centrální bance, č. C-11/00

11 Resumé a klíčová slova

11.1 Resumé

Tato práce si klade za cíl označit a analyzovat hlavní zdroje ekonomicko-právních nástrojů a procesů, které způsobily finanční krizi ve světě a v Evropě, a dále analyzovat vývoj reakcí v podobě regulačních nástrojů vlád, centrálních bank i soukromého sektoru. Pozornost je věnována i následným dopadům krize, tj. neúměrným státním deficitům, a to jak deklarovaným, tak skrytým. Pro pochopení aktuální situace je popsán a analyzován historický vývoj na poli monetární regulace se zvláštním zaměřením na monetární regulaci a integraci v Evropě, na který stávající opatření reagující na finanční krizi navazují. Zvláštní pozornost je věnována reakcím zemí EU a Eurozóny na šířící se finanční nestabilitu.

Závěrem práce je, že většina přijatých nebo navrhovaných opatření, jako je například Fond solidarity, řeší pouze důsledky, ale nikoliv příčiny finanční krize a velká část navrhovaných opatření má jen povahu dočasného odložení náprav hloubkových problémů. Zásadní institucionální příčiny krize, kterými jsou mimo jiné morální hazard, informační asymetrie způsobená vysoce sofistikovanými finančními produkty, selhání corporate governance a propojení mezi veřejnou politikou a soukromými zájmy businessu, nejsou bohužel řešeny dostatečně.

11.2 Klíčová slova

Finanční stabilita, monetární integrace, restrukturalizace suverénního dluhu, finanční krize, morální hazard, corporate governance

11.3 Abstract

Regulations and legal instruments of financial stability of members of the EU and Eurozone

This thesis aims to find and analyze the main sources of economical and legal tools that caused the world financial crisis and further on analyze the following legal actions of governments, central banks and well as of the private sector. Both the declared and hidden deficits are followed with caution. For understanding of the current situation the historical development within the field of monetary integration in Europe is both described and

analyzed. A special attention is dedicated to reactions following the financial instability of both EU and the Eurozone.

The result is as follows, most of the adopted financial regulations like for example European Financial Stability Facility reacts only on the results but not on the sources of the financial crisis and most of the proposed regulations aims just to postpone the root of the problem. The key institutional causes of the crises, among others moral hazard, information asymmetry caused by complex financial derivatives, failure of corporate governance and connection between politics and private interests of the top business remains unfortunately unsolved.

11.4 Keywords

Financial stability, monetary integration, sovereign debt restructuring, financial crisis, moral hazard, corporate governance