REGULACE A DOZOR NAD FINANČÍMI TRHY

(se zaměřením na problematiku teoretických problémů regulace a dozoru nad finančními trhy, regulace a dohledu nad bankami, regulace a dozoru nad obchodníky s cennými papíry a subjekty kolektivního investování a finančního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění)

SBORNÍK Z MEZINÁRODNÍ KONFERENCE

24. – 25. června 2003

Kolektiv autorů
Regulace a dozor nad finančními trhy
Sborník z konference (1. vydání)

© Vysoká škola finanční a správní, o. p. s.
Sazba a tisk: PrintActive s.r.o.

ISBN 80-86754-04-9

OBSAH

Informace o průběhu konference 4
Zahajovací projev rektora VŠFS Prof. PhDr. Vladimíra Čecháka, CSc. 7
Z projevů partnerů konference 8

I. Teoretické a praktické problémy regulace a dozoru nad finančními trhy
Vladislav Pavlát: Regulace a dozor nad finančními trhy ve světě: současný stav a výhled do budoucna 10
Helena Čacká: Regulace a vypořádání obchodů 19
Mária Hurajová: Skúsenosti bratislavskej burzy v oblasti regulácie a dozoru 20
Antonín Kubíček: Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo ještě něco jiného? 27
Vladimír Hollmann: Regulace a dozor nad kapitálovým trhem z pohledu BCPP, a.s. 32
Václav Liška: Samoregulace na kapitálovém trhu 34
Jaroslav Šulc: Vývoj názorů na integraci dozoru nad finančními trhy 40
Luděk Tesař: Záměr zákona o státních regulačních úřadech 46
Závěry z jednání I. sekce 47

II. Regulace a dohled nad bankami
Věra Mašindová: Institucionální uspořádání regulace a dohledu nad finančním trhem v České republice z pohledu ČNB 48
Ivan Babouček: Koncepce regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních produktů a služeb 55
Závěry z jednání II. sekce 58

III. Postavení Komise pro cenné papíry a investiční chování domácností a ochrana investorů
Zdeněk Husták: Postavení Komise pro cenné papíry v rámci regulatorní struktury tuzemského finančního trhu 60
Petr Musílek: Investiční chování domácností a ochrana investorů 64
Dušan Katonak: Postavenie a úloha dozorného orgánu v SR 73
Vladimír Skalný: Úloha BCPP, a.s. jako regulátora 79
Závěry z jednání III. sekce 80

IV. Finanční dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění
Václav Křivohlávek: Státní dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění 81
Jaroslav Vostatek: Několik poznámek k regulaci a dozoru nad pojišťovnictvím a penzijním připojištění 90
Jaroslav Mesršmíd: K dalšímu vývoji regulace a státního dozoru v pojišťovnictví 93
Závěry z jednání IV. Sekce 94
Závěrečné slovo *RNDr. Petra Budinského, CSc.* 94

Seznam referátů a koreferátů 95

Seznam účastníků mezinárodní konference 97

Informace o průběhu konference

Mezinárodní konference VŠFS „Regulace a dozor nad finančními trhy“ Praha, Kongresové centrum ČNB 24. - 25. 6. 2003

Konference s mezinárodní účastí, kterou ve dnech 24. - 25. 6. 2003 o této problematice uspořádala Vysoká škola finanční a správní ve spolupráci s Ministerstvem financí ČR, Českou národní bankou a Komisí pro cenné papíry, navázala na konferenci „Nová legislativní úprava finančních trhů v ČR“, kterou VŠFS uspořádala v listopadu 2000.

Konference měla široký záběr: dotkla se základních otázek vznikající teorie regulace a dozoru nad finančními trhy, informovala o současném stavu orgánů regulace a dozoru ve světě a projednala řadu aktuálních otázek praxe v ČR. Význam konference byl podtržen nejen účastí významných představitelů výše uvedených institucí, ale i oficiální účastí ze Slovenské republiky.

Konferenci zahájila generální ředitelka VŠFS Dr. Bohuslava Šenkýřová, která přivítala všechny přítomné z ČR i ze zahraničí a poděkovala partnerům. Celou konferenci moderoval prorektor RNDr. Petr Budinský, CSc.

Konferenci zahájil úvodním vystoupením rektor VŠFS *Prof. PhDr. Vladimír Čechák, CSc.*, který zdůraznil význam regulace a dozoru pro finanční trhy v ČR a vyslovil naději, že konference přispěje k hledání nových cest vedoucích ke zdokonalování této činnosti.

Jako partneři konference vystoupili *Ing. Petr Koblic* (v zastoupení Ing. Věslava Michalika, CSc., člena představenstva a výkonného ředitele HVB Bank), *Ing. Jaroslav Kulhánek*, předseda představenstva a generální ředitel Pojišťovny České spořitelny, *Ing. Pavel Hollmann, MBA*, generální tajemník BCPP, a.s., *Ing. Helena Čacká*, generální ředitelka UNIVYC, a.s. a *Ing. Pavel Štěpánek, CSc.*, vrchní ředitel a člen bankovní rady České národní banky.

Na konferenci bylo předneseno šest hlavních referátů provázených koreferáty a množství dalších diskusních vystoupení ve čtyřech sekcích a na plénu. Konference se zúčastnilo na 100 účastníků, vesměs odborníků z praxe. Na konferenci byli zastoupeni také vybraní posluchači třetího ročníku oboru bankovnictví a pojišťovnictví z VŠFS.

Referát *Doc. Ing. Vladislava Pavláta, CSc.* (Katedra bankovnictví a pojišťovnictví VŠFS) podal přehled o současném stavu systémů regulace a dozoru nad finančními trhy ve světě a výhledu jejich vývoje. Historie vývoje těchto systémů byla ilustrována řadou statistických údajů, z nichž mj. vyplývá, že nejvíce systémů vzniklo teprve během 90tých let. Dnes existují ve 137 státech. V referátu byla navržena multikriteriální klasifikace systémů, umožňující posuzovat povahu konkrétních systémů. Po věcné stránce se regulační systémy budou více věnovat problematice derivátů a finančních systémů. Ve střednědobém horizontu se očekává další růst objemů finančních trhů, avšak dlouhodobě může nastat kontrakce kapitálových trhů spojená s oslabení penzijních a investičních fondů a s růstem významu bankovních úvěrů. Lze očekávat vznik dalších mega-regulátorů. Dlouhodobou tendencí je růst složitosti systémů, zvýšení významu seberegulace a posílení snahy o vytváření mezinárodních standardů.

Referát *Doc. Ing. Antonína Kubíčka, CSc.* (prorektor VŠFS) nazvaný „Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo něco jiného?“ otevřel řadu nedořešených otázek vznikající teorie regulace a dozoru a vyslovil se zároveň i k praktickým otázkám v oblasti regulace a dozoru v ČR. Rok 2003 je rokem nadcházejících změn v organizaci systému regulace a dozoru v ČR (proto „rozcestí“). Při přípravě však nutno varovat před chybnými kroky („scestí“), které by vedly k přeregulaci. Objektivně směřuje vývoj ke vzniku integrace regulátorů, přičemž v novém systému nutně důležitou úlohu bude hrát bankovní dohled. Jedním z negativních jevů na českém finančním trhu je nebezpečí šíření pseudoinformací ve sdělovacích prostředcích (označené za „informační terorismus“). Dlouhodobým trendem vývoje regulačních a dozorových systémů je sice jejich rostoucí složitost, avšak nikoliv růst regulace. V závěru referátu doc. Kubíček zdůraznil, že z hlediska dalšího vývoje finančního trhu v ČR je žádoucí objektivně popsat a analyzovat jeho vznik v 90tých letech, který předurčil i směr jeho současného vývoje.

Společnou nití obou uvedených referátů bylo zdůraznění potřeby, aby další rozvoj systémů regulace a dozoru vedl nejen k jejich větší složitosti (vyvolané věcným rozvojem finančních trhů), ale i k jejich větší praktické účinnosti včetně zrychlení reakce na zjištěné nedostatky na finančních trzích, ke snížení nákladů a zvýšení transparentnosti. Koreferáty přednesené k oběma referátům upozornily na další závažné problémy.

Ing. Helena Čacká (ředitelka UNIVYC, a.s.) vyzvedla význam vypořádání obchodů na finančních trzích a poukázala na úkoly v této oblasti při vstupu ČR do EU. *Ing. Mária Hurajová* (generální tajemnice bratislavské Burzy cenných papírů) otevřela otázku řešení cenových manipulací při burzovních obchodech a osvětlila způsob, kterým tyto otázky řeší bratislavská burza. *Ing. Vladimír Hollmann, MBA* (generální tajemník BCPP, a.s.) zdůraznil myšlenku, že regulace finančních trhů má sloužit účastníkům těchto trhů a vyslovil se pro zachování sektorových regulátorů. *Doc. Ing. Václav Liška, CSc.* (PF UK) se zabýval otázkou úkolů seberegulujících organizací a zdůraznil jejich nezastupitelnou roli na finančních trzích.

Náměstek ministra financí České republiky *Ing. Jaroslav Šulc, CSc.* se ve svém referátu podrobně zabýval vývojem orgánů regulace a dozoru a jejich úkoly ve světě a ČR. Odůvodnil myšlenku účelnosti integrace dozorů v ČR vedenou snahou po odstranění duplicit, po zavedení jednotného monitorování a vyšší transparentnosti. Dnešní model oddělených dozorů v ČR se příliš neosvědčil. Nový model integrovaného dozoru by měl být založen na přesnějším vymezení regulace a dozoru, na financování dozoru z příspěvků regulovaných organizací a na politické, finanční a organizační nezávislosti regulačních a dozorových orgánů. Budování nového modelu je spojeno i s určitými riziky, mj. s nebezpečím nevhodného zpolitizování problému a ze značného rozsahu legislativních prací. Nám. min. J. Šulc dále konferenci seznámil s tím, že ministerstvo financí ČR předkládá v nejbližší době do vlády návrh na vytvoření integrovaného systému regulace a dozoru nad finančními trhy v ČR.

V referátu *Ing. Věry Mašindové* (vrchní ředitelky odboru bankovního dohledu ČNB) byly otázky regulace a dozoru analyzovány z pohledu ČNB.V systémech regulace ve světě je všude úloha centrálních bank velmi významná. Vzhledem k tomu, že na finančních trhu ČR má rozhodující podíl bankovní sektor, je nezbytné zachovat odpovědnost centrální banky za bankovní dohled. Z pohledu ČNB má restrukturalizaci orgánů regulace a dohledu v ČR předcházet důkladná analýza faktorů pro i proti integraci v podmínkách českého finančního trhu a také odborná diskuse regulátorů o vhodném modelu ještě před tím, než vláda rozhodne o případných změnách. Tím spíše, že neexistuje jeden optimální model a priori. V. Mašindová

svou argumentaci podepřela analýzou vztahů mezi dosavadními orgány dozoru v ČR a kromě toho také řadou zajímavých statistických údajů z bankovního sektoru.

PhDr. Ing. Ivan Babouček, CSc. (odbor bankovního dohledu ČNB) ve svém koreferátu analyzoval význam integrace evropských finančních trhů a pro hospodářský růst a vysvětlil koncepci regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních produktů a služeb.

V dalším koreferátu *Ing. Luděk Tesař* (Úřad vlády ČR) informoval o věcném záměru zákona o státních regulačních úřadech, který je připravován. Tento zákon by měl mj. přinést zvýšení transparentnosti regulačního prostředí a sjednotit dosavadní nejednotný rámec pro činnost sektorálních regulátorů a sjednotit jejich postavení v rámci státní správy. Tato otázka vyvolala značný zájem a diskutovalo se o ní i v sekcích.

Referát *Ing. Mgr. Zdeňka Hustáka* (člen presidia KCP) byl věnován analýze postavení KCP v rámci regulatorní struktury českého finančního trhu včetně porovnání pravomoci a úkolů KCP, MF ČR a ČNB. Velmi zajímavé bylo rovněž exposé týkající se východisek pro regulaci obchodníků s cennými papíry, organizace jejich dozoru a aktuálních otázek dozoru. Novými prvky v tomto dozoru je zavedení rizikovosti podle rizikovosti, zavedení detailní informační povinnosti obchodníků a aplikace pravidel kapitálové přiměřenosti. Ing. Husták rovněž informoval o změnách, které nastanou v činnosti KCP v souvislosti se vstupem do EU.

Referát *Doc. Ing. Petra Musílka, PhD.* (člen presidia KCP) o investičním chování domácností a ochraně investorů obsahoval analýzu řady aspektů těchto problémů podloženou srovnávacími statistickými údaji ze světa. Podle těchto rozborů lze dospět k závěru, že úroveň ochrany investorů v ČR v 90tých letech byla neefektivní.

Koreferát *JUDr. Dušana Katonaka* (Úrad pre finančný trh, SR) seznámil účastníky konference s postavením, úlohou a organizací tohoto úřadu, který je slovenským regulátorem a dozorovým orgánem pro kapitálový trh a pro pojišťovnictví. Zajímavou informací bylo to, že v březnu 2002 vláda SR schválila návrh koncepce integrovaného dohledu nad finančním trhem, na základě něhož dojde k přesunu Úřadu pro finanční trh pod Národní banku SR.

Referát *Ing. Václava Křivohlávka, CSc.* (vedoucí katedry Bankovnictví a pojišťovnictví VŠFS a ředitel Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění) analyzoval činnost tohoto úřadu a aktuální problémy spojené s přípravou na vstup do EU. Rovněž podrobně rozebral současnou situaci v oblasti pojišťovnictví a penzijních fondů na základě statistických údajů o vývoji počtu pojišťoven, vývoje předepsaného pojistného, nákladů na pojistná plnění, výši technických rezerv aj. Analogicky byl popsán vývoj penzijních fondů. Z referátu vyplynulo, že situace v oblasti pojišťovnictví je dne stabilizována a jsou předpoklady k dalšímu pozitivnímu rozvoji.

Tyto závěry potvrdil také koreferát *Ing. Jaroslava Mesršmída, CSc.* (generální tajemník Asociace českých pojišťoven). Koreferát *prof. Ing. Jaroslava Vostatka, CSc.* (ředitel pojišťovny Wüstenrot, a.s.) upozornil na to, že některá ustanovení týkající se státního dozoru je nutno upravit, tak aby byly v souladu se Směrnicemi EU a upozornil rovněž na případy přeregulace některých platných ustanovení o penzijních fondech v ČR

Na plenárním jednání vedoucí jednotlivých sekcí přednesli závěry z diskusí v sekcích obsahující i některá praktická doporučení. Na závěr konference uvedl *RNDr. Petr Budinský, CSc.* (prorektor VŠFS), který celou konferenci moderoval, že VŠFS vydá sborník obsahující

všechny referáty, koreferáty i vystoupení účastníků konference a informoval účastníky konference o tom, že VŠFS hodlá konferenci o regulaci a dozoru (na podnět z řad jejích účastníků) opakovat vždy po dvou letech.

Konferenci připravil výbor ve složení předseda doc. Ing. Antonín Kubíček CSc., odborný garant doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc., členové RNDr. Petr Budinský, CSc., PhDr. Lenka Ruppertová, Milada Trojanová, Lenka Melicharová a Ludmila Dzumpelová.
Děkujeme kolegům z Vysoké školy finanční a správní a Bankovní akademie za obětavou pomoc při technickém zpracování sborníku.

Přípravný výbor

Zahajovací projev rektora VŠFS prof. PhDr. Vladimíra Čecháka, CSc.

Vážené dámy, vážení pánové,
konference, kterou dnes zahajujeme, je v pořadí již druhá, kterou Vysoká škola finanční a správní na toto téma pořádá. Dovolte mi malé zamyšlení k této jistě velmi atraktivní a aktuální tematice.

Finanční trhy jsou bezesporu „lakmusovým papírkem“, jsou spolehlivým indikátorem zdravého vývoje ekonomiky. Jejich úspěšný vývoj opírající se mimo jiné o důvěru investorů je tím, co může výrazně stimulovat rozvoj podnikatelských subjektů a optimalizovat perspektivu nejen jedné národní ekonomiky, ale i daleko širších a rozsáhlejších nadnárodních ekonomických konglomerátů. Zahraniční zkušenosti, zejména známé případy Enronu a Worldcombu ukázaly, jak citlivé může být jakékoliv zaváhání či neserióznost v této oblasti. Jak silně může otřást důvěrou v finanční trhy. Koneckonců určité finanční skandály se nevyhnuly ani České republice.

Transparentnost finančních trhů, která bývá velmi často v diskusích o finanční sféře vzpomínána, je jistě jedním ze základních úhelných kamenů, na nichž lze budovat důvěru investorů, ale sama o sobě ještě stoprocentní garanci této důvěry neznamená. Je nezbytné, aby byla doplněna či podpořena dlouhodobou stabilitou finančních trhů. A právě při jejím zajištění má své nezastupitelné místo sféra regulace a dozoru nad finančními trhy. Právě tak jako se vyvíjejí finanční trhy, vyvíjí se i organizace, struktura a realizační mechanismy regulace a dohledu nad nimi. Co se však ve své podstatě příliš nemění, je základní funkce regulace a dohledu, kterou od ní očekávají všichni, kdo s finančními trhy přichází do styku. Kvalita fungování finančních trhů, jejich stabilita, je do značné míry podmíněna kvalitou regulace a dohledu.

S růstem a rozšiřováním aktivit, typů obchodování i používaných nástrojů na finančních trzích vzrůstají nároky i na regulaci a dohled nad nimi. Tato skutečnost přímo vyzývá k vytyčení řady otázek směřujících k výraznějšímu uplatnění základních funkcí regulace a dohledu, zvýšení jeho efektivity a dotýká se i problematiky jeho stávajících, či eventuelně možných organizačních a institucionálních forem.

Předpokládám, že některé z těchto otázek zazní i v průběhu našeho jednání. Je zcela přirozené, že se v této situaci obracíme k využití zahraničních zkušeností a možnostem jejich uplatnění v naší situaci. Ale ani osvědčené postupy realizované v zahraničí nemají vždy zcela jednoznačnou interpretaci. Nejen teoretické diskuse, ale i příprava praktických opatření

zvyšují aktuálnost důsledné analýzy a promýšlení koncepčních přístupů k optimalizaci oblasti regulace a dohledu nad finančními trhy. Neustále se vyskytují nové poznatky a názory, hledají se nové cesty vedoucí k jejímu zdokonalení.

Naše konference si klade za cíl být příspěvkem k tomuto hledání. Příspěvkem možná skromným co do své extenze, ale pevně věřím, že příspěvkem hodnotným. Dovolte mi, abych popřál jednání konference mnoho zdaru a vyjádřil své přesvědčení, že všichni zde nalezneme řadu podnětů a inspirativních myšlenek, které dokážeme zhodnotit při své další činnosti, ať již v oblasti teorie nebo při výkonu a plnění praktických funkčních aktivit.

Z projevů partnerů konference

Při zahájení mezinárodní konference „Regulace a dozor nad finančními trhy“ pronesli své projevy zástupci partnerů, kteří podpořili její uspořádání svými sponzorskými dary.

V zastoupení **Ing. Věslava Michalika, CSc**., člena představenstva a výkonného ředitele HVB Bank vystoupil **Ing. Pavel Koblic.** Ve svém projevu osvětlil některé aspekty organizačně právního uspořádání této významné bankovní skupiny. Téma dnešní konference „Regulace a dozor nad finančními trhy“ bylo v posledních měsících pro skupinu HVB zajímavým a ožehavým tématem. Skupina HVB se jako jediná ze zahraničních bankovních skupin v ČR vydala cestou, kdy měla rozdělené investiční bankovnictví a komerční bankovnictví ve dvě organizace. Obě organizace - jak CAIB Securities, která se zabývala investičním bankovnictvím, tak HVB Czech Republic, byly vlastněny rakouskou centrálou Bank Austria. V posledním roce bylo zjištěno, že nákladová efektivnost nebyla úplně ideální, a proto bylo rozhodnuto o sloučení aktivit firmy CAIB Securities s bankou. Firma CAIB, která je jedním z největších obchodníků za pražské burze, přestává tedy obchodovat s cennými papíry a veškeré aktivity přebírá HVB Bank Czech Republic. Toto sloučení není ještě úplné. Firma CAIB Corporate Finance zůstane samostatným subjektem minimálně ještě 2-3 roky a udrží si logo CAIB jako poradce při fúzích a akvizicích a jako poradce podnikové klientely.

Ing. Jaroslav Kulhánek, předseda představenstva a generální ředitel Pojišťovny České spořitelny, informoval účastníky konference o některých aspektech činnosti této instituce.
Pojišťovna České spořitelny působí na českém trhu od roku zhruba 1992. Je pojišťovnou, která je plně kompozitní, tj. nabízí jak životní, tak neživotní pojištění. Významný pro ni byl zejména rok 1995, kdy se stala členem skupiny České spořitelny a změnila i svůj název postupně od dříve známé Živnostenské pojišťovny až po dnešní název. Spojení se skupinou Erste Bank znamená velkou finanční sílu, kterou Pojišťovna České spořitelny může nabídnout svým klientům. Nabízené produkty jsou na špičkové úrovni jak v oblasti neživotního pojištění, tak i životního pojištění. V oblasti tzv. prodeje bankopojištění je firma leadrem. Ing. Kulhánek se vyslovil přesvědčení, že znalost regulace a podmínek na finančních trzích je pro pojišťovnu nezbytná proto, aby byla svým klientům schopna nabídnout služby, které si zaslouží jejich důvěru a které jí vytvoří podmínky pro to aby obstála ve velmi tvrdém konkurenčním boji.

Za Burzu cenných papírů Praha, a.s. vystoupil její generální tajemník **Ing. Vladimír Hollmann, MBA.** Vyslovil naději, že konference přispěje k diskusi o regulaci, která je nyní – kdy jsou připravována závažná rozhodnutí v oblasti regulace a dozoru nad finančními trhy – velmi aktuální. Půjde především o to, aby se nalezla vhodná forma i obsah regulace, bez níž kapitálové trhy dnes nemohou fungovat.

Ing. Helena Čacká, generální ředitelka společnosti UNIVYC, a.s., která se zabývá vypořádáním obchodů s cennými papíry, připomněla skromné začátky činnosti této dceřinné společnosti Pražské burzy. Společnost UNIVYC, a.s., která ještě v polovině 90tých let pracovala pouze na základě živnostenského povolení, dnes pokrývá 99% obchodů na kapitálových trzích.

Ing. Pavel Štěpánek, CSc., vrchní ředitel a člen bankovní rady České národní banky, ve svém projevu uvedl, že VŠFS jako pořadatel této konference vhodně zvolila její téma, a to jak z hlediska významu tohoto tématu v jeho aktuálnosti, tak i z hlediska načasování konference. Je sice pravda, že debata o regulaci a dozoru nad finančním trhem probíhá kontinuálně, a to ve všech segmentech finančního trhu, ale je také pravda, že v posledním období tato debata akcelerovala, zintenzívnila a možná upoutala i větší pozornost médií než tomu bylo doposud. Pokud jde o názor ČNB, nepochybně platí, že ČNB je součástí debat o regulaci a že součástí těchto debat bude i do budoucna. ČNB odpovídá za objemově nejvýznamnější část těchto agend. Pokud jde o samotnou rozpravu, dominantním zájmem ČNB je to, aby regulatorní prostředí bylo na českém finančním trhu přehledné a transparentní a aby systém dohledu byl efektivní a účinný. Pro ČNB klíčové jsou normy, prostředí a činnosti, jejich efektivnost a účinnost. V diskusi o tom, jak optimálně regulaci a dohledové činnosti rozvíjet, je nutno mít stále na zřeteli zkvalitnění rámce jednotlivých činností, jednotlivé komunikace a koordinace mezi jednotlivými garanty, jednotlivých oblastí dohledu. Samotný institucionální rozměr této otázky by neměl být východiskem pro tyto debaty, ale spíše jejich výslednicí. Pokud konference přinese v tomto ohledu do této debaty věcné argumenty a racionální úvahy, pak její účel bude určitě splněn.

I. TEORETICKÉ A PRAKTICKÉ PROBLÉMY REGULACE A DOZORU NAD FINANČNÍMI TRHY

Regulace a dozor nad finančními trhy ve světě: současný stav a výhled do budoucna

Vladislav Pavlát

V svém referátu se soustředím na dva hlavní okruhy otázek: předně na podání přehledu o vývoji a současném stavu systémů regulace a dozoru nad finančními trhy ve světě a za druhé, na úvahu o pravděpodobném budoucím střednědobém a dlouhodobém vývoji těchto systémů.

I. Vývoj a současný stav systémů

Ve finanční sféře dnes existuje velký počet různých systémů regulace a dozoru nad finančními trhy. Rozdílnost těchto systémů odráží působení mnoha faktorů: zrcadlí se v nich jejich rozdílný historický vývoj, odlišná struktura finančního systému, odlišný politický systém a tradice a v neposlední řadě i velikost dané země a jejího finančního sektoru.

V mnoha případech není snadné jednoznačně rozlišit systémy existující v různých zemích, zejména ty, které vznikly v různých historických obdobích. Znesnadňuje to mimo jiné i nejednotnost používané terminologie. Proto je i srovnávání různých systémů regulace a dozoru nad finančními a kapitálovými trhy obtížné.

Přestože se dnešní systémy navzájem i podstatně liší, pochopitelně vykazují také řadu shodných, obecných rysů. Mezi tyto obecné rysy náleží - mimo jiné – zejména základní cíl systémů regulace a dozoru, za který lze považovat ochranu investora.

Jednotlivé systémy se liší řadou specifických prvků, zejména tím, které skutečnosti regulují, zda regulují ekonomické subjekty určitých oborů nebo činnosti vykonávané subjekty týchž oborů nebo různých oborů, v jakém rozsahu se uskutečňuje regulace a dozor, tj. jaký je záběr těchto činností, zda regulační a dozorovou činnost vykonává pouze jediný regulátor a dozorový orgán nebo více regulátorů a orgánů dozoru, jaké postavení tyto orgány mají v systému státní správy a jaká pravomoc jim přísluší atd.

Některé z výše uvedených znaků mají kvalitativní povahu (např. vymezení předmětu regulace nebo vymezení postavení systému v rámci státní správy), jiné mají povahu kvantitativní (např. otázka počtu orgánů regulace a dozoru).

Klasifikace systémů regulace a dozoru

Mnohotvárnost dnešních systémů pramení z velkého počtu možných kombinací jednotlivých prvků, z nichž je daný konkrétní systém komponován. Jednotlivé prvky však nelze kombinovat zcela libovolně, protože libovolnými kombinacemi by mohla být narušena celistvost daného systému a efektivnost jeho fungování.

Ke snazší orientaci a k porovnávání různých systémů může přispět jejich klasifikace podle dále uvedených osmi kritérií (specifických prvků těchto systémů): 1. předmět regulace, 2. rozsah (záběr) regulace, 3. počet regulátorů, 4. postavení v systému státních institucí,

5. pravomoc a odpovědnost, 6. „demokratičnost“, 7. způsob financování, 8. způsob provádění regulace a dozoru.
Systémy regulace a dozoru lze podle uvedených kriterií rozčlenit takto:

Tabulka 1.: Klasifikace systémů regulace a dozoru podle 8 hledisek

kriterium	*Systém*
1. předmět regulace a dozoru	- institucionální - funkční - regulace „podle cílů“
2. záběr (rozsah) RgD	- univerzální („mega-systém“) - specializovaný
3. počet orgánů RgD	- jediný orgán - dvojice spolupůsobících orgánů - více orgánů
4. postavení v systému státních institucí	- centralizovaný - decentralizovaný - smíšený
5. pravomoc a odpovědnost orgánů RgD	- autonomní (nezávislý) - podřízený (podléhající jinému orgánu)
6. demokratičnost	- zahrnující seberegulaci regulovaných subjektů - bez seberegulace
7. způsob financování	- z prostředků regulovaných subjektů - ze státního rozpočtu - kombinovaný způsob financování
8. způsob provádění RgD	- formálně byrokratický *versus* věcný - rigidní (nepružný) *versus* flexibilní (pružný)

Systémy regulace a dozoru nad jednotlivými segmenty finančních trhů se v jednotlivých zemích vyvíjely postupně pod vlivem konkrétních historických podmínek. Nejdříve vznikaly v oblasti bankovnictví a postupně obsáhly i další vznikající segmenty finančních trhů, zejména kapitálové trhy a pojišťovnictví.

Krátký exkurs do historie vývoje regulace a dozoru nad finančními trhy
V 19. století byl zaznamenán vznik pouhých šesti regulátorů, z nichž tři působily v oblasti bankovnictví, dva v oblasti pojišťovnictví a jeden v oblasti měnové.

Tabulka 2.: Systémy regulace a supervize založené v 19.století

1828	Bank of the Netherlands Antilles
1851	New York State Banking Department (USA)
1863	Office of the Comptroller of the Currency (USA)
1871	National Association of Insurance Commissioners (USA)
1879	Bulgarian National Bank
1886	Federal Office of Private Insurance (Switzerland)

Pramen: How countries supervise their banks, insurance and securities markets, London 2003. (Z téhož pramene čerpáno v tab. 3 až 7.)

Skutečnost, že v 19. století vzniklo pouze šest regulátorů se může zdát překvapivou. Rozhodně však si to nelze vyložit tak, že by tam, kde nebyl vytvořen regulátor, regulace a dozor vůbec neexistovaly. Ve skutečnosti byl proces vzniku finančních trhů vždy spojen se vznikem předpisů upravujících jejich fungování a státní moc vynucovala jejich dodržování . Neexistovaly však systémy v dnešní podobě „regulátorů“, tj. institucí vybavených rozsáhlou pravomocí k péči o ochranu investorů.

Ve 20. století v době před 2. světovou válkou bylo založeno dalších 15 regulátorů ve 13 zemích. V USA k existujícím třem systémům přibyly další dva, v Holandsku a Švýcarsku přibylo po jednom systému. Opět šlo především o regulátory pro oblast bankovnictví a pojišťovnictví, avšak objevují se již také samostatné regulační orgány pro oblast cenných papírů.

Tabulka 3.: Systémy regulace a dozoru založené v letech 1900-1939

1901	Bundesaufsichtsamt fuer das Versicherungswesen (Německo)
1914	The Federal Reserve System (USA)
1922	Financial Supervision Authority (Finsko)
1923	De Verzekeringskamer (Nizozemí)
1923	Superintendencia Bancaria (Kolumbie)
1923	Bank of Mongolia (Mongolsko)
1924	Comisión Nacional bancaria y de Valores (Mexiko)
1926	Superintendencia de Bancos y Instituciones Financieras (Chile)
1927	Ontario Securities Commisssion (Kanada)
1926	Superintendencia de bancos y Entidades Financieras (Bolivie)
1931	Superintendencia de banca y Seguros (Peru)
1931	Superintendencia de Valores y Seguros (Chile)
1934	Eidgenossische Bankenkommisssion (Švýcarsko)
1934	USA Securities and Exchange Commission (USA)
1935	Commission Bancaire et Financiere (Belgie)

Pro rozvoj systémů regulace a dozoru nad kapitálovým trhem mělo dalekosáhlý význam založení americké Komise pro cenné papíry. Vliv této instituce ve světě od 2. světové války postupně vzrůstal. Tato Komise získala z regulace a supervize obrovského amerického trhu s cennými papíry velké zkušenosti, takže se stala vzorem pro vybudování analogických institucí ve velkém počtu zemí, především v nových státech, které vznikly rozpadem koloniálních říši a po roce 1989 také v postsocialistických zemích.

Dynamiku procesu budování regulátorů finančního a kapitálového trhu dokládají údaje o počtu těchto institucí, které byly založeny v druhé polovině minulého století.

Tabulka 4.: Počty nově založených regulátorů finančního trhu (1946-1999)

Období	Kapitálový trh	Bankovnictví	Pojišťovnictví	Ostatní	Celkem
1945-1979	14	22	6	10	52
1980-1989	11	7	1	10	29
1990-1999	26	24	7	17	74

Uvedené údaje jsou orientační, neboť rozsah pravomoci některých orgánů nebylo možno z pramenů zcela přesně identifikovat. Jde však hlavně o ilustraci trendu růstu počtu orgánů regulace, zejména orgánů regulace kapitálového trhu, v nichž se projevuje růst významu

kapitálových trhů v soudobém kapitalismu: v posledním desetiletí minulého století vzniklo 26 orgánu regulace kapitálového trhu,tj. více než polovina z celkového počtu těchto orgánů založených od roku 1945.

V roce 2000 existovaly orgány regulace a dozoru činné ve finanční oblasti ve 137 státech světa. Tento stav bezpochyby odráží obrovský rozvoj finančních trhů a jejich významu zejména v průběhu druhé poloviny minulého století a rostoucí potřebu jejich regulace.

Další tabulka zachycuje počty orgánů regulace a dozoru ve vybraných zemích s rozvinutými finančními trhy.

Tabulka 5.: Celkový počet orgánů regulace a dozoru na FT ve vybraných zemích s vyspělými FT (r.1999)

Belgie	2	Německo	4
Dánsko	1	Norsko	1
Finsko	1	Portugalsko	3
Francie	5	Rakousko	2
Irsko	1	Řecko	3
Itálie	3	Španělsko	3
Japonsko	4	Švédsko	1
Lucembursko	2	USA	11
Nizozemí	3	V. Británie	1

V některých zemích existuje více orgánů regulace a dozoru nad finančními trhy, ale zároveň jsou i země, v nichž je regulace a dozor sloučena do jediného orgánu, tzv. mega-regulátoru.

Rozmanitost organizace regulace a dozoru lze doložit i příkladem z kapitálových trhů, kde v následující tabulce č. 6 jsou zachyceny příslušné orgány v zemích skupiny G-10, rok jejich vzniku a počty zaměstnanců.

Rozdíly mezi systémy regulace a dozoru nad kapitálovými trhy v jednotlivých zemích tedy jsou značné. Nemluvě o tom, že již např. delší doba existence daného systému obvykle bývá spojena s odlišnou kulturou regulace a dozoru, která vyplývá z bohatších zkušeností.

Typy systémů regulace a supervize kapitálového trhu

Určitým vodítkem pro nalezení společných rysů různorodých systémů může být vymezení typů těchto systémů. V podstatě existují tři typy orgánů regulace a dozoru nad finančními trhy:

a) mega-systém, kdy jediný universální regulátor celé finanční sféry zajišťuje regulaci a supervizi veškerých finančních agend včetně agend kapitálového trhu,
b) systém založený na existenci dvojice regulátorů,z nichž každý zabezpečuje část agend spojených s regulací a supervizí kapitálového trhu (případně celého finančního trhu),
c) systém regulace a supervize finančního trhu, kterou provádí jeden nebo více specializovaných regulátorů.

Tabulka 6.: Orgány regulace a dozoru nad kapitálovými trhy v zemích skupiny G-10

země	regulátor	rok vzniku	počet zaměstnanců	celk. počet reg.
Belgie	Commission Bancaire et Financiere	*1935*	*82*	*2*
Francie	Commission des Opérations de Bourse Conseil des Marchés Financieres	*1967* *1996*	*222* *30*	*5*
Itálie	Consob	*1975*	*...*	*3*
Japonsko	Financial Supervisory Agency	*998*	*403*	*4*
Kanada	British Columbia Securities Regulator Ontario Securities Commission Alberta Securities Commission Manitoba Securities Commission Commission des Valeurs Mobilieres du Quebec	*1987* *1920* *1995* *1968* *1955*	*175* *300* *100* *25* *161*	*7*
Německo	Bundesaufsichtsamt fuer Wertpapierhandel	*1995*	*130*	*4*
Švédsko	Swedish Financial Supervisory Authority	*...*	*146*	*1*
USA	US Securities and Exchange Commission US Commodity Futures Trading Commission Municipal Securities Rulemaking Board	*1934* *1974* *1975*	*3000* *560* *61*	*11*
V.Británie	The Financial Services Authority	*1997*	*1800*	*1*

Pozn.: Údaj o počtu pracovníků platí pro rok 1999. Celkový počet regulátorů zahrnuje regulátory v bankovním sektoru.

Pokud jde o koncepci tzv.mega-systémů, je důležité si povšimnout, že tento systém je vnitřně diferencován.V rámci celkového všezahrnujícího systému existují jeho části, které plní funkce dříve vykonávané samostatnými agenturami orientovanými na regulaci a dozor na určitý soubor institucí (tj. na banky, obchodníky s cennými papíry, investiční společnosti a fondy a pojišťovny) nebo na určité soubory činností (při funkčním systému regulace a dozoru).
Rozdíl spočívá v tom, že celý mega-systém je jednotně řízen z jednoho centra, takže odpadá dřívější – často velmi nesnadná a nedokonalá – koordinace činnosti jednotlivých agentur.

Určitým problémem však zůstává vnitřní koordinace v rámci mega-systému.
Systém označovaný za „dvojče“ představuje modifikaci mega-systému: jde vlastně o „dvouhlavý“ mega-systém. Vedle sebe zde existují dvě agentury: jedna agentura zajišťuje regulaci a dozor nad dodržováním pravidel obezřetného podnikání (tzv. prudential regulation), druhá z nich pečuje o pravidla provádění obchodů (conduct of business regulation) a dozírá na jejich dodržování. Tento systém existuje např. v Austrálii.

Hlavní problém systému specializovaných orgánů spočívá v tom, že koordinace činnosti a dělby práce je nesnadná a že existuje nestejná míra i způsob regulace a dozoru v různých segmentech finančního trhu.

Výše uvedené typy jsou ve světě zastoupeny v odlišné míře. Nejméně zastoupena je kategorie systému „dvojčat“, která je spíše výjimkou. Nejvíce zastoupena je kategorie systémů specializovaných na jednotlivé segmenty finančního trhu. V posledních dvou desetiletích se nově začala častěji prosazovat kategorie mega-systémů.

Tabulka 7.: Země, v nichž regulaci a dozor nad finančními trhy provádí jediný orgán

Norsko	(od r.1986)
Dánsko	(od r.1988)
Švédsko	(od r.1991)
V.Británie	(od r.1997)
Japonsko	(od r.1998)
Německo	(od r.2002)
Rakousko	(od r.2003)

Kromě výše uvedených tří typů systémů stále existují i jiné, dnes již méně časté způsoby organizačního uspořádání regulace a supervize kapitálového trhu. V některých zemích dosud existuje systém, v němž úlohu regulátora kapitálového trhu plní centrální banka. Podobně existuje systém regulace a dozoru, kdy tyto funkce zabezpečuje ministerstvo financí (v jehož rámci působí speciální útvar pro regulaci a dozor). V obou těchto případech bývá důvodem pro toto uspořádání nedostatečná rozvinutost kapitálového trhu.

II. Perspektivy rozvoje regulace a supervize finančních a kapitálových trhů

Pravděpodobný budoucí vývoj regulace a supervize finančních a kapitálových trhů bude záviset především na *věcném* rozvoji těchto trhů. Pro střednědobé období jsou hlavní tendence vývoje finančních a kapitálových trhů v podstatě determinovány dosavadním vývojem. Proto pravděpodobně nelze očekávat zásadní změny dosavadních systémů regulace a dozoru: základní obecné cíle této činnosti zůstávají zachovány.

V posledním desetiletí v celosvětovém měřítku výrazně prosazovala tendence k využívání finančních *derivátů* a rozměry trhu s těmito moderními finančními nástroji podstatně rostly. Tato tendence se pravděpodobně bude prosazovat nejen ve střednědobém, ale i v dlouhodobějším časovém horizontu. Vzhledem k tomu, že využívání derivátů je spojeno s řadou vážných rizik, bude zdokonalování metod regulace a dozoru nad tímto segmentem kapitálového trhu i nadále stát v popředí zájmu příslušných orgánů, a to jak v národním, tak mezinárodním měřítku. Dosažení účinných a vynutitelných mezinárodních dohod na tomto poli však ve střednědobém časovém horizontu není pravděpodobné, a půjde tedy o dlouhodobý proces.

Podobná situace existuje i pokud jde o *finanční konglomeráty*. Možnosti jejich regulace a supervize do značné míry závisí na tom, zda – a do jaké míry - se podaří sjednotit přístupy a metody jejich kontroly v mezinárodním měřítku. Ani zde nelze sjednocení těchto přístupů a metod očekávat ve střednědobém časovém horizontu.

Rovněž je pravděpodobné, že objem finančních a kapitálových trhů ve světě nadále dynamicky poroste. Méně jistá však je míra dynamiky tohoto rozvoje.

Uskutečnění výše uvedeného scénáře růstu finančních trhů ve střednědobém časovém horizontu je velmi pravděpodobné. Není však tomu tak v případě dlouhodobého časového horizontu.

Podle některých soudobých teoretiků se objem kapitálových trhů v dlouhodobém časovém horizontu již nebude zvětšovat, ale naopak je očekávána jejich *kontrakce*. Uveďme stručně hlavní důvody pro toto tvrzení. V druhé polovině 20. století (zejména počínaje 70tými lety) došlo k výrazné expanzi investičních a penzijních fondů v zemích s vyspělými kapitálovými trhy, zejména v USA, V. Británii a postupně i v řadě dalších zemí. Tyto fondy se staly významnými investory na trzích cenných papírů a jejich podíl na celkových objemech obchodů vykazoval velmi dynamický růst. Není však jisté, zda tento vývoj bude pokračovat. Z demografických statistik zemí EU vyplývá, že po roce 2000 obyvatelstvo těchto zemí začne stárnout, což se mimo jiné projeví v rostoucích nárocích na sociální zabezpečení ze strany státu (mnohonásobně převyšujících možnosti dané očekávaným disponibilním hrubým společenským produktem) a že postupně bude klesat podíl nových pojištěnců, takže *dojde k oslabení finanční pozice penzijních fondů.* Pokud by měl být tento negativní vývoj zastaven, muselo by dojít rozsáhlým reformám dosavadních systémů sociálního zabezpečení. Tyto reformy by musely omezit rozsah státem financovaného sociálního zabezpečení i podnikových systémů sociálního pojištění (tzv. pension schemes) a zvýšit atraktivnost penzijních fondů pro individuální účastníky. Tyto reformy by musely zahrnovat i změny daňových předpisů, zvýšit motivaci podniků k tvorbě rezerv, změny v oblasti regulace struktury portfolia penzijních fondů atd. Vedlejším efektem těchto změn by mělo být zvýšení poptávky po akciích omezující nebo kompenzující očekávanou kontrakci trhů akcií.

Očekává se, že *v dlouhodobém časovém horizontu dojde i k poklesu významu investičních fondů pro* financování investic cestou emise akcií velkých společností. Důsledkem bude omezení nebankovního způsobu financování investic emisemi akcií a komerčních cenných papírů velkých korporací, tj. celkové oslabení kapitálových trhů vyspělých zemí a jejich významu v kapitalistické ekonomice, provázené *návratem ke klasickému financování investic bankovními úvěry.* Zvýšením úlohy bankovních úvěrů při financování investic by mělo být dosaženo omezení dnešní vratkosti kapitálových trhů násobené vysokou cenovou volatilitou (způsobené mimo jiné i v důsledku zvýšené spekulační činnosti v oblasti využívání finančních derivátů), jejich celkové nestability a hrozby systémových krizí.

Za názorem o užitečnosti všeobecného návratu k bankovnímu financování je skryta představa, že rizika existující na kapitálovém trhu jsou vyšší než bankovní rizika. Implicitně tento názor zahrnuje i představu o tom, že regulace činnosti bank a síla bankovního dohledu je větší než regulace a dozoru nad kapitálovým trhem. Tyto představy však nejsou podepřeny reálnými empirickými důkazy.
Během uplynulého desetiletí nesporně došlo ke zdokonalení systémů regulace a dozoru, a to v několika směrech. Po stránce kvantitativní lze pozorovat, že *se postupně rozšiřoval záběr těchto systémů:* vznik nových finančních nástrojů vyvolával potřebu jejich regulace a dozoru. Po stránce kvalitativní nutno konstatovat, že *došlo k výraznému prohloubení analytických metod* a ke zvýšení významu jejich aplikace pro rozvoj daných systémů.

Dosavadní cesta zřejmě vede ke snaze o dosažení vnitřní konzistentnosti systémů regulace a dozoru a k hledání takového modelu, který by i po organizační stránce byl transparentnější, výkonnější a levnější.

V zemích s nejrozvinutějšími a nejdynamičtějšími kapitálovými trhy v minulosti docházelo k tomu, že vznik finančních inovací a s tím spojený vznik nových segmentů trhu brzy vyvolal potřebu regulace a dozoru. Vzhledem k obsahové složitosti i administrativní náročnosti těchto činností se vznik těchto nových potřeb zpravidla řešil založením nové instituce, která převzala odpovědnost za nové oblasti regulace a dozoru. Takto postupně vznikala řada specializovaných institucí, z nichž každá se zabývala pouze určitou částí regulace a dozoru, tj. již nemohla obsáhnout celé její spektrum. Specializace sice umožnila lépe sledovat dílčí části trhu cenných papírů, avšak současně vedla k postupné ztrátě celkového pohledu. (Tímto směrem se ubíral vývoj např. ve Velké Británii, v USA aj.)

Pokusy dosáhnout jednotícího pohledu cestou vzájemné koordinace činnosti specializovaných institucí nebo cestou vytváření nových koordinačních orgánů, k nimž v některých státech postupem času docházelo, vesměs nebyly úspěšné. Specializované orgány byly většinou ochotné spolupracovat v méně významných záležitostech, ale jakmile se vyskytly sporné případy, často odmítaly spolupracovat s ostatními institucemi. Spolupráce bývala někdy odmítána i jako zásah do kompetence dané instituce, která považovala údaje, jimiž disponovala, za své výhradní vlastnictví. Ani vznikem zvláštního koordinačního orgánu se tyto nedostatky nedařilo zcela odstranit. (Jako příklad lze uvést zkušenosti FSA ve V. Británii.)

Koncem minulého desetiletí v řadě zemí dozrála doba k vyřešení tohoto problému. Počítače umožňují soustředit původně rozptýlené údaje, které spravovalo více institucí, opět do jednoho celku. V průběhu devadesátých let takto v řadě zemí došlo k vytvoření jediné instituce pro regulaci a dozor na veškeré činnosti na finančním trhu, nebo alespoň ke sjednocení několika dříve oddělených institucí regulace a dozoru v jediný orgán pro celý kapitálový trh.

Ani dnes není tento problém ve všech zemích chápán zcela jednoznačně a ani jednoznačně není řešen. V menších zemích s méně rozsáhlým finančním trhem se lze setkat s řešením, kdy je vybudován systém zahrnující regulaci celého finančního sektoru, tj.bank, institucí kapitálového trhu i pojišťoven. V jiných zemích zůstávají zachovány samostatné orgány regulace a dozoru pro výše uvedené tři skupiny institucí, z nichž každá nese odpovědnost za danou specifickou oblast. Za oblast kapitálového trhu tedy odpovídá jediná instituce (mega-regulátor sui generis).

Potřeba přizpůsobení systémů regulace a dozoru nad finančními trhy je vyvolávána i působením zprostředkovaných faktorů. Analýzy systémových krizí finančních trhů, k nimž opakovaně v posledních desetiletích docházelo na různých místech ve světě, svědčí o tom, že tyto krize jsou ovlivňovány i příčinami, které nepramení v oblasti finančních trhů. *Systémy regulace a dozoru však nejsou vybaveny schopností předem signalizovat nebezpečí a rizika pramenící mimo finanční trhy.*

Dalším koncepčním problémem regulace a dozoru je otázka vyváženého vztahu mezi preventivní a represivní činností příslušných orgánů. Tento problém se v praxi obvykle řeší víceméně ad hoc a na první pohled ani jinak než pragmaticky řešit nejde. Střídání politiky, kdy převládá represe nad prevencí a naopak, je považováno za inherentní součást činnosti příslušných orgánů.

Za dlouhodobou tendenci vývoje systémů regulace a dozoru je dnes nutno považovat tendenci k růstu složitosti těchto systémů. Regulované instituce dnes ve zvýšené míře používají stále složitější techniky a metody, a to jak různé modely, tak systémy různých jiných algoritmizovaných výpočtů včetně tvorby vlastních prognóz.

Jednou z dalších významných tendencí vývoje regulace a dozoru nad kapitálovými trhy je *růst významu seberegulace* na vyspělých kapitálových trzích. Tento proces má dlouhodobou povahu. Jednou z příčin rostoucího významu seberegulace účastníků trhu je rostoucí složitost regulace, která orgánům dozoru znesnadňuje dohled na dodržování stále většího počtu pravidel. Za této situace je nezbytné, aby dozorový orgán přistoupil k určité decentralizaci své činnosti, a to tak, že určitou část kontrolních agend svěří profesní organizaci regulovaných institucí nebo jinému podobnému gremiu (např. ISMA), které má zájem na tom, aby udržovalo disciplinu svých členů v jejich vlastním zájmu a současně v zájmu všech účastníků trhu. Decentralizace určité části kontrolních funkcí, jestliže je správně provedena, nejen neoslabí sílu orgánu supervize, ale naopak ji ještě umocní, neboť mu umožní soustředit se na nejdůležitější úkoly. Přenesením určitých práv kontroly na seberegulující organizaci může orgán dozoru získat dobrého spojence a pomocníka, neboť seberegulující organizace získává v dvojím ohledu: předně tím, že se obvykle stává účastníkem tvorby nových pravidel, neboť orgány regulace s ním předem konzultují zamýšlená opatření a přijímají její iniciativní návrhy, za druhé tím, že se usměrňováním činnosti svých členů, vzdělávací a výchovnou činností a případnými sankcemi vůči nedisciplinovaným členům podílí na vytváření důvěry investorů v kapitálový trh.

Rozšíření prostoru pro seberegulaci profesionálních účastníků trhu v zemích s vyspělými kapitálovými trhy bylo v minulém desetiletí spojeno i *s částečnou deregulací*, zejména se zrušením některých dílčích omezení příliš svazujících obchody na kapitálovém trhu.

Téměř s jistotou lze očekávat, že *ve střednědobém časovém horizontu nepřesáhnou pokusy o postupné sblížení existujících systémů regulace a dozoru v celosvětovém měřítku dosavadní formy multilaterální a bilaterální mezinárodní spolupráce, vesměs spojené se snahou o vytváření standardů sice mezinárodně uznávaných, avšak v podstatě nevynutitelných.* Souvislost vývoje na kapitálovém trhu s měnovou politikou jednotlivých států je jednou z příčin, proč snahy po harmonizaci regulace a dozoru v mezinárodním měřítku narážejí na tak značné překážky. Ve střednědobém časovém horizontu však je pravděpodobné, že dosavadní spolupráce v regionálním měřítku v rámci Evropské unie *vyústí v harmonizaci dosavadních systémů regulace a dozoru v členských zemích,* pokud tento proces nebude na delší dobu zpomalen přijetím dalších členských zemí s méně vyvinutými kapitálovými trhy.

Ani v dlouhodobém časovém horizontu není pravděpodobné, že by se vytvořil jednotný model regulace a dozoru nad finančními trhy. Universální modely regulace a dozoru nad finančními trhy neexistují a ani nemohou existovat. Je však velmi pravděpodobné, že určité sbližování existujících systémů postupně bude probíhat tak, aby tyto systémy byly schopny aktivněji než dosud vyvíjet tlak na rychlé odstraňování závad zjištěných kontrolou. Tímto směrem se dnes ubírá bankovní dohled i vnitřní systémy kontroly a monitorování rizik v samotných bankách.

Regulace vypořádání obchodů
Helena Čacká

Obsahem mého koreferátu je problematika regulace ve vztahu k vypořádacím institucím. Základními funkcemi, které plní vypořádací instituce, je vedení registru cenných papírů a vypořádání obchodů s cennými papíry. Tyto dvě funkce bývají většinou sloučeny v jedné jediné instituci, které se říká Centrální depozitář nebo Vypořádací instituce. Účastníky tohoto systému - ať už přímými nebo nepřímými jsou samozřejmě všichni hráči na kapitálovém trhu, emitenti, banky, obchodníci. V některých zemích přímými účastníky bývají i přímí investoři, a tak je to např. také u nás. V devadesátých letech tato oblast byla téměř neregulovaná, a také v ostatních zemích - zejména evropských - regulace těchto vypořádacích systémů byla velmi mělká a sporadická.

Na začátku 90tých let, respektive již koncem 80tých let, z iniciativy odborníků na vyspělých kapitálových trzích vznikla řada doporučení, které se týkaly fungování a procesu v těchto vypořádacích institucí. Tato doporučení se týkala hlavně situace na lokálních trzích, kde prioritním úkolem bylo dosáhnout standardizace vypořádání. Zároveň ovšem s rozvíjející se globalizací vznikala řada doporučení týkajících se i vypořádání přes hranice států (tzv. cross border settlement).

V té době probíhala na kapitálových trzích v západní Evropě i jinde ve světě konsolidace vypořádacích systémů, to znamená, že se jednotlivé systémy spojovaly. Jejím výsledkem na konci 90tých let bylo to, že v drtivé většině zemí existovala pouze jedna instituce, která skutečně plnila všechny funkce spojené dohromady s vypořádáním a prováděla i správu cenných papírů (tzv. custody).

Vedle toho se pro přeshraniční vypořádání (cross border settlement) začaly standardizovat způsoby, jakým tyto lokální systémy měly být napojovány. Základním důvodem pro tuto standardizaci bylo omezení rizik spojených s vypořádáním – samozřejmě omezení rizik pro přímé i nepřímé uživatele těchto systémů. Hlavními principy, na který se kladl důraz, byl tzv. *princip dodání cenných papírů proti jejich zaplacení* (delivery versus payment), který eliminoval základní (a největší) riziko spojené se systémem vypořádání – tj. riziko, že jeden z účastníků obchodu odejde s cennými papíry i s penězi a druhému nezůstane vůbec nic. Harmonizace spojená s aplikací tohoto principu v různých zemích nebyla absolutní. V řadě zemí ještě není princip dodání proti zaplacení plně uplatňován. Většina vypořádacích institucí však dosahuje poměrně slušné úrovně v aplikaci tohoto principu.

Dalším důležitým principem je *finalita vypořádání*, tj. stanovení okamžiku, kdy cenný papír patří už jinému, kdy peníze byly převedeny a kdy již do toho procesu nelze zasáhnout.

S tím je spojena i *neodvolatelnost vypořádání*, tj. že žádný jiný třetí subjekt v budoucnu nemůže zpochybnit už jednou provedené vypořádání, neboli převod cenných papírů proti převodu peněz je nevratný. Pokud jde o regulaci v oblasti vedení registru cenných papírů, nejdůležitější otázkou byla tzv. *segregace účtů,* tzn. oddělení cenných papírů zprostředkovatele od cenných papírů jeho klientů, aby zprostředkovatel nemohl klientovy cenné papíry používat pro vlastní účely.

Současná situace na prahu vstupu do EU
Evropské direktivy, které jsou závazné pro členské země a musí být do určitého času, určitého intervalu adoptovány do národních legislativ, se týkají i způsobu regulace vypořádacích systémů.

Také Česká republika musí při tvorbě předpisů pro kapitálový trh harmonizovat naše právo s evropskými direktivami. To se mj. týká finality v platebních a vypořádacích systémech. V budoucnu by měla platit direktiva týkající se investičních služeb, která se dotýká také vypořádacích systémů, a to v oblasti, kde se investoři stávají účastníky vypořádacího systému zejména při vypořádání formou netingu – tzn. zápočtu pohledávek a závazků. V budoucnu se připravuje direktiva týkající se přímo vypořádání a zúčtování a jejím hlavním účelem je zvýšit efektivitu vypořádání a snížit náklady s tím spojené.

Vypořádací systémy u nás regulovány nebyly a dodneška regulovány standardním systémem nejsou. Toto považuji za náš velký dluh v 90tých letech. Teprve v současné době se poprvé připravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu, kde tato oblast je v návrhu připravena tak, aby odpovídala standardům, které jsou doporučovány pro tuto oblast. Dosud zůstává nevyřešen problém, že dvě základní funkce v této oblasti, tj. vedení registru cenných papírů a sám vypořádací systém, zůstávají odděleny. Tuto otázku, která se týká všech účastníků kapitálového trhu, je nutno co nejdříve dořešit.

Skúsenosti bratislavskej burzy v oblasti regulácie a dozoru
Mária Hurajová

Burza cenných papierov v Bratislave sa podieľa na regulácii, resp. dozoru v rozmedzí, ktoré jej stanovujú príslušné zákony pokrývajúce reguláciu kapitálového trhu. Počas svojej 10 ročnej histórii obchodovania sa burza prispôsobovala rôznym povinnostiam a právomociam, ktoré jej jednotlivé zákony ukladali alebo umožňovali.

Na jednej strane je burza subjekt regulovaný - podliehajúci dozoru nadriadeného orgánu (Ministerstvo financií, Úrad pre finančný trh). Na druhej strane je burza subjekt regulujúci - rôznymi mechanizmami dbá o to, aby aktivity účastníkov trhu – členov burzy a emitentov – prebiehali v súlade s platnou legislatívou a pravidlami burzy.

Prvé zákony regulujúce oblasť kapitálového trhu boli zákony federatívne a teda spoločné pre český a slovenský kapitálový trh. Išlo predovšetkým o dva základné zákony a to zákon č. 214/1992 Zb. o burze cenných papierov (zákon o burze) a zákon č. 600/1992 Zb. o cenných papieroch (zákon o CP).

Legislatíva upravujúca oblasť kapitálového trhu prešla za viac ako 10 rokov vývojom, pričom v postupne vydávaných novelách alebo v nových zákonoch sa premietali skúsenosti z praktického života, s cieľom eliminovať medzery v zákonoch, ktoré umožňovali využívať kapitálový trh spôsobom, ktorý neprispieval k zvyšovaniu jeho transparentnosti, dôveryhodnosti, spravodlivosti a pod. Potom, čo sa stal pre Slovenskú republiku aktuálny vstup do Európskej únie, boli do legislatívy postupne premietané aj príslušné direktívy EÚ.

Burza – subjekt regulovaný
Spôsob výkonu štátneho dozoru nad burzou stanovoval zákon o burze. Dozor vykonávalo Ministerstvo financií Českej republiky alebo Ministerstvo financií Slovenskej republiky

prostredníctvom burzového komisára, ktorého počas jeho neprítomnosti zastupoval jeho zástupca. Funkcia burzového komisára bola nezlučiteľná s členstvom v burzovej komore a dozornej rady burzy. Na Slovensku „úradoval“ burzový komisár (poverený zamestnanec MF SR) od 15. 5. 1992 do 31. 10. 2000.

Burzový komisár mal prístup do objektu burzy a okrem iného mal právo kontrolovať burzové obchody ako aj doklady s nimi súvisiace. Taktiež bol oprávnený zúčastňovať sa na zasadnutiach burzovej komory s právom pozastaviť výkon jej rozhodnutí, ak odporovali pravidlám burzy alebo právnym predpisom. Burzový komisár často využíval oprávnenie získavať informácie súvisiace s jednotlivými burzovými obchodmi, k pozastaveniu výkonu rozhodnutia burzovej komory v histórii burzy nedošlo. Burzový komisár sa zúčastňoval aj na zasadnutiach výborov burzy, kde mal možnosť vyjadrovať sa k navrhovanému zneniu pravidiel pre členstvo, obchodovanie a kótovanie a tak dosiahnuť stav, ktorý by bol súlade s predstavami Ministerstva financií.

Na návrh burzového komisára bolo MF SR v prípade závažného porušenia právnych predpisov oprávnené odňať burze oprávnenie na výkon činnosti. MF SR bolo takisto oprávnené dočasne pozastaviť burzové obchody, ak sa nedalo inak zabrániť veľkým hospodárskym škodám. V praxi však nedošlo k využitiu ani jedného takéhoto oprávnenia.
Štátny dozor nad subjektami kapitálového trhu vykonávalo MF SR v súlade so zákonom o cenných papieroch a zákonom č. 418/1991 Zb. o štátnej kontrole. Neskôr zriadilo MF SR v súlade so zákonom č. 567/1992 Zb. o rozpočtových pravidlách SR Úrad štátneho dozoru nad kapitálovým trhom (ÚŠDKT) ako rozpočtovú organizáciu. ÚŠDKT síce bol samostatnou právnickou osobou, vykonával však činnosť orgánu štátnej správy, na ktorú nemal zákonom stanovené kompetencie.

ÚŠDKT vykonával svoju činnosť od 1.1.1995 podľa zákona č. 418/1991 o štátnej kontrole a osobitných predpisoch (zákon o CP, o burze, zákon o dlhopisoch apod.) Dňa 11. 1. 1996 nadobudol účinnosť zákon č. 10/1996 o kontrole v štátnej správe, ktorý nahradil zákon č. 418/1991. Nový zákon však opätovne nevyriešil postavenie a činnosť ÚŠDKT. Z procesného hľadiska ÚŠDKT postupoval podľa zákona č. 71/1967 Zb. o správnom konaní, čo tiež nebolo vyhovujúce. Deľba kompetencií medzi MF SR a ÚŠDKT bola asi nasledovná: ÚŠDKT vykonával kontrolu nad subjektami kapitálového trhu, monitoroval aktivity obchodníkov a zbieral informácie potrebné pre rozhodovanie MF SR. MF SR sa venovalo legislatívnej činnosti, povoľovacím konaniam a vydávaniu „sankčných“ rozhodnutí za ÚŠDKT.

Od 1. 11. 2000 výkon štátneho dohľadu nad všetkými subjektami (vrátane burzy a RM-Systému) prevzal Úrad pre finančný trh ako rozpočtová organizácia MF SR. Úrad bol zriadený zákonom č. 331/2000 Zb. ale z procesného hľadiska postupoval podľa zákona č. 71/1967 Zb. o správnom konaní.

Dňa 1. 4. 2002 nadobudol účinnosť zákon č. 96/2002 Z.z. o dohľade nad finančným trhom, ktorý vytvoril nový ÚFT ako nezávislý orgán verejnej správy financovaný subjektami kapitálového trhu. Do konca roka 2002 bol ešte z časti financovaný zo štátneho rozpočtu. Po procesnej stránke sa ÚFT riadi ustanoveniami zákona č. 96/2002 Z.z.

Burza – subjekt regulujúci
Okrem základných funkcií, ktoré burza vykonáva alebo by mala vykonávať (alokačná, signálna, cenotvorná apod.) prostredníctvom regulačnej funkcie sa spolu s orgánmi štátneho dozoru podieľa na zvyšovaní úrovne kapitálového trhu z hľadiska jeho transparentnosti a

dôveryhodnosti. Pri výkone svojej činnosti sa burza ako subjekt plniaci parciálne úlohy dohľadu zameriava na dve základné skupiny účastníkov trhu - na členov burzy a na emitentov.

Burza vydáva pravidlá, ktoré popisujú spôsob prijímania cenných papierov na trhy burzy, spôsob uzatvárania obchodov a ich zúčtovanie a vyrovnanie, spôsob inšpekčnej činnosti. Samotná regulácia sa realizuje najmä prostredníctvom tých ustanovení pravidiel, v ktorých sú uvedené práva a povinnosti členov a emitentov. Tieto sú definované v súlade s platnou legislatívou a burzou rozšírené v takom rozsahu, aký v období ich vytvárania považuje burza za potrebný na dosiahnutie svojich predstáv o kvalite trhu. V priebehu svojho vývoja sa legislatíva často prispôsobila skúsenostiam burzy s definovaním svojich požiadavok v pravidlách, ktoré sa v podobnom rozsahu premietli do novelizovaných zákonov. Na druhej strane neustále sa meniace zákony boli dôvodom pre časté zmeny v pravidlách burzy, čo malo dopad predovšetkým na členov burzy a na emitentov, ktorí sa veľmi často museli prispôsobovať novým pravidlám.

Najväčším úskalím pri tvorbe legislatívy a následne pravidiel je predovšetkým podchytenie nekalých praktík, akými sú insider trading a manipulácia trhu. Zákon o burze z roku 1992, ktorý mal niekoľko noviel a bol platný až do roku 2000, obsahoval ustanovenie o zákaze insider trading ako aj o zákaze uzatvárania obchodov zameraných na poškodenie tretích osôb. Rovnaké ustanovenia o využívaní dôverných informácii boli uvedené aj v ďalších zákonoch o burze č. 330 z roku 2000 a č. 429 z roku 2002. Tento istý zákaz bol zahrnutý aj v zákone o cenných papieroch z roku 1992:

§ 81 - Využívanie dôverných informácií

(1) Za dôvernú informáciu sa na účely tohto zákona považuje informácia o emitentovi, o cennom papieri alebo o jeho majiteľovi, ktorá nebola uverejnená a ktorá je spôsobilá po uverejnení významne ovplyvniť kurz alebo výnos cenného papiera, čím by jeho majiteľovi alebo inej osobe mohla priniesť akékoľvek výhody.
(2) Osoba, ktorá má zo svojho zamestnania, povolania, postavenia alebo svojej funkcie oprávnenie získať dôvernú informáciu o hospodárskej a finančnej situácii emitenta alebo o iných skutočnostiach významných pre vývoj finančného trhu a kurzov cenných papierov, nesmie uzavierať obchody s týmito cennými papiermi alebo svoje informácie využiť vo svoj prospech alebo v prospech iných osôb, a to dovtedy, než sa tieto informácie stanú všeobecne známymi.
(3) Zákaz podľa odseku 2 sa vzťahuje aj na osoby neuvedené v odseku 2, ktoré získali dôvernú informáciu.

V novom zákone o cenných papieroch č. 566/2001 je uvedená už rozsiahlejšia definícia dôvernej informácie:

§ 132- Zákaz využívania dôverných informácií

(1) Za dôvernú informáciu sa na účely tohto zákona považuje informácia, ktorá

a) nebola uverejnená,

b) sa týka jedného alebo niekoľkých emitentov alebo jedného alebo niekoľkých investičných nástrojov prijatých na obchodovanie na burze cenných papierov, alebo inej významnej skutočnosti dôležitej na vývoj kurzu alebo ceny jedného alebo niekoľkých investičných nástrojov,

c) by po uverejnení mohla významne ovplyvniť kurz alebo cenu investičných nástrojov prijatých na obchodovanie na burze cenných papierov, čím by ich majiteľovi alebo inej právnickej osobe alebo fyzickej osobe mohla priniesť akékoľvek výhody.

(2) Právnická osoba alebo fyzická osoba, ktorá má na základe svojej účasti na základnom imaní emitenta, na základe svojho zamestnania, povolania, postavenia alebo svojej funkcie oprávnenie získať dôvernú informáciu a ktorá takú informáciu získa, nesmie

a) využiť dôvernú informáciu vo svoj prospech alebo v prospech iných právnických osôb alebo fyzických osôb, najmä kupovať alebo predávať investičné nástroje, ktorých sa táto informácia týka, a to dovtedy, než sa tieto informácie stanú všeobecne známymi,

b) oznámiť alebo sprístupniť inej právnickej osobe alebo fyzickej osobe dôvernú informáciu, pokiaľ oznamovanie týchto informácií nie je súčasťou ich povinností alebo zamestnania,

c) odporúčať niekomu inému nadobudnutie alebo predaj cenných papierov na základe znalosti dôvernej informácie.

(3) Zákaz podľa odseku 2 sa vzťahuje aj na právnické osoby alebo fyzické osoby, ktoré získajú dôvernú informáciu od právnických osôb alebo fyzických osôb uvedených v odseku 2.

Počas svojej existencie burza pri výkone dohľadu nezískala také dôkazy, z ktorých by bolo zrejmé, že niektorí účastníci trhu využili dôverné informácie vo svoj prospech alebo v neprospech iných právnických osôb, preto ani neboli využité prípadné možnosti uloženia sankcií.

Definícia manipulácie trhu sa objavuje v novom zákone o burze č. 330 z roku 2000, kde je charakterizovaná nasledovne:

„Účastníci burzového obchodu nesmú uzatvárať burzové obchody zamerané na poškodenie tretích osôb, najmä burzové obchody, ktorých účelom je dosiahnutie kurzu cenného papiera, ktorý nezodpovedá aktuálnemu dopytu a ponuke pri tomto cennom papieri“.

Súčasťou burzových pravidiel bolo ustanovenie, v ktorom sa definoval postup v prípade podozrenia z manipulácie. Výbor pre obchodovanie mal kompetenciu posúdiť, či kurz cenného papiera dosiahnutý uzatvorením burzového obchodu zodpovedal aktuálnemu dopytu a ponuke v danom čase. Na základe stanoviska výboru burza mohla rozhodnúť, či predmetný obchod bol uzatvorený s cieľom manipulácie kurzu. Burza riešila niekoľko podozrení z manipulácie, avšak nikdy členovi nepreukázala úmysel. Rozhodnutia výboru vychádzali z reálnej skutočnosti, a tou bola nízka likvidita trhu a preto kurz cenných papierov v týchto obchodoch vlastne vždy zodpovedal aktuálnemu dopytu a ponuke.

Zákon o burze č. 429 z roku 2002 využíva o mnoho širšiu definíciu manipulácie:

§ 3 - Vymedzenie pojmov

4) Manipuláciou kurzov cenných papierov a iných investičných nástrojov je:

a) burzový obchod alebo pokyn na vykonanie burzového obchodu, ktorý spôsobil alebo je spôsobilý vydať nepravdivé, poplašné alebo zavádzajúce signály o ponuke, dopyte a cenách cenných papierov a iných investičných nástrojov alebo ktorý je vykonávaný samostatne jednou osobou alebo viacerými osobami konajúcimi v zhode, na účely dosiahnutia alebo udržania ceny jedného alebo viacerých cenných papierov a iných investičných nástrojov na neprirodzenej alebo umelej úrovni,

b) šírenie informácií prostriedkami zverejnenia, ktoré spôsobili alebo sú spôsobilé vydať zavádzajúce signály o ponuke, dopyte a cenách cenných papierov a iných investičných nástrojov, vrátane šírenia nepravdivých, zavádzajúcich alebo poplašných správ.

Táto definícia zodpovedá definícii manipulácie tak, ako je uvedená v návrhu smernice EÚ – Market Abuse Directive.

Definícia manipulácie trhu je prenesená do pravidiel burzy platných od 13. 4. 2003 s tým, že pri posudzovaní manipulácie kurzov je stanovené, že “za nezvykle výraznú zmenu kurzu sa

nepovažuje, ak sa cena obchodov nachádza v prípustnom cenovom pásme pre daný cenný papier platnom pre daný burzový deň“. Týmto ustanovením burza reagovala na situáciu, ktorú bola nútená v minulosti častejšie riešiť a to dokazovať členovi úmysel manipulovať kurz, napriek tomu, že člen uzatvoril obchody v súlade s pravidlami burzy a v cenovom pásme určenom burzou.

V prípade dokazovania porušovania platných zákonov členmi burzy má burza limitované možnosti, keďže má právo kontrolovať len aktivity člena a nie jeho klienta. Získanie dôkazov o insider trading alebo manipulácie kurzu (pokiaľ nedošlo k zjavnému porušeniu pravidiel burzy) je možné len rozsiahlejším prešetrovaním s dosahom na aktivity klientov členov.
Zákon o burze ukladá zriadiť burze útvar inšpekcie burzových obchodov, ktorý je okrem iného povinný vyhovieť žiadosti úradu o súčinnosť pri vykonávaní kontroly burzových obchodov. Raz za štvrťrok tento útvar informuje ÚFT o svojich kontrolných aktivitách a prípadných zisteniach formou správy o činnosti.

Pokiaľ ide o uplatňovanie sankcií vo vzťahu k členom burzy a emitentom zo zákona č. 214/1992 bola burza oprávnená udeľovať finančné sankcie za porušenie burzových pravidiel do výšky 50.000, - Sk. V súčasnosti burza nie je oprávnená udeľovať finančné pokuty a vo vzťahu k členom a emitentom môže uplatniť niektorú z nasledovných sankcií:

- pozastaviť obchodovanie s cenným papierom (najdlhšie na 30 dní), preradiť cenný papier na iný trh burzy, vylúčiť cenný papier z príslušného trhu burzy;
- udeliť a odňať oprávnenie obchodovať na burze;
- maximálne na 30 dní pozastaviť burzový obchod, ak sú ohrozené záujmy účastníkov finančného trhu (pri pozastavení burzového obchodu možno platne odvolať pokyny na registráciu prevodu zaknihovaných cenných papierov len do okamihu ich prijatia centrálnym depozitárom cenných papierov
- zrušiť burzový obchod.

V minulosti burza udelila dvom členom finančnú pokutu, jednému členovi pozastavila možnosť obchodovať, štyrom členom dočasne odňala oprávnenie obchodovať na BCPB a jednému členovi udelila neverejné pokarhanie.

Vo vzťahu k emitentom burza neuplatnila udelenie finančnej pokuty, neplnenie podmienok emitentmi sankcionovala formou pozastavenia obchodovania alebo vylúčenia cenného papiera z trhu v rámci kompetencií, ktoré jej v tom ktorom čase umožňovala platná legislatíva.

Zákon č. 330/2000 Z.z. o burze cenných papierov BCPB umožňoval výlučne bezodkladne pozastaviť obchodovanie s cenným papierom, ak cenný papier alebo emitent nespĺňal podmienky ustanovené týmto zákonom, všeobecne záväznými právnymi predpismi alebo burzovými pravidlami a vyzvať emitenta na odstránenie nedostatkov.

Na udelenie sankcií z dôvodu neplnenia informačných povinností emitentmi cenných papierov zákon o burze Úradu pre finančný trh v tej dobe neposkytoval žiadne oprávnenie. ÚFT bol oprávnený kontrolovať dodržiavanie zákona o burze cenných papierov, všeobecne záväzných právnych predpisov a burzových pravidiel, avšak štátny dozor sa podľa tohto zákona o burze vykonával nad burzou, členmi burzy, splnomocnencom a nad osobami vykonávajúcimi zúčtovanie a vyrovnanie burzových obchodov.

Podstatne lepšie boli právomoci ÚFT riešené v zákone č. 600/1992 Zb. o cenných papieroch podľa ktorého sa štátny dozor vykonával nad obchodovaním s cennými papiermi, emitentom verejne obchodovateľného cenného papiera, strediskom, organizátorom verejného trhu, obchodníkom s cennými papiermi a zahraničným obchodníkom s cennými papiermi, maklérom a prevádzkovateľom tlačiarne cenných papierov. Pri výkone štátneho dozoru úrad mal možnosť:

a) uložiť opatrenia na nápravu zistených nedostatkov,
b) uložiť pokutu až do výšky 15 000 000 Sk,
c) obmedziť alebo skončiť niektorú ich činnosť, pozastaviť najdlhšie na dobu jedného roka alebo zakázať vydávanie verejne obchodovateľných cenných papierov alebo pozastaviť najdlhšie na dobu jedného roka iné povolenie udelené podľa tohto zákona,
d) odňať povolenie udelené podľa tohto zákona.

Súčasná platná právna úprava zákon o burze č. 429/2002 Z.z. a zákon o cenných papieroch a investičných službách č. 566/2001 Z.z. (ZoCPaIS)) neumožňuje BCPB udeľovať emitentom sankcie za neplnenie informačných povinností. Dôvody vidíme predovšetkým v definícii zákonných informačných povinností, z ktorej jednoznačne nevyplýva, či možno splnenie tejto povinnosti uznať, ak príslušná správa o hospodárení emitenta nebola predložená všetkým kompetentným inštitúciám. Často sa stáva, že emitent si splní povinnosť voči BCPB a nie aj voči Úradu pre finančný trh. BCPB však hodnotí túto povinnosť za splnenú v momente, kedy emitent predloží príslušnú správu na BCPB, pričom až ÚFT komplexne hodnotí, či došlo k splnenie tejto povinnosti v rozsahu stanovenom ZoCPaIS, t.j. voči všetkým inštitúciám spolu so zverejnením správy.

Podľa zákona o burze ÚFT vykonáva dohľad nad burzou, členmi burzy, nad emitentmi cenných papierov, ktoré boli prijaté na trh burzy, a nad osobami, ktoré vydali iné investičné nástroje prijaté na obchodovanie na burze. Za nesplnenie zákonných informačných povinností môže ÚFT podľa povahy, závažnosti, miery zavinenia, spôsobu, doby trvania protiprávneho konania a jeho následkov udeliť nasledovné sankcie:

- uložiť opatrenia na odstránenie a nápravu zistených nedostatkov,
- uložiť burze alebo emitentovi uverejnenie opravy neúplnej, nesprávnej alebo nepravdivej informácie, ktorú burza alebo emitent uverejnil na základe zákonom určenej povinnosti,
- uložiť pokutu až do 20 000 000 Sk.

Podľa ZoCPaIS má ÚFT väčšie možnosti udeľovať sankcie za neplnenie informačných povinností: ÚFT môže uložiť emitentovi sankcie v podobe uloženia opatrení na odstránenie a nápravu zistených nedostatkov, uložiť pokutu do výšky 20 mil. Sk a uložiť uverejnenie opravy neúplnej, nesprávnej alebo nepravdivej informácie. Ďalej môže ÚFT pozastaviť alebo zakázať emitentovi vydávanie cenných papierov.

Na základe historických údajov v súvislosti so zákonnými možnosťami BCPB udeľovať sankcie, možno jednoznačne uviesť, že BCPB od svojho vzniku neudelila žiadne sankcie vo forme finančných alebo iných postihov okrem pozastavenia obchodovania na určité obdobie, v rámci ktorého emitenti mohli dodatočne splniť zákonné informačné povinnosti. Za vážny postih však považujeme vylúčenie cenných papierov z obchodovania na konkrétnom trhu BCPB, ktoré nasledovalo po uplynutí 3-mesačnej lehoty určenej na dodatočné splnenie zákonných informačných povinností. Pokiaľ si však emitent riadne neplní svoje povinnosti voči burze cenných papierov, burza má právo skončiť obchodovanie s cennými papiermi tohto emitenta. V opačnom prípade by išlo o priamy konflikt so zámerom zabezpečovať obchodovanie v transparentnom prostredí. Pokiaľ emitenti nemajú záujem zverejňovať o sebe

ani len minimum informácií v rozsahu stanovenom zákonom, potom BCPB neostáva iná možnosť, len sa s takýmito emitentmi rozlúčiť.
BCPB prvýkrát pozastavila obchodovanie so 496 emisiami cenných papierov 483 emitentov na voľnom trhu s účinnosťou k 17. 10. 2001.

V roku 2002 BCPB pozastavila obchodovanie s cennými papiermi na voľnom trhu dvakrát, a to za nesplnenie zákonnej ročnej informačnej povinnosti za rok 2001 s účinnosťou od 1. 7. 2002 a za nesplnenie ročnej informačnej povinnosti za prvý polrok 2002 s účinnosťou od 1. 10. 2002. V prvom prípade bolo pozastavené obchodovanie s emisiami cenných papierov 185 emitentov, v druhom prípade s emisiami cenných papierov 165 emitentov.

Po nesplnení informačných povinností za príslušné obdobia v dodatočne určenej náhradnej lehote BCPB pristúpila k vylúčeniu cenných papierov z obchodovania, a to s účinnosťou k 1. 5. 2002 na základe nesplnenia polročnej informačnej povinnosti za polrok 2001 (314 emisií cenných papierov 308 emitentov na voľnom trhu), s účinnosťou k 7. 10. 2002 na základe nesplnenia ročnej informačnej povinnosti za rok 2001 (36 emisií cenných papierov 33 emitentov na voľnom trhu) a s účinnosťou k 14.1.2003 na základe nesplnenia polročnej informačnej povinnosti za polrok 2002 (24 emisií cenných papierov 23 emitentov na voľnom trhu).

V roku 2003 došlo k pozastaveniu obchodovania so 120 cennými papiermi 114 emitentov na základe nesplnenie zákonných informačných povinností za rok 2002. V tomto prípade v súčasnosti plynie dodatočná lehota na splnenie tejto povinnosti, preto aj počet emitentov, ktorí si nesplnia zákonné povinnosti, sa pravdepodobne zníži.

Implementovanie smerníc Európskej únie do národnej legislatívy Slovenskej republiky v oblasti kapitálového trhu
V posledných rokoch došlo v SR k prijatiu viacerých dôležitých právnych noriem, ktoré boli do značnej miery iniciované potrebou harmonizácie podmienok slovenského kapitálového trhu s podmienkami kapitálového trhu Európske únie. V rámci harmonizácie došlo k vytvoreniu a prijatiu nasledovných zákonov v rámci finančného trhu:

- Zákon o cenných papieroch a investičných službách
- Zákon o burze cenných papierov
- Zákon o kolektívnom investovaní
- Zákon o dohľade nad finančným trhom a zmene a doplnení niektorých zákonov.
- Zákon o bankách
- Zákon o ochrane vkladov.

Vyššie uvedené zákony obsahujú ustanovenia relevantných smerníc Európskej únie, ktoré boli v súvislosti s prijatím týchto zákonov imlementované do národnej legislatívy. Niektoré ustanovenia pritom môžu nadobúdať účinnosť od dátumu vstupu SR do EÚ alebo odo dňa dohodnutého v príslušnej negociačnej kapitole.

1. Zákon o burze cenných papierov
Stupeň zlučiteľnosti návrhu zákona s právom Európskych spoločenstiev a právom Európskej únie: úplná zlučiteľnosť štandardov harmonizácie práva.

2. Zákon o cenných papieroch a investičných službách
Stupeň zlučiteľnosti návrhu zákona s právom Európskych spoločenstiev a právom Európskej únie: Zákon je čiastočne kompatibilný s právnymi predpismi Európskej únie.

3. Zákon o dohľade nad finančným trhom
Stupeň zlučiteľnosti návrhu zákona s právom Európskych spoločenstiev a právom Európskej únie: Návrh zákona je čiastočne kompatibilný s právnymi normami EÚ.
Úplná kompatibilita sa dosiahne až vstupom Slovenskej republiky do Európskej únie.

4. Zákon o bankách
Stupeň zlučiteľnosti návrhu zákona s právom Európskych spoločenstiev a právom Európskej únie: Zákon je čiastočne kompatibilný so smernicou 12/2000/ES. Plná kompatibilita sa dosiahne až vstupom Slovenskej republiky do Európskej únie, kedy nadobudnú účinnosť ustanovenia upravujúce poskytovanie bankových služieb bankami a pobočkami zahraničných bánk v rámci Európskej únie.
So smernicou číslo 91/308/EHS, a návrhom smernice číslo 87/C 161/04 je čiastočne kompatibilný. Plná kompatibilita sa dosiahne až vstupom Slovenskej republiky do Európskej únie. So smernicou číslo 93/6/ES je úplne kompatibilný.

5. Zákon o ochrane vkladov
Stupeň zlučiteľnosti návrhu zákona s právom Európskych spoločenstiev a právom Európskej únie: Návrh zákona je čiastočne kompatibilný s právom EÚ. Úplná kompatibilita sa dosiahne vstupom Slovenskej republiky do Európskej únie.

Pripravované smernice EÚ, ktoré budú implementované do zákonov SR:
Z plánovaných smerníc je schválená zatiaľ len Market abuse directive (MAD) č. 6/2003/EC. Termín implementácie je 12. október 2004. V SR sa prevezmú ustanovenia tejto smernice do zákona o CP a IS a do zákona o burze CP v roku 2004.
Direktíva o prospektoch je v pokročilom štádiu (common position), zatiaľ ale nie je schválená Európskym parlamentom (návrh termínu implementácie je 30. jún 2004).
V štádiu prípravy sú direktívy o investičných službách a o transparentnosti návrhu, ich schválenie sa očakáva najskôr v apríli 2004 s termínom implementácie asi 18 mesiacov, t.j. v roku 2005, čo je hraničný termín, ktorý vyplýva z FSAP (Financial Services Action Plan).

Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo ještě něco jiného?

Antonín Kubíček

Scházíme se na naší konferenci v období, které můžeme nazvat přinejmenším zajímavým. Na jedné straně máme již i my co hodnotit – náš obnovený finanční trh má za sebou již více než desetiletou - někteří tvrdí, že - velmi pohnutou - existenci a současně nás nedávné i současně probíhající události stále více přesvědčují o tom, že v souladu s klasiky, „ nikdo nic nikdy nemá míti za definitivní, neb nikdo nikdy neví, co se může státi“, a že i oblast regulace a dozoru nad finančními trhy, (respektive možná právě hlavně ona), je živým, velmi citlivým organismem, který proto, aby mohl plnit cíle a úkoly, které mu byly vloženy do vínku, musí sám sebe neustále prověřovat, regulovat a dozorovat a na základě toho pak i přizpůsobovat, vylepšovat a měnit. Pouze takový přístup a postup může být přitom alespoň východiskovou zárukou pro to, aby tento organismus se nestal překážkou, ale naopak aktivizujícím prvkem dalšího rozvoje finančních trhů, i když i to, jak jsme slyšeli v úvodním referátu, je podle některých názorů stále obtížnější.

Dovolte mi, abych - ještě před tím než se pustím do dalších úvah – uvedl tři poznámky. První poznámka se týká slova „rozcestí“, které jsem použil v názvu svého referátu. Rozcestí je možno chápat jako bod, ve kterém je třeba se rozhodnout co dál, v tomto případě např. zda v nově vzniklých situacích upřednostňovat pozitivní či negativní regulaci, zda se již konečně definitivně rozhodnout pro evropský, americký nebo zcela jiný typ regulace, zda je možno již dát větší prostor samoregulaci uvnitř samosprávných, na členském základě vytvořených a fungujících subjektů atd., nebo jako prostor, ve kterém je třeba se rozhodnout, s čím se rozejít, co opustit, a to jak z hlediska myšlenkového, koncepčního, tak i reálného, legislativního či organizačního.

Za „scestí“ je pak - podle mého názoru - třeba považovat především situaci, kdy se snažíme regulovat zbytečné množství podrobností v činnostech jednotlivých účastníků finančních trhů, podrobností v podstatě racionálně neregulovatelných, jejichž regulátorem vyžadovaná podoba je pouze jednou z mnoha přijatelných. Takovýto způsob regulace je pak jednoznačně v rozporu s požadavky trhu, narušuje jeho integritu a snižuje efektivitu vztahů a procesů na něm probíhajících. Stejně negativně působí i zbrklé a málo promyšlené reakce na nově se objevující problémy, které obvykle vznikají jako reakce na obdobné postupy realizované v minulosti nebo na málo uvážené koncepční změny, realizované dříve, než pro ně dozrál čas. Za scestí je ovšem možno považovat i spojení či splynutí dosud paralelně probíhajících procesů, činností, způsobů a forem myšlení a uvažování, organizačních forem a postupů atd., tedy všeho, co může tímto spojením představovat nejen adekvátní formu reakce na nově vzniklou situaci v daném systému, resp. tržním segmentu, ale současně i významný předpoklad pro jeho další pozitivní rozvoj. Rozhodnutí přijatá v tomto směru v roce 1997 ve Velké Británii – FSA či v letošním roce ve SRN – (BAFin) jsou, podle mého názoru, toho dobrým příkladem.

Druhá poznámka se týká problému základního cíle regulace a dozoru nad finančními trhy, tak jak byl charakterizován v úvodním referátu. Je skutečně možno považovat „ochranu investora za základní cíl systémů regulace a dozoru nad finančními trhy“? Podle mého názoru se jedná o výrazné zúžení a možná dokonce i o záměnu nástrojů a cíle těchto procesů. Základním cílem je, podle mého názoru, zachovat a dále rozvíjet plně funkční finanční trh, a to ve všech jeho konkrétních formách a podobách, aby byl schopen plnit své základní poslání, které je možné velmi zjednodušeně definovat jako: „maximálně efektivní realokaci maximálního množství dočasně volných peněžních prostředků tak, aby byly ve správném čase, ve správném množství, na správném místě a ve správných rukou, které budou schopny zabezpečit jejich maximální zhodnocení a následně pak zajistit jejich návrat k původnímu majiteli s předem dohodnutým či obvyklým zhodnocením“. Na realizaci tohoto poslání se podílí obrovské množství subjektů, účastníků finančních trhů, ze kterých je (opět s velkým zjednodušením) možno vyčlenit tři základní skupiny, z nichž každá má svou vlastní, velmi složitou strukturu. Navíc mohou být jednotlivé subjekty současně nebo postupně součástí dvou nebo dokonce všech tří skupin. Jedná se o investory, emitenty a zprostředkovatele (poskytovatele hlavních, vedlejších či dalších finančních služeb). Podle mého názoru je musí regulace a dozor chránit všechny, a to nejen před ostatními (tj. především chránit investory a emitenty před poskytovateli služeb), ale i „před sebou samými“. Všechno co může narušit nebo dokonce již narušilo velmi křehkou, nicméně základní podmínku existence a pozitivního rozvoje finančních trhů, tj. *důvěru mezi jejich účastníky*, musí být trvale sledováno, analyzováno, a pokud možno bez větší újmy pro svobodný projev tržních vztahů s maximální rychlostí odstraněno.

Úlohu americké Komise pro cenné papíry (US SEC) pro vývoj systému regulace a dozoru nad kapitálovým trhem nemůže ani nechce nikdo soudný zpochybňovat. Nicméně zároveň je třeba položit otázku, zda se tato úloha a tento vliv neposunul v současné době do poněkud jiné polohy, zda se SEC nestala přebyrokratizovaným, přetechnizovaným a především příliš velkými pravomocemi nadaným subjektem, který svým, především negativním způsobem regulace připomíná spíše hasiče, četníka nebo dokonce slona v porcelánu. Přitom ani způsob výběru vedoucích představitelů SEC se ve světle nedávných událostí neukazuje jako ideální. Samotná následná abdikace těchto představitelů může být pak nezúčastněnými nebo bezmezně obdivujícími považována za přesvědčivé gesto vrcholné demokracie a zodpovědnosti, ale proč k ní vůbec muselo dojít?

Jednoznačně je možno souhlasit s názory, které doc. Pavlát prezentuje v části věnované predikci budoucího vývoje regulace a dozoru finančních trhů. Zároveň je však - podle mého názoru - třeba doplnit i další tendence, a to především internacionalizaci a integraci vztahů a procesů probíhajících na těchto trzích , a to jak z formálního, tak především obsahového hlediska. Rozsáhlé reformy dosavadních systémů sociálního zabezpečení, o kterých hovoří ve svém referátu jako o nástroji odvrácení možné kontrakce objemů kapitálových trhů, jsou již na stolech zákonodárců i těch nejvyspělejších zemí. Jejich realizace, i když bolestivá, je otázkou několika málo let, stejně tak jako vznik dalších inovací integrujících finanční trhy do stále kompaktnějšího systému. Financování bankovními úvěry bylo, je a vždy bude organickou, základní složkou tohoto systému, na čemž nic nemění ani dočasné kvantitativní přesuny ve prospěch jeho ostatních složek. To pak může být za určitých okolností přirozeným důvodem pro to (nikoliv nedostatečná rozvinutost kapitálového trhu jak uvádí doc. Pavlát), že centrální banka je pověřena i funkcí nezávislého centrálního regulátora a supervizora nad finančními trhy respektive, a to považuji za ještě přirozenější, že její dosud specializované pracoviště vytvoří základ pro vznik takovéhoto subjektu.

Bez jakýchkoliv připomínek pak plně sdílím názory doc. Pavláta na další vývoj struktury, zaměření a organizační podoby systému regulace a dozoru, na význam aktivit regulátorů spojených s řešením inovací a na objektivní růst významu samoregulace. Všem těmto otázkám se budu krátce věnovat v další části svého referátu.

A konečně třetí poznámku a současně poděkování za inspiraci musím jednoznačně adresovat Prof. Ing. Václavu Klausovi, CSc., který již ve funkci prezidenta prohlásil - podle zprávy ČTK - na konferenci Ústavu mezinárodních financí (IIF) v Berlíně: “Když transformační země zahajovaly přeměny, tak byly dominantním krédem deregulace, liberalizace a privatizace. Nyní se ale slogany mění a volá se po regulaci, naslouchání zájmům nevládních organizací a částečném odevzdání svrchovanosti ve prospěch mezinárodních institucí a organizací“.

Jak na toto prohlášení zareagovat, co k němu dodat? Především snad to, že v oblasti finančních trhů operujeme s takovými pojmy jako je například renesance svobodné tržní konkurence, nárůst volatility peněžnich a finančních veličin, vznik, finančních inovací, institucionalizace a intelektualizace. V oblasti jejich centrální regulace pak považujeme za její základní, dlouhodobě působící vývojové trendy deregulaci, harmonizaci a samoregulaci. Tyto základní vývojové trendy se pochopitelně prosazují rozdílně v jednotlivých fázích ekonomického cyklu i v jednotlivých specifických ekonomických i společenských situacích, v žádném případě však žádnému alespoň trochu „osvícenému“ regulátoru nejde o zvýšení rigidity a rozsáhlosti regulace.

Oč však jde a musí jít, je možno, podle mého názoru, charakterizovat jako „permanentní ucpávání průduchů“ (a to nejlépe „ex ante“, když to však nejde jinak, pak pochopitelně i „ex post“), jimiž by do tohoto *tržního systému* mohla vniknout nákaza schopná narušit samotnou jeho podstatu a proces reprodukce jeho cílové funkce. Jestliže použijeme k ilustraci nejaktuálnější příklad ze současnosti, pak právě pouhé doporučení pro použití účetních postupů, oprávněnost jejichž volby verifikují pouze nezávislí externí auditoři, může vést především u velkých a mocných firem k tomu, čehož jsme v současné době svědky. A přitom stačilo tak málo, aby tento „průduch nákazy“ vůbec nevznikl. Obecně můžeme říci, že deregulovat je vždy možné a nutné tam, kde je míra regulace nepřiměřeně velká nebo dokonce zcela zbytečná a regulovat pouze tam, kde samotný tržní systém není schopen bez této pomoci zabezpečit svou reálnou existenci a reprodukci.

A nyní k výše přislíbeným úvahám. Půjde mi především o tyto otázky:

- Vztah regulace a dozoru – podstatu a subordinaci;
- Objektivitu integrace regulace a dozoru vyúsťující ve vznik jediného regulátora; východiska, možný postup a jeho etapy; pro a proti;
- Regulaci informačních toků – informační terorismus;
- Problematiku „přeregulace“ a její odstraňování;
- Specifika regulace českého kapitálového trhu.

1. Vztah regulace a dozoru.

Když jsem se začal připravovat na tuto konferenci, dostaly se mi do ruky dva materiály KCP, a sice: „Analýza efektivity státního dohledu nad kapitálovým trhem“ a „Plán činnosti KCP na rok 2003“. Pominu-li nyní, že oba tyto materiály jsou velice zajímavé a nebylo by od věci o nich uspořádat zvláštní konferenci, zaujalo mně v nich uvedené následující tvrzení: „Rok 2003 by bylo možné označit i jako rok změny, a to především v pojetí regulace samotné. Komise již není jen dozorový orgán, ale v souvislosti s pravomocí vydávat podzákonné normy se stává regulátorem, který může pružněji reagovat na potřeby regulace“.

Myslí si autoři tohoto tvrzení, že skutečně je to tak, jak tvrdí? Znají - či lépe řečeno - znali obsah právních norem regulujících český kapitálový trh a rozsah svých pravomocí z těchto norem vyplývajících? Myslí si snad, že „pouhý dozorový orgán“ by byl schopen metodicky připravit a prakticky realizovat proces přelicencování spojený s formulováním a následným vynucováním řady požadavků, o kterých v zákonech nebylo ani zmínky? Nebo snad chtějí tuto etapu své činnosti zapomenout a její výsledky dodatečně zpochybnit? Myslím, že by to neměli činit, protože ať bylo přelicencování jakkoliv problematické, je možno je považovat za přirozenou a logickou součást vývoje českého kapitálového trhu.

Samotná pravomoc vydávat zákonné či podzákonné normy je sice důležitým charakteristickým znakem regulátora, ale zdaleka ne jediným a všezahrnujícím. Regulace je a vždy musí být dynamickou jednotou stanovení pravidel, jejich uplatňování, včetně dohledu či dozoru nad tímto uplatňováním a jeho případným vynucováním, evaluace a inovace. Regulace a dozor tedy nikdy nejsou (a to bez jakéhokoliv zpochybňování významu organizační podoby těchto procesů) a ani nemohou být oddělené a na sobě nezávislé činnosti. Anebo snad ano? Ve specifických podmínkách českého kapitálového trhu bylo a je snad i toto možné.

2. *Vznik jediného regulátoru.*

Již z předcházejícího textu alespoň implicitně jistě vyplynul můj názor a vztah k tomuto problému. Dovolte mi při této příležitosti alespoň miniaturní historický exkurs. Již od samého

začátku renesance českého kapitálového trhu existovala na MF ČR skupina výkonných pracovníků (a to nejenom v odboru dozoru kapitálového trhu), kteří se snažili získat pro regulaci i její optimální organizační podobě odpovídající postavení v systému tehdy vznikajících tržních vztahů. K možnosti realizace tohoto záměru zdánlivě pozitivně nahrávala i situace v bankovním dohledu ČNB a doporučení, která vyslovovali různí zahraniční experti, kteří se tehdy u nás v relativně velkém množství pohybovali. Tato snaha však narazila na jednoznačný nezájem a možno říci i odpor tehdejších vedoucích představitelů ministerstva, a proto se nestalo téměř nic. Kroky, které se v tomto směru uskutečňovaly, byly v převážné míře pouze formální. Zjednodušeně je možno shrnout, že tehdy vládnoucí neoliberální ekonomická doktrína nebyla uvedeným záměrům nakloněna a „čas ještě nenazrál“. Na „lepší časy“ se začalo blýskat s nástupem nejmenovaného ministra financí, který sám v několika případech hovořil o nutnosti zásadní změny v postavení regulace a dozoru nad finančním trhem, a to jak z hlediska jejího obsahu, tak i z hlediska jejího organizačního uspořádání, ale čas jemu svěřený byl tak krátký, že se v něm pochopitelně nic nepodařilo zrealizovat. A v současnosti jsme se, podle mého názoru, dostali do další, tentokrát snad již závěrečné (i když pochopitelně jen relativně) a vítězné etapy boje za „optimalizaci“ postavení regulace v systému segmentu finančního trhu. Přispěly a přispívají k tomu objektivní i subjektivní změny, ke kterým došlo a dochází v globálních, vnějších i našich vnitřních podmínkách, a jsem proto přesvědčen o tom, i když to nepůjde žádnou závratnou rychlostí ani „nebezpečně“ přímočaře, že se pozitiv jistě brzy dočkáme. Doufám, že nás o tom přesvědčí i avizované vystoupení pana náměstka Šulce i dalších.

3. *Regulace informačních toků.*
Zabezpečení potřebného množství relevantních informací, a to především pro investory ale nejen pro ně, považuje teorie i praxe za jeden z nejdůležitějších úkolů regulátora a za základ pro naplňování jedné z jeho základních úloh, tj. zajištění bezpečnosti cenných papírů. I když v žádném případě nechci toto zadání jakkoliv zpochybňovat, chci zde upozornit na jeden aspekt, který mě stále více trápí.

Dnešní společnost, která - vedle mnoha jiných označení - je také označována za společnost informační, dává totiž obrovskou možnost šíření nejen relevantních, pravdivých a správných informací, ale také informací právě opačných. Historicky nejde o nic až tak nového (viz na příklad árii dona Bazília o pomluvě), ale rozsahem, dosahem i možnými důsledky jde o zcela novou kvalitu, kterou ve zvlášť výjimečných případech je možno charakterizovat jako „informační terorismus“ zaměřený na záměrné ničení investičních nástrojů, jejich emitentů, vlastníků a Bůh ví čeho dalšího.

Možnosti regulátorů zamezit šíření těchto pseudoinformací jsou velmi omezené. Snad jen vytváření vzorových etických kodexů obsahu a způsobů šíření informací a jejich dobrovolná, a o to často účinnější implementace samosprávnými seberegulujícími organizacemi, probíhající ruku v ruce s průběžně realizovaným osvětovým a výchovným procesem doprovázeným odstrašujícím sankcionováním jejich narušovatelů, by mohlo alespoň ve střednědobé perspektivě přinést pozitivnější výsledky.

Ale nevím, zda to skutečně je možné. Existuje tu velmi silná a dobře organizovaná síla, která při jakékoliv snaze něco v této oblasti omezit, začne ihned hovořit o omezování svobody projevu a lidé si jaksi na senzace již zvykli a někteří již bez nich a především bez jejich „šťavnatého“ popisu v médiích už ani nedovedou existovat.

4. *Přeregulace.*
Mezi jeden z nejvýznamnějších úkolů regulátorů patří i povinnost v maximálně krátké době reagovat na připravované a uskutečňované finanční inovace, a to v celém komplexu objektivní i subjektivní stránky vztahů a procesů probíhajících na finančních trzích i na změny obsahu a forem narušování dosud platných norem a pravidel chování a jednání jednotlivých subjektů či jejich skupin na těchto trzích působících. Tento nesporně významný úkol, jehož řešení má obrovské množství konkrétních podob, od „mávnutí rukou" přes podmíněnou či jednoznačnou verifikaci, dočasný či trvalý zákaz, novelu dosavadních či vytváření nových norem atd., však na straně regulátorů často (i když ne vždy úmyslně), svádí k tvorbě situace, kterou je možno nazvat „přeregulováním".

Zjednodušeně řečeno, reguluje se nové a nedereguluje se staré, neživotné nebo takové, co je správně realizováno i bez „vnější" regulace. Regulátor však musí trvale hodnotit své dosavadní regulační akty, konfrontovat je se změněnou situací a záměrem maximalizace efektivnosti procesů probíhajících na finančních trzích. To je ovšem nezbytné i u každého nového přijatého regulačního rozhodnutí. V případě, že regulátor zjistí cokoliv přežilého, má to bez zbytečného odkladu zrušit. Je třeba mít stále na paměti, že základním, byť v dlouhodobém horizontu působícím trendem není růst regulace, ale právě její opak – deregulace.

5. *Specifika regulace českého kapitálového trhu.*
V závěru ještě několik slov ke specifikům regulace českého kapitálového trhu. Nepůjde ani o nostalgii, ani o rozhořčení, ani o opakování již napsaného nebo řečeného. Chtěl bych jen upozornit na to, že nevidím žádné pozitivum v tom, budeme-li v této souvislosti používat silných slov (jako to například učinil „známý odborník na problematiku kapitálového trhu" pan doc. Ježek ve svém nedávném rozhovoru pro MF Dnes) nebo přehlížet (z neznalosti či záměru) fakta a skutečnosti, abychom si tak vytvořili „dostatečně průkazná východiska" pro své vlastní pozitivní hodnocení, jak toho jsme například svědky ve výše uvedeném materiálu KCP a řadě jiných materiálů.

Abychom mohli objektivně hodnotit negativa i pozitiva dosažená v minulosti, realizované prohry i výhry, a tím zároveň umožnili toho všeho využít i pro současnost a budoucnost, musíme s maximální možnou objektivitou vše, co se stalo, popsat, zanalyzovat a zhodnotit. To je dluh, který musíme - my pamětníci - ještě splatit, abychom odcházeli od vykonané práce jako od uklizeného stolu. Je to zároveň náš závazek, jehož splnění bereme jako naši přirozenou povinnost.

Regulace a dozor nad kapitálovým trhem z pohledu BCPP, a.s.
Pavel Hollmann

Chtěl bych vyjádřit svůj názor ke třem tématům. Za prvé, k formě a obsahu regulace. Jde o to, aby regulace a dozor byly vyhovující. Je samozřejmě otázkou pro koho vyhovující, respektive komu by měl dozor a regulace sloužit. Jsem toho názoru, že regulace je tady pro trh a nikoli trh pro regulaci. Že regulace musí sloužit a vyhovovat účastníkům trhu. Pojem „účastníci trhu" poněkud rozšiřuji. Regulace a dozor je někdy chápán jako služba pro drobné investory, velké investory a emitenty. Myslím si, že regulace musí sloužit i dalším účastníkům. Musí sloužit brokerům, brokerským firmám, obchodníkům, musí sloužit i poskytovatelům služeb jako jsou regulované trhy, depozitáře, clearingové systémy a na tyto uživatele se občas zapomíná.

Pokud by mělo dojít ke sloučení regulátorů a dozorů v jeden celek (něco jako Czech FSA), je otázka, co to přinese, jaký z toho bude profit. Máme snad kopírovat módní vlnu, která přišla ze Skandinávie a zvláště silně z Anglie při vytvoření anglické FSA? Byl jsem na konferenci, kde šéf FSA byl dotázán z pléna, jak a zda vůbec je tato organizace schopná kontrolovat a řídit tak rozsáhlé činnosti velice diferencovaného zaměření jako je na jedné straně kapitálový trh, penzijní fondy, bankovní dozor atd. Odpověď zněla tak, jak se očekávalo: samozřejmě jsme to udělali tak, že máme samostatný odbor a divizi pro kapitálové trhy, pro banky, pro penzijní fondy. Následoval okamžitě druhý dotaz, téhož tazatele. A otázka byla - co se tedy změnilo, jaký byl z toho profit? Odpověď byla velice jednoduchá. Profit z toho je, že jsme to vše dali pod jednu střechu, zlepšila se koordinace, odstranila se dvojkolejnost a sjednotily se přístupy k regulovaným účastníkům trhu. Myslím si, že i pokud „by mělo být přínosem sjednocení regulace a dozoru“ pouze toto, pak by bylo docela dobré do tohoto riskantního podniku jít.

Proč říkám riskantního? Mám trochu obavy z toho, aby se nevytvořil orgán, který bude mega-moloch byrokratického typu, prakticky neakceschopný. Možná mě v tom i trochu utvrdilo i to, že americká komise pro cenné papíry zaměstnává tři tisíce lidí a když to sledujete v poslední době, je to řada průšvihů jeden za druhým. Jistě nikdo nechce, aby se vytvořil takový orgán, který by v podstatě jen čerpal náklady na svoji činnost a výsledek by byl velice mizivý, takřka nulový. Ale podívejme se na státní správu, také nikdo nechce, aby se rozrůstala, aby byly vyšší náklady, a přesto si tiše roste a spotřebovává více a více peněz. Je otázka, jak tedy zajistit, aby se to nestalo uvažovanému novému sjednocenému dozoru. Zákonem asi těžko.

Myslím si však, že je možno už při úvahách o vzniku tohoto sjednoceného orgánu odpovědět na legitimní otázku, co to bude stát a kdo to bude platit. Protože, co to bude stát a kdo to bude platit, se určitě dotkne i těch předtím zmíněných uživatelů trhu, to je obchodníků, to je organizátorů trhu, když se budu držet jenom kapitálového trhu. Při rozhodování, zda vytvořit tento regulační orgán či ne, bude zde mnoho pro a proti. Rozhodně je také nutné dát si podmínku, že jeho náklady nesmějí přesáhnout, ba dokonce musí být nižší nežli součet nákladů současných samostatných regulátorů a dozorů. Nižší proto, že očekáváme efektivnost v činnosti takovéto organizace a tedy úsporu. Tento stimul považuji za velmi důležitý. Mnohokrát jsem se setkal s názorem, že regulátor tady bude bez ohledu na to, zda budeme mít kapitálový trh nebo nebudeme. Právě stimulační faktor by měl podpořit to, co by nový regulátor měl dostat do vínku a co by mělo být jeho základním úkolem, a nemyslím teď jen kapitálový trh. Základním cílem jeho činnosti by měla být podpora a zlepšování kapitálového trhu. A tento stimul by mohl být vytvořen tím, že příspěvek na činnost takového organizátora by zčásti byl odvislý od toho, jaký trend rozvoje co do obsahu a výkonu by trh projevoval v několika posledních letech.

Pokud se týká samoregulace, funkce samoregulujících orgánů a jejich využití. Já jsem maximálně pro to, aby se využily. Jsem dokonce přesvědčen, že je zde řada organizací a nejenom burza, které jsou založeny na členském principu a jsou schopny tuto úlohu převzít. Dokonce musím říci, že se mi o tom nechce ani moc diskutovat, jak mi to připadá jasné. Spíš bych chtěl vyjádřit názor na to, jak by se mělo pohlížet na samoregulující organizace. Jinými slovy vlastně říci, co podle mého názoru samoregulující organizací neni. Určitě to podle mne není organizace, která sice je prohlašována za samoregulující, ale kde regulující orgán schvaluje (přímo nařizuje a rozhoduje) každý detailní úkon, rozhoduje o každém pravidlu, schvaluje prováděcí předpisy apod. Na druhé straně opačný extrém – rozhodně to není ani

organizace, která formálně je regulovanou, ale de facto stojí mimo dozor a regulaci. Je tedy otázka, jak nastavit řízení a postavení takovéto organizace, aby byla skutečně efektivně realizována, aby z toho byl skutečně přínos pro obě dvě strany.

Zdánlivě odbočím. Nemám rád účetnictví, které mi připadá jako neproniknutelná spleť různých souvztažností a ty jsou při každé změně různých zákonů obalovány další vrstvou této sítě. Ale musím říci, že jsem z tohoto negativního názoru částečně vystřízlivěl po té, co jsem se mohl seznámit s principy nového zákona účetnictví. Účetnictví přechází na zcela jiný princip – na princip standardu, nikoli detailního řízení a popisu toho, jak se má dělat. Pouze stanovení standardu, jak se má účetní jednotka chovat. Jestliže to jde v tak neprůhledné činnosti jakou účetnictví je, tak si myslím, že takový princip lze využít i pro řízení a kontrolu samoregulující organizace. Stanovme standardy pro činnosti samoregulujících organizací a kontrolujme plnění těchto standardů a to ostatní, jak se to provede, nechme plně na nich. Myslím si, že to může skutečně vést k efektivnění kontroly a dozoru. Samozřejmě má to háček, možná několik háčků. Zaprvé – regulátor bude muset projevit vnitřní sílu a vzdát se části své moci. Zadruhé – regulátor bude muset projevit větší víru ve schopnosti organizací toto převzít a bude muset projevit i menší víru ve vlastní neomylnost. Za třetí, samoregulující organizace bude muset pochopit, že i nadále je regulovaným a dozorovaným subjektem a chovat se podle toho.

K třetímu tématu – k informačnímu terorismu a k regulaci informací. Za projev informačního terorismus chápu tézi, která byla svého času vyslovena při přípravě sjednoceného evropského trhu v rámci EU a často diskutována i v ČR, totiž tézi, která pod rouškou boje za transparentnost říká, že všechny informace, které jsou na trhu, musí být všeobecně a snadno dostupné a že se o to se musí postarat organizátor trhu a zadarmo. Z populistického hlediska je to OK, protože když vezmete kurzy, ty dostane každý organizátor od obchodníků. Informace o dividendách dostane od emitenta atd. Ale otázka je, kdo má hradit náklady spojené s přípravou informací? Co to, že se objednávky v systému musí zpracovat? Co to, že musí být takovéto údaje sumarizovány, vyhodnocovány, kalkulovány a především musí být určitými technologiemi přeneseny, zpracovány a dále šířeny?

Požadavek bezplatného zveřejňování považuji za terorismus hlavně proto, že aplikace tohoto principu by zásadně narušila současnou informační strukturu a nepřinesla by žádné zlepšení. Dovedu si živě představit jeden z důsledků: burzy by musely v podstatě na veřejné desce, na veřejném místě vyvěšovat stručný přehled kurzů a objemu obchodů. Investoři, akcionáři by se mohli na něj podívat, pracovníci informačních agentur Reuters, Blomberg by si mohli tyto informace opsat a pak je za úplatu šířit ostatním uživatelům. A samozřejmě zodpovědnost za úplnost, správnost a včasnost takové informace by přešla na agentury, které stojí *mimo regulaci.* Jsem optimista, a proto si myslím, že budou i v budoucnu jiné důvody, proč navštívit pražskou burzu než se přijít pouze podívat na burzovní lístek.

Samoregulace na kapitálovém trhu
Václav Liška

Regulace kapitálového trhu je založena na přesně vymezených pozicích jeho účastníků a v moderních zemích, kde funguje vyspělý kapitálový trh a právní systém, je dovoleno účastníkům tohoto trhu podílet se na samoregulaci. To znamená ve větší či menší míře regulovat sama sebe, a to pod dohledem regulačních institucí dané země.

Pokud hovoříme o regulaci kapitálového trhu, můžeme ji chápat ve více vrstvách:

1. Mnohovrstevnost regulace
Struktura dohledu z pohledu firmy
A. vně firmy
1. rovina – státní dohled
    1. KCP a další státní instituce

2. rovina smluvně-povinná
    1. Depozitář
    2. Auditor
    3. Burza, Clearing House
3. rovina dobrovolná
    1. Rating
    2. SaRO – samoregulační Asociace (Unis, AOCP, BA)

B. uvnitř firmy
    1. Vnitřní kontrolní mechanismy firem
    2. Firemní auditor

Dozor efektivně funguje, pokud je celistvý a provázaný.

Pod dohledem státních regulačních institucí funguje další stupeň regulace, a to *samoregulace. Samoregulaci vykonávají určité profesní asociace účastníků finančního trhu.Tyto asociace nejenže prosazují a chrání zájmy svých členů, ale zasahují i do celé řady dalších oblastí.* Jednou z forem samoregulace je i fungování burz cenných papírů.

2. Samoregulace (SaRO) v jednotlivých zemích
V USA samoregulující organizace podléhají dvěma základním statutárním schématům, tj. ustanovením, jež se týkají 1) konkrétních kategorií organizací a 2) všeobecným ustanovením, která platí pro všechny organizace. Samoregulační organizace uznávané v USA zákonem o burze cenných papírů jsou:

- Národní burzy cenných papírů (např. NYSE, AMEX apod.)
- Registrované asociace pro cenné papíry (např. NRSD, NASD)
- Registrované agentury pro zúčtování (např. DTC,NSCC)

Federální zákony stanovují podrobná kritéria, jež musí konkrétní subjekt příslušným způsobem splnit. Týkají se např. členství, prosazování dodržování zákonů či předpisů, disciplinárních záležitostí, případně dalších organizačních pravidel. Zákonnému dohledu také podléhají pravidla a opatření přijatá tímto subjektem.
Mechanismy vládního dohledu nad SRO prostřednictvím Komise pro cenné papíry (SEC):

1. Požadavky na registraci (před zahájením činnosti musí mít SRO souhlas SEC) a Exchange Act stanoví kritéria, která musí organizace splňovat (SRO např. musí prosazovat u svých členů dodržování zákonů a pravidel i vlastních pravidel, SRO musejí předcházet svou činností podvodným praktikám, pravidla SRO musejí stanovit disciplinární postupy, pravidla SRO nesmějí bránit konkurenci atd.)
2. Registrační proces (po předložení přihlášky je tato skutečnost veřejně publikována, zainteresované osoby se mohou k přihlášce vyjádřit; při splnění požadavků je registrace udělena, při odmítnutí musí SEC zdůvodnit, proč žádost zamítl)

3. Stanovení pravidel SRO (SRO musí předložit SEC pravidla obchodování a SEC je může zrušit, doplnit, pozměnit atd.).
4. Sankce SEC proti SRO (SEC může pozastavit nebo zrušit registraci SRO, odvolávat členy SRO, vyloučit je apod.).

Ve Velké Británii, kde je koncepce samoregulace nejrozvinutější, jsou členové samoregulačních organizací osoby oprávněné v rámci ustanovení Zákona o finančních službách (FSA), které mohou pracovat v tomto sektoru z titulu svého členství.
FSA stanovuje, že samoregulační organizace se může obrátit na státního tajemníka se žádostí o vydání příkazu, který ji vyhlásí za uznávanou samoregulační organizaci. Na základě tohoto zákona je funkce uznávání samoregulační organizace převoditelná na ustanovenou agenturu, u které se prokáže, že byla převedena na Radu pro cenné papíry a investice, což je ve Velké Británii organizací analogickou Komisi pro cenné papíry. V současné době Rada pro cenné papíry a investice schvaluje a uznává následující hlavní samoregulující se organizace:

- Orgán pro cenné papíry (Securities and Futures Authority - SFA), který odpovídá za činnost těch účastníků trhu, jejichž hlavní funkcí je zařizování a poradenství pro podnikání v oboru cenných papírů a derivátních instrumentů. To jsou např. brokerské agentury, obchodování vlastníka (komitenta), podnikové financování, správu a řízení fondů klientů - soukromých osob, poradenství v oblasti správy a řízení institucionálních fondů, tvůrce trhu a arbitrážní obchodování.

- Organizaci pro regulování správy a řízení investic (Investment Management Regulatory Organisation - IMRO) odpovídá za činnosti účastníků trhu v případě, že jejich hlavní funkcí je řízení investic jménem jiných subjektů, ať již právnických nebo fyzických osob, jmenovitě pak kolektivního investování, pensijních fondů, pojišťovacích společností, správců programů kolektivního investování, řízení fondů soukromých osob nebo institucionálních klientů na individuálním základě.

- Úřad pro investice z řad jednotlivých osob (Personal Investment Authority - PIA). Tento orgán odpovídá za činnosti účastníků trhu, jejichž hlavní funkční náplní je obchodování, eventuálně prodej určitých pojištění, penzí, na míru šitých investičních produktů a podílů v rámci programů kolektivního investování. To zahrnuje pojišťovací společnosti, nezávislé finanční poradce, brokery, zaměstnance bankovních poboček jakož i kohokoliv dalšího, kdo poskytuje investiční poradenství za odměnu.

Pro nás je však inspirující i fungování trhů ve Švédsku, Dánsku, Polsku atp.

3. Samoregulační organizace na mezinárodní úrovni

Vedle regulace na národních trzích, který je regulován státními orgány dané země (nebo pod jejich dohledem) existuje i rovina mezinárodní kde fungují mezinárodními orgány.

Samoregulace probíhá v oblasti národní i mezinárodní. Tyto samoregulační nadnárodní, evropské či světové organizace sdružují větší celky a na nich pak provádějí samoregulaci. Samozřejmě také dohlížejí na dodržování stanovených pravidel a snaží se o všemožnou podporu rozvoje daného odvětví. Plní vcelku stejné funkce jako organizace podobného rázu na národní úrovni. Mezi nejdůležitější světové samoregulační organizace patří FESI, IOSCO, FESE, ICI a FIBV. Jako příklad uvedeme údaje o FEFSI.

A. FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) je celoevropskou Organizací tohoto průmyslu. Sdružuje investiční fondy 15 členských zemí EU, České republiky, Maďarska, Norska, Polska a Švýcarska. Kromě zmíněných členů pod FSI spadá od roku 2000 i Slovenská Asociace správcovských společnosti (ASS). Tato slovenská asociace má statut přidruženého pozorovatele. FEFSI byla založena v roce 1974. Její sídlo se nachází v belgickém Bruselu. Nyní, skrze své členské organizace, zastupuje více než 900 finančních společností s celkovým objemem přes 36tis. investičních fondů. Mezi členské organizace FEFSI patří i UNIS ČR (Unie investičních společností ČR).

Cíle FEFSI

FEFSI v rámci své činnosti plní několik základních cílů. Prosazuje rovné příležitosti pro všechny investiční fondy, a to na všech investičních trzích. Snaží se o udržení vysokého stupně ochrany investora. Chrání celistvost evropského průmyslu investičních fondů a propaguje nejvyšší etické a morální zásady ve všech oblastech podnikání s finančními zdroji. Mimoto se snaží být zdatným a reprezentativním obchodním partnerem regulátorů, ostatních organizací, tisku a veřejnosti, a to v rámci Evropy i mimo ni. Poskytuje veřejnosti, průmyslu a regulátorům zásadní informace, zejména pak informace související s příslušným odvětvím. FEFSI zaujímá aktivní postoj v podpoře průmyslu evropských investičních fondů a v rozvoji směrem k jednotlivým finančním trhům.

Pravidla FEFSI pro obchodní transakce

FEFSI se rozhodla vyhovět požadavkům investorů, médií a veřejnosti a stanovila určité pracovní standardy. Jde o zásady, které odrážejí chápání korektního obchodování, uznávané FEFSI. Tato pravidla jsou určena manažerům investičních fondů v Evropě a jsou doporučeními, jak řídit obchodní transakce a jak realizovat plán investičních kapitálových zdrojů. Zásady FEFSI jsou založeny na mezinárodně uznávaných normách, ale ponechávají i prostor v rámci jednotlivých zemí. Doručená pravidla mají přispívat ke sladění obchodních zvyklostí manažerů z různých evropských zemí. Odrážejí náročné standardy a podporují celistvost a průhlednost. Pravidla postupu při investování jsou dle FEFSI následující:

1) Vylíčení investičních cílů a plánů v informační brožuře musí poskytovat dostatečné informace, aby se investor ujistil o celkové a stručné charakteristice fondu.
2) Informační brožura by měla jasně popisovat investiční cíle a charakter fondu, postup fondu k dosažení investičních cílů, dotčené geografické a průmyslové oblasti a měla by se zmiňovat o navrhovaných technikách pro krizové řízení.
3) Uskutečnění investičního plánu musí být v souladu s předkládanou informační brožurou a jinými marketingovými materiály.
4) Musí být zaveden odpovídající mechanismus vnitřní kontroly a dodržování pravidel, sloužící k monitorování realizace investičního plánu. Tyto mechanismy by měly být nezávisle přezkoušeny a vyhodnoceny.
5) Investoři musí obdržet pravidelné zprávy o průběhu realizace investičního plánu.
6) Název fondu by neměl být zavádějící nebo vedoucí k nedorozumění.
7) Manager fondu by měl ověřit, že každý investiční fond je a zůstává správně zařazen, že odpovídá investičnímu plánu a je včleněn do správné kategorie nebo vrstvy fondů tak, aby poskytoval investorovi nezkreslené informace.

Zásady pro obchodní jednání stanovené FEFSI

1) Všechny obchodní transakce by měly proběhnout na základě zásady, že je lepší si držet smluvní stranu od těla, ale dosáhnout oboustranné spokojenosti.

2) Manageři fondů by si měli osvojit čistý a průhledný způsob jednání pro zprostředkovávání a další jednání, která jsou založena na principu plurality s odpovídajícím způsobem chování.
3) Dle výběru protistrany musí být dodržována dostatečně vysoká úroveň jednání.
4) Musí být zaveden odpovídající mechanismus vnitřní kontroly a dodržování pravidel, sloužící k monitorování výše uvedených zásad pro obchodní jednání. Tyto mechanismy by měly být přezkoušeny a vyhodnoceny nezávisle.
5) Průběh jednání na základě těchto zásad by měl být průběžně sdělován investorům.

B. IOSCO (International Organization of Securities Commissions) je mezinárodní organizací pro cenné papíry, která od r. 1970 sídlí v Montrealu (Kanada) a má 134 členských organizací z 81 států. IOSCO působí na úseku mezinárodních kapitálových trhů, jejichž význam v posledních dvou desetiletích nezadržitelně stoupá.

IOSCO sdružuje 3 kategorie členů (členy kmenové, členy partnerské a členy přidružené v počtu čtyřicet čtyř přidružených členů).

K IOSCO ještě patří samoregulační organizace (Self-Regulatory Organizations - SROs). Ty jsou přidruženými členy a fungují pomocí Poradní komise autoregulačních organizací. IOSCO udržuje úzký vztahu s samoregulačními organizacemi a mezinárodními organizacemi, které tvoří její přidružené členy, a které se souhlasem IOSCO předkládají konstruktivní podněty k činnosti. Poradní komise samoregulačních organizací jmenuje kontaktní osoby s pracovními skupinami Technického výboru a poskytuje důležité informace související s regulačními podněty.

V Evropě od prosince 1997 vykonává regionální mezinárodní dohled nad obchodováním s cennými papíry *Fórum evropských regulátorů trhu s cennými papíry (Forum of European Securities Comissions – FESCO*), které sídlí v Paříži. FESCO bylo založeno s cílem zlepšit součinnost regulátorů trhu v Evropském ekonomickém prostoru (European Economic Area), vytvářeným státy EU, Norskem, Islandem a Lichtenštejnskem. Cílem FESCO je:
- utvořit přehledný a výkonný jednotný evropský trh v oblasti finančních služeb
- společný postup při vypracovávání standardů
- poskytovat podporu při upevňování mezinárodní spolupráce, při upevňování dohledu nad trhem a prosazování opatření vůči porušovatelům.

C. FESE (The Federation of European Securities Exchanges) je federací evropských burz naplňuje společný zájem evropských burz o zvyšování jejich individuální a kolektivní výkonnosti a schopnosti efektivně pracovat v procesu integrace cestou bilaterálních a regionálních vazeb. Federace slouží jako forum, na němž lze projednávat a schvalovat jak strategii, tak i metodologii .

D. Mezinárodní asociace obchodníků s cennými papíry – International Securities Market Association – ISMA , která je následnickou organizací po Asociaci mezinárodních obchodníků s dluhopisy – Association of International Bond Dealers – AIBD, působí od roku 1969 se sídlem v Curychu (Švýcarsko).

E. Další světové samoregulační organizace:
ICI (The Investment Company Institute) je národní asociací průmyslu amerických investičních společností. Má podobný význam a účel jako uvedená organizace FEFSI.
FIBV (The World Federation of Exchanges) je mezinárodní federací burz cenných papírů.

4. Samoregulační organizace v ČR

A. Unie investičních společností České republiky /UNIS ČR/

Je jednou z prvních (vedle BCPP a Bankovní asociace) a dnes velmi dobře fungujících samoregulačních organizací v ČR. Tato Unie je členskou organizací evropské organizace FEFSI. UNIS se jako samosprávná organizace podílí na řešení celé řady dílčích úkolů. Hlavním cílem UNIS ČR je dál rozvíjet kolektivní investování a přiblížit ho standardním podmínkám v Evropské unii.

Unie je složena z několika hlavních orgánů. Patří mezi ně *předsednictvo, etický výbor*, a revizoři. Dále pak pro jednotlivé odborné komise a pracovní skupiny jsou jmenováni jejich předsedové. Významnou složkou činnosti celé Unie jsou *odborné komise* a pracovní skupiny. V nich pracuje velký počet odborníků členů Unie a jsou významným přínosem k řešení problémů. Těmito komisemi jsou legislativní komise, finanční a daňová komise, pracovní skupina pro oceňování majetku fondů, pracovní skupina pro informační povinnost, pracovní skupina pro otázky internetu, pracovní skupina pro otázky distributorů.

B. Další organizace v České republice:

1. Bankovní asociace
2. Asociace penzijních fondů
3. Česká asociace pojišťoven
4. Asociace leasingových společností
5. Asociace obchodníků s cennými papíry a makléřů
6. Asociace pro rozvoj kapitálového trhu

5. Jak dále v ČR aneb budoucnost SaRO v České republice

Budoucnost SaRO bude vymezena (či spíše bohužel nevymezena) novými zákony o podnikání na ČKT. Dnešní navrhovatelé se např. v oblasti kolektivního investování zřejmě spíše přiklání k tzv. německému modelu, který více využívá auditory, kteří mají ověřovat dodržování všech zákonných povinností (např. IsaF.)

Z toho, co již bylo řečeno o situaci na vyspělých kapitálových trzích vyplývá, že účelem samoregulační organizace je vytvoření takové profesní asociace účastníků kapitálového trhu, která bude nejen obhajovat a prosazovat zájmy svých členů, ale která zaměří svoji další činnost mimo jiné i na následující oblasti:

- vytvoření principů etického kodexu a dohled na dodržování jeho pravidel,
- přijímání nových členů nesmí být automatické, ale žadatelé by měli splnit i některá stanovená kritéria (např. délku působení na kapitálovém trhu)
- vykonávání samoregulující činnosti členů a jejich metodické usměrňování
- spolupodílení se na iniciování potřebných legislativních změn v závislosti na vývoji kapitálového trhu,
- napomáhání zvyšování odborné úrovně pracovníků působících na kapitálovém trhu.

Z hlediska ochrany investorů je třeba vytvořit a uvést v život mezinárodně uznávaný a přijatelný *kodex principů korektního chování* účastníků kapitálového trhu, který by plnil zejména tyto funkce:

- chránil by investory proti zneužití se strany licencovaných subjektů
- zlepšil by služby poskytované účastníky kapitálového trhu, např. obchodníky s CP, investičními fondy, společnostmi apod.)

- vytvořil by podmínky k většímu využívání subjektů, které mají povolení působit na kapitálovém trhu i tím, že by umožnil přísnější udílení sankcí při nedovoleném podnikání.

Zárukou účinné práce SaRO by měl být etický kodex podnikání, jehož dodržování je závazné pro všechny členy SaRO. Jeho pravidla musí obsáhnout přinejmenším principy uvedené v následujících odstavcích a musí být aplikovány tak, aby vzaly v úvahu profesionální povahu osoby, které je služba poskytována.

Podle etického kodexu SaRO každý člen SaRO:

- jedná čestně a nestranně při výkonu podnikatelských aktivit v zájmu svých klientů a integrity trhu,
- jedná profesionálně a zodpovědně v zájmu svých klientů a integrity trhu,
- má zdroje a postupy, které jsou nezbytné pro řádný výkon jeho podnikatelských aktivit, a řádně je využívá,
- žádá od svých klientů informace o jejich finanční situaci, zkušenostech s investováním a o jejich cílech s ohledem na požadované služby,
- při obchodech s klienty adekvátně zpřístupňuje relevantní podstatné informace,
- snaží se vyhnout střetu zájmů,
- plní všechny požadavky regulace aplikované na výkon svých podnikatelských aktivit, aby byly podpořeny nejlepší zájmy klientů a integrity trhu.

SRO má povinnost zveřejňovat informace pro KCP.

Pokud jde *o vnitřní normy* samoregulační organizace, každá z nich by měla mít
a) stanovy, b) etický kodex či jinak pojmenované standardy chování, c) represivní pravomoci zejména v oblasti porušování etických norem chování a v neposlední řadě za d) řešení obchodních sporů mimosoudní cestou, např. prostřednictvím rozhodčích soudů.

Úloha samoregulačních organizací se jeví jako primární, neboť členství v samoregulační organizaci by už samo o sobě mělo potenciálnímu investorovi skýtat záruku dodržování etických norem.

Vývoj názorů na integraci dozoru nad finančními trhy
Jaroslav Šulc

Soudím, že myšlenka integrovaného dozoru nad finančním trhem či trhy – na rozdíl od myšlenky dozoru dezintegrovaného – byla v minulosti nejspíš vždy silnější. Přesto se dosud neprosadila – alespoň ne plošně. Jistě existovaly a existují důvody, proč je tomu tak a nejinak. „Zásluhu na tom mají zejména důraz na specifičnost oddělených dozorů, jistě nevyzrálost trhů a možná i síla a postavení centrálních bank.

Proto jsme v situaci, kdy se ve světě kolem nás uplatňují dva základní modely institucionálního uspořádání dozorů, a sice

a) sektorové uspořádání. V tomto modelu existuje několik dozorových orgánů, z nichž každý se specializuje na určitý sektor finančního trhu a tyto orgány vzájemně spolupracují. Existuje tak relativně samostatný dozorový orgán (instituce, úřad, komise) pro banky, pro pojišťovnictví, pro kapitálový trh atd. Příkladem je Řecko, Španělsko, Portugalsko, Belgie, Finsko, Francie,

Lucembursko a odpovídá mu i současná organizace dozoru nad finančním trhem v ČR, tvořená čtyřmi subjekty;

b) jednotný dozor nad finančním trhem. Při nezbytném respektování specifik v přístupu k dozoru nad jednotlivými sektory finančního trhu dochází v tomto modelu k institucionálnímu, resp. organizačnímu sjednocení dozorů. Příkladem je Dánsko, Irsko, Rakousko, Německo, Švédsko, Velká Británie.

Toto rozdělení či poměr mezi modely není statický. Asi není náhodou, že v poslední době se začíná postupně, ale nezvratně prosazovat druhý model. O tom, že situace není obecně uspokojivá, svědčí názor expertní skupiny EU[1], která mimo jiné konstatovala, že „v současné době existuje v EU celkem 40 orgánů zaměřených na regulaci a dozor v oblasti činnosti s cennými papíry. Kompetence jsou smíšené. Odpovědnosti rozdílné. Výsledek na evropské úrovni je roztříštěný a často zmatený“.

Je skutečně řada dalších indicií, než jen názor odborníků nasvědčující, že dosavadní sektorové uspořádání dozoru nad finančním trhem rychle vyčerpává své možnosti a přestává být zrcadlovitým odrazem dozorovaných finančních operací. Důvody jsou především věcného rázu. Již pro současnou podobu finančního trhu je stále více příznačné, že

- finanční instituce opouštějí svou původní „sektorovou“ specializaci a investorům nabízejí komplexní, „nadsektorové“ finanční služby;
- dřívější poměrně zřetelná specifika mezi jednotlivými způsoby financování se stírají spolu s tím, jak dochází např. k přesunům od tradičních bankovních úvěrů k vydávání cenných papírů a častějšímu využívání rizikového kapitálu;
- roste složitost nabízených finančních produktů. Vytváří se produkty nové, které mohou přinášet nejen vícenásobné efekty, ale generovat i obrovské ztráty (efekt finanční páky například u derivátových operací);
- vytvářejí se finanční holdingy (konglomeráty) sdružující banky, pojišťovny, penzijní fondy, obchodníky s cennými papíry, investiční společnosti, leasingové společnosti apod., a to jak na národní, tak na nadnárodní bázi. Uvnitř finančních uskupení dochází k proplétání různých činností a současně se vytváří možnost střetu zájmu;
- značné riziko vzniká z titulu „dominového efektu“, kdy potíže jedné dceřiné společnosti se mohou rychle přenášet na ostatní, a to jak v případě, že jeden kapitál kryje navazující činnosti a operace, tak i v důsledku vazeb mezi jednotlivými články uskupení;
- rozvíjí se obchodování mimo veřejné trhy a roste objem obchodování na vlastní účet institucionálních investorů. Začínají převažovat on-line pokyny. Realizované v krátkém čase znamenají potenciální riziko ztrát v případě chybného investičního kalkulu, či nepodložené spekulace.

Jde o změny takového rozsahu a hloubky, že vyžadují, aby na ně bylo reagováno nejen prohloubením odbornosti dozoru, ale také zásadními změnami v organizačním upořádání dozorové činnosti, a to vytvořením jednotného dozoru nad finančním trhem.

[1)] Zpráva Lamfalussyho komise z 15. února 2001, týkající se trhu s cennými papíry. Viz kapitola I., Důvody pro změny, čl. 8, odst. 1, Příloha č. 1.

Není to trend pozorovatelný jen v zahraničí, ale také u nás. Po letech diskusí je načase přikročit k činům. Pro spojení dozorů v České republice existuje - vedle výše uvedených – totiž i řada dalších argumentů, především

1. odstranění překrývání kompetencí a z toho plynoucích dosavadních duplicit v dozorových činnostech Komise pro cenné papíry, ČNB a Ministerstva financí. Nyní Komise pro cenné papíry dohlíží nad činností bank, které jsou obecně pod bankovním dohledem ČNB, a to tam, kde banky na trhu působí jako obchodníci s cennými papíry, vykonávají činnost depozitáře investičních společností, investičních a penzijních fondů a vykonávají činnost spočívající ve vydávání investičních instrumentů nebo vedou část evidence Střediska cenných papírů. Tím dochází k dvojímu dozoru nad bankami, které jsou obchodníky s cennými papíry (a to je prakticky polovina bank). KCP dále dozírá na některé úseky činnosti pojišťoven a penzijních fondů dozorovaných Ministerstvem financí, takže i nad těmito subjekty existuje dvojí dozor;
2. získání synergických efektů. Dosažení úspor lze například očekávat v případě používání společné informační technologie, sběru a zpracování dat, systému vzdělávání apod. Vznikne možnost jednotného monitorování celého finančního trhu, snadnější výměny informací apod.;
3. vyšší transparentnost, a to jako přidaná hodnota získaná díky monitoringu trhu z jednoho místa. Usnadní se tak mj. posuzování vhodnosti osob a jejich schvalování podle směrnic ES do funkcí ve vedení, představenstvech a dozorčích radách finančních institucí. Totéž lze říci o kontrole nekalých machinací na finančním trhu, postihování zneužití důvěrných informací apod. Vytvoří se lepší předpoklady pro zajištění stejného přístupu ke všem dozorovaným subjektům, stejného hodnocení stejných rizik a stejnou intenzitu sankcí, což opět přispěje k rovným konkurenčním podmínkám mezi těmito subjekty, pokud nabízejí srovnatelné a zastupitelné služby;
4. sjednocení a zjednodušení některých částí legislativy. Řada ustanovení o obezřetném podnikání, kapitálové přiměřenosti i etice podnikání na finančním trhu je v podstatě založena na stejných principech jak pro banky, tak pro obchodníky s cennými papíry, pojišťovny a investiční společnosti a fondy, byť dikce různých zákonů je různá;
5. jasnější vymezení odpovědnosti za výkon dozoru nad finančním trhem. Odpadne nutnost existence koordinační skupiny pro slaďování metod a intenzity dozoru mezi dnešními čtyřmi dozorovými orgány (čímž nemá býti řečeno, že jeho dnešní podoba činnost je hodna kritiky, naopak).

Pokud bude jednotný státní dozor nad finančním trhem zaveden – a možným úskalím, ale přednostem takovéhoto postupu je věnována i tato konference, je možné očekávat, že nové uspořádání bude celkově efektivnější a funkčnější, než to dosavadní. Bylo by laciné a jistě okatě konjunkturální tvrdit, že se otázka integrace dozorů otevírá souběžně až teprve v souvislosti s otázkou přehodnocování udržitelnosti soudobé podoby a směřování veřejných financí. Na druhé straně není pravda, že spolu obě záležitosti nesouvisejí, a to už proto, do jaké míry je současný veřejný dluh a jeho systematický nárůst také – ne-li především - důsledkem neduhů modelu odděleného dozoru nad jednotlivými sektory finančního trhu a toho, jak reálně fungoval v nedávné minulosti. Stojíme před úkolem naplnit očekávání lépe fungujícího dozoru. Naplnit tato očekávání je o to důležitější, že vzhledem ke stavu veřejných financí, které se ještě nevzpamatovaly z nákladů spojených především se sanací bankovního sektoru a navíc trvale inkasují další dopady sociální a ekonomické transformace či důsledky nových rozpočtových šoků (viz negativně ukončované arbitráže v posledních měsících a hrozba dalších), dále vzhledem k potřebě zastavit krajně negativní trend rychlého růstu

státního dluhu se otázka efektivního dozoru, tlumícího v předstihu možné další nároky na státní rozpočet, stává mimořádně palčivou.

Vedle toho, že se očekává jeho zlepšené fungování, je třeba vzít v úvahu i očekávání průběžných úspor z celkově levnějšího provozu. Změna tudíž nebude mít negativní dopad na státní rozpočet, spíše by mělo dojít k úsporám. Počty pracovníků dozoru by proti dnešnímu stavu neměly stoupnout, od odstranění duplicit lze spíše očekávat poklesy.

Pokud instituce dosavadního dozoru mají charakter rozpočtové organizace, dojde k delimitaci nákladů na jejich provoz atd. a k podstatně rychlejšímu, koordinovanějšímu a provázanějšímu uplatňování nových metod a forem zdokonalené kontrolní činnosti, než by tomu bylo v případě oddělených dozorů.

Navíc lze využít efektů plynoucích z možnosti velmi operativních personálních přesunů specialistů z jednoho útvaru do druhého, či odborných stáží s cílem zajistit rychlou a jednotnou implementaci změn atd. Různé druhy rizik spojených s podnikáním na finančním trhu, stejně jako i nové finanční produkty, rozvoj finančních derivátů a on-line pokyny totiž vyžadují pracovníky – specialisty, které lze využít pro kontrolu ve všech typech institucí, podléhajících jednotnému dozoru. Bude tedy možné pružněji nasazovat specialisty na úseky, kde se objeví zvýšené riziko.

Co si na druhé straně ani od sebelépe provedené institucionální reformy dozoru nad finančním trhem slibovat nelze?

Ani sebelépe uspořádaný a fungující dozor asi sám o sobě není schopen zcela zabránit pokusům o finanční podvody, či znemožnit machinace v jakékoliv podobě, podobně jako sebepřísnější trestní zákoník nevymýtí kriminalitu. Může však, a to je důvod, proč ministerstvo financí přichází s požadavkem sjednocení dozoru, podstatně zkvalitnit samu dozorovou činnost. Dobrá organizace dozoru, součinnostní provázanost jeho jednotlivých útvarů, symbióza dozoru „od stolu“ a dozoru „na místě“ pak musí vytvářet preventivní síto, pomocí kterého je možné s co nejmenším časovým skluzem účinně monitorovat finanční trh (a pokud možno i jeho relevantní okolí) a v předstihu vytvářet preventivní hráz jednání, jimž jsou poškozováni spotřebitelé, investoři, akcionáři, či veřejné finance.

Co tedy vlastně Ministerstvo financí v těchto dnech vládě navrhuje – a to ve smyslu usnesení vlády o plánu nelegislativních prací na 1. pololetí 2003, kde úkoluje v tomto směru ministra financí?

Vychází z toho, že smyslem a cílem dozoru nad finančním trhem všude na světě, a tedy i u nás, je podpora vytváření dlouhodobě stabilního a efektivně fungujícího tohoto trhu včetně posilování jeho důvěryhodnosti. Jen efektivně fungující finanční trh totiž může dobře plnit všechny své funkce, zejména funkci alokační a cenotvornou, a spolu s tím napomáhat zabezpečení systémové stability ekonomiky jako celku.

Efektivně fungující finanční trh s dobře uspořádaným a výkonným a stimulujícím dozorem zajišťuje ochranu spotřebitele (klienta, investora a dalších uživatelů trhu), a to cestou

- omezování rizik spojených s podnikáním na finančním trhu;
- omezení možností zneužívání trhu nelegálními transakcemi a machinacemi;
- zajištění transparentního trhu zejména zabezpečením včasného uveřejňování informací pro všechny účastníky trhu a dodržováním pravidel etiky obchodování.

Na tom nejspíš bude shoda. Bude asi shoda i v tom, že k tomu, aby dozor nad finančním trhem mohl tato zadání dobře plnit, je mimo jiné nezbytné, aby plynule reagoval na nové úkoly vznikající především v souvislosti s rozšiřující se globalizací finančního světa.

Přizpůsobení dozorů – tedy jejich reforma – pak spočívá ve dvou souběžných procesech - institucionálních změnách a ve změnách forem a metod dozorové činnosti.

Na základě existujících údajů o reálných výsledcích dosavadního uspořádání dozoru v ČR je možno konstatovat, že dnešní model se neosvědčil. Čtyři dozorové orgány v porovnání s relativně malým finančním trhem, současné vývojové mezinárodní trendy, a v neposlední řadě i neschopnost dozorů předvídat, resp. včas a adekvátně reagovat na finanční potíže řady dozorovaných subjektů, ústících často do masivních ztrát,[2] z nichž značná část půjde na vrub veřejných financí, jednoznačně vyžadují připravit zásadně jiné institucionální uspořádání dozorových orgánů.

Ministerstvo financí proto navrhuje, a to po fázi legislativního zvládnutí a přípravy nezbytných technicko-organizačních opatření, přejít bez zbytečného odkladu k cílové variantě zřízení jednotného státního dozoru nad všemi sektory finančního trhu. V takto pojaté dozorové instituci budou integrovány dosavadní čtyři dozory nad jednotlivými sektory finančního trhu. Tato instituce by se vytvořila z dnešní Komise pro cenné papíry, bankovního dohledu ČNB, Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijního připojištění při Ministerstvu financí a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami. Pokud jde o harmonizaci navržené úpravy se směrnicemi ES, nevzniká žádný problém, protože tyto směrnice se organizační stránky dozoru netýkají, naopak jde o uplatňování trendu, který se v EU jednoznačně prosazuje.

Postavení a působnost dozorové instituce budou upraveny zákonem. Při zpracování jeho návrhu se bude vycházet z následujících zásad:

- bude rozlišováno mezi regulací (regulátorem) a dozorem (institucí dozoru). Regulátorem musí být vždy stát, či jím pověřený ústřední orgán státní správy (v našem případě Ministerstvo financí), neboť jen ten je oprávněn stanovit základní podmínky a principy podnikání prostřednictvím primární legislativy, schvalované v podobě zákonů Parlamentem a sekundární legislativy, vydávané formou vyhlášek Ministerstvem financí. Vlastní instituce jednotného státního dozoru bude dozorovou činnost vykonávat v rámci stanoveného legislativního rámce a bude oprávněna vydávat závazná pravidla pro výkon státního dozoru. (Takto, v rozlišení regulátora a dozorového orgánu, je uspořádána legislativní úprava např. v Německu a ve Velké Britanii);
- stanovit povinnost dozorovaných subjektů přispívat popř. plně financovat činnost instituce jednotného státního dozoru;
- instituce jednotného dozoru bude nezávislou v rovině:
    - politické, kdy dozorový orgán musí být nezávislý v rozhodování, kdy ho nikdo v jeho konkrétním rozhodování v dané cause neovlivňuje. Nemá být závislý ani na Ministerstvu financí, ani na České národní bance. Musí však mít jasně vymezenou odpovědnost vůči Parlamentu a vládě, resp. vůči tomu orgánu, který jmenuje jeho vedení a kterému skládá účty ze své činnosti;
    - finanční, kdy činnost dozorového orgánu by měla být kryta z části či úplně z příspěvků dozorovaných subjektů;

[2] Celkové náklady na ozdravění „velkého“ bankovního sektoru se odhadují až na cca 720 mld. Kč. Navíc „malé“, tj. družstevní bankovnictví je před vyplacením cca 8 mld. Kč náhrad; dozor nad kapitálovým trhem bude žádat cca 2 mld. Kč z Garančního fondu a odhad ztrát v penzijních fondech činí asi 0,4 mld. Kč. Souřadné uvedení jednotlivých položek není však zcela korektní, protože v odhadované částce 720 mld. Kč jsou i položky, za které nenese bankovní dohled zjevně žádnou odpovědnost, neboť znamenají například řešení TOZ, ruského dluhu, či řešení úvěrové angažovanosti z doby před rokem 1989. Na generování takto ohromujících částek však

- organizační, kdy dozorový orgán má být organizačně samostatný a nemůže proto být součástí jakékoli instituce řízené ani vládou, ani Českou národní bankou.

Na druhé straně nelze přehlédnout jisté problémy a rizika spojené se zřízením jednotného dozoru, neboť přechod od dosavadní koordinace činnosti mezi čtyřmi orgány dozoru ke vzniku jednoho orgánu tento dozor integrující bude nepochybně spojen s nutností řešit řadu poměrně složitých věcných i organizačně-technických otázek a případných rizik s reformou dozorů spojených. Patří k nim především:

- riziko, že proces bude špatně řízen. Proto je třeba zřídit pracovní skupinu, ve které budou zastoupeny všechny instituce, jichž se sjednocení dotkne;
- nevhodné zpolitizování problematiky. Proto byl o záměru zřídit orgán jednotného dozoru informován i příslušný výbor Parlamentu;
- dosud nesjednocené mezinárodní standardy. Byť existuje řada styčných oblastí, kde lze vysledovat analogické či stejné přístupy, obecně platí, že dnes existuje a nadále se vyvíjí regulace zvlášť pro banky, obchodníky s cennými papíry a pojišťovny a penzijní fondy, tedy s jistými specifiky;
- poměrně značný rozsah legislativních prací, neboť zřízení instituce jednotného dozoru předpokládá nejen vypracování samostatného zákona o tomto dozoru, ale i novelizaci zákona o ČNB, zákonů o spořitelních a úvěrních družstvech, o pojišťovnictví, o penzijním připojištění se státním příspěvkem a zrušení zákona o Komisi pro cenné papíry. Jen vypracování věcného záměru zákona o jednotném dozoru lze odhadnout zhruba na jeden rok;
- skutečnost, že z hlediska technicko organizačního předpokládá řízení jednotného dozoru vyčlenění dosavadního dozoru z MF a z ČNB včetně delimitace prostředků, vybavení a pracovníků a začlenění dosavadní KCP a Úřadu pro dozor nad družstevními záložnami do nově vzniklé organizace.

Ustavení jedné dozorové instituce je a bude – jak bylo řečeno výše – pouze prvním krokem v integraci dozorů. Dosažení cílů integrace, tj. sjednocování pravidel a přístupů, efektivní využití lidských zdrojů je ovšem dlouhodobějším a nepochybně trvalým úkolem.

Často je poukazováno na to, že dozorové orgány volají po větší samostatnosti (nezávislosti včetně nezávislosti v odměňování), aniž by nesly faktickou odpovědnost za svá selhání. Projevuje se zde „efekt“ morálního hazardu spojeného s dnešním systémem, kdy důsledky selhání a náklady například na očištění bank a družstevních záložen vždy zaplatil stát, resp. daňový poplatník. Dozor je pak nutně chápán velmi deformovaně, jako formální činnost bez výrazného vlivu na zabezpečení bezproblémového chodu příslušného sektoru finančního trhu. To je pojetí, které je napříště nehajitelné.

Pokud totiž činnost dozorového orgánu končí nároky na státní rozpočet, musí být zvažována jak systémová změna, tak i personální odpovědnost. Vláda, která musí řešit nároky, jejichž výše měla být ovlivněna činností/nečinností dozorového orgánu, pak v situaci, kdy dozor přímou politickou či jinou odpovědnost nenese, musí mít možnost do těchto procesů zasahovat jak systémově, tak personálně. Dnešní nesouměrnost je nadále neudržitelná. Problematika dozoru nad finančním trhem je totiž neoddělitelná od hospodářské politiky prováděné vládou, a je proto třeba zajistit dostatečnou ingerenci vlády na tento dozor.

Nezávislost, při platnosti výše řečeného, proto nelze chápat jako zbavení se povinnosti obhajovat reálný výkon a faktické fungování jak dozoru, tak dozorovaných finančních sektorů – spíše naopak. Současně není důvod se domnívat, že sám fakt nabízejícího se splynutí dozoru již sám o sobě může zcela zásadně zvýšit jeho účinnost, či dokonce zcela zabránit nekalým machinacím na finančním trhu, vyloučit zhroucení některých tržních subjektů.

Smyslem zamýšlených změn musí být zdokonalení mechanismů, identifikujících s potřebným časovým předstihem poznatelná rizika a systémové vytváření bariér k naplnění identifikovaných rizik. Veřejnost i vláda správně předpokládají, že dozor při deklarované ochraně spotřebitelů a ochraně stability trhu bude napříště účinněji než v minulosti čelit nepřípustnému chování managementu, ústícího do krachů dozorovaných finančních institucí. Proto je nutné dozor reformovat tak, aby bránil recidivě nežádoucího chování i dozorových orgánů, které – ať již z jakýchkoliv důvodů – a zejména v případech, kdy věděly o dlouhodobě špatném finančním zdraví dozorované instituce, nebyly - ať z jakéhokoliv důvodu - schopny katastrofickému konci účinně zabránit.

Záměr zákona o státních regulačních úřadech

Luděk Tesař

Východiskem pro zpracovávaný návrh věcného záměru jsou dokumenty o tom, že vláda má zájem neustále zlepšovat regulaci v ČR, což dala několikrát najevo. Naposledy, vedle programového prohlášení vlády, tím, že vzala na vědomí tzv. Analýzu doporučení Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD) pro další postup regulatorní reformy v České republice a k návrhům opatření k naplňování těchto doporučení[1]. Zde se mj. uvádí doporučení zlepšit politický základ pro efektivnost, nezávislost a odpovědnost nových nezávislých regulačních institucí vypracováním směrnic pro jejich systémy řízení, soudržnost politik, pracovní metody a vztahy s Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže. Příloha k usnesení vlády ze dne 25. června 2001 č. 650 jako jeden z úkolů uvádí „zpracovat návrh obecného modelu fungování nezávislých regulačních úřadů založeného na dobré praxi zemí OECD“. Tento předkládaný návrh se inspiruje základními doporučeními a normami OECD a EU v oblasti regulace, je však aktuální i s blížícím se vstupem ČR do EU a ve vazbě na problémy, které se např. opakovaně vyskytují kolem Rady pro rozhlasové a televizní vysílání.

Evropská komise ve své Bílé knize o evropském vládnutí[2] zmiňuje vytváření regulátorů jako jednu z možností zlepšování způsobu aplikace politik a směrnic v rámci EU. Ve Sdělení Komise o „lepší tvorbě práva“[3] je potřeba vytváření „regulačních agentur“ zmíněna v souvislosti s výkonem exekutivních pravomocí v oblasti regulace. Z těchto důvodů Komise přijala tzv. „Operační rámec pro Evropské regulační agentury“[4], kde je regulační agentura definována jako orgán „aktivně zasahující do výkonu exekutivních funkcí přijímáním nástrojů přispívajících k regulaci specifického sektoru“. Vytvářením a fungováním státních regulačních úřadů se podrobně věnuje v rámci agendy související s reformou regulace i Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj.[5] Vláda přijetím výše zmíněného usnesení vzala na vědomí dokument OECD „Zpráva o reformě regulace v ČR“, kde se mj. uvádí doporučení „zlepšit politický základ pro efektivnost, nezávislost a odpovědnost nových nezávislých regulačních institucí vypracováním směrnic pro jejich systémy řízení, soudržnost politik, pracovní metody a vztahy s Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže“. Vytvořením navrhované právní normy dojde k naplnění zmíněného doporučení i co se týká budoucích regulačních úřadů, které mají v ČR vzniknout. Rámec pro fungování tzv. regulačních úřadů by měl být společný, tak jako je tomu v některých zemích EU[6]. Ovšem v současné době tomu

[1] Usnesení vlády ČR ze dne 25. června 2001 č. 650
[2] White Paper on European Governance – COM(2001) 428
[3] EC Communication on Better Lawmaking – COM(2002) 275
[4] The operating framework for European Regulatory Agencies – COM(2002) 718 final
[5] Viz např. materiál „Independent Regulators, Political Challenges and Institutional Design – SG/SGR(2003)3
[6] Například Irsko, Norsko

tak není. Regulační úřady byly vytvářeny postupně, bez jasně stanovené koncepce pro jejich fungování. Vznikly tak neodůvodněné rozdíly způsobené při přípravě a projednávání některých speciálních zákonů, jenž postupně více či méně upřednostnily odlišné způsoby řízení těchto institucí a s tím jejich zařazování do systému státní správy. V mnoha ohledech tento stav komplikuje práci jak regulačních úřadů, tak samotných ministerstev. Liší se metody i způsob provádění regulace přesto, že poslání a principy regulačních úřadů jsou identické.

Regulační úřady jednají v zájmu spotřebitelů nebo jiných účastníků trhu. Brání zneužívání dominantního postavení a také nahrazují účinky hospodářské soutěže. V případě řešení jednotlivých případů mají mít zaručenu určitou nezávislost na politickém řízení. Nejen tím se regulační úřady odlišují od ministerstev. Ministerstva mají především naplňovat politiku vlády prostřednictvím koncepční, metodické, legislativní, strategické a kontrolní činnosti. Přesto ale mají regulační úřady respektovat koncepční záměry a cíle vlády v jednotlivých oblastech, avšak samy o sobě nemají plnit koncepční roli. EU i doporučení OECD nabádají ČR k tvorbě společného rámce pro regulační úřady působící v různých oblastech, které by napomohlo zlepšení transparentnosti regulace.

Záměr je teprve dokončován a připravován k předložení vládě, proto je předčasné hovořit o jeho konečné podobě. Jisté je však to, že se pokusí sjednotit postavení regulačních úřadů v rámci státní správy a že se bude tento zákon vztahovat i na nově koncipovaného regulátora (regulátory) ve vazbě na organizaci státního dozoru nad finančním trhem. Ovšem naopak zákon nebude řešit, jak má být tento dozor diverzifikován či naopak agregován, což bylo nejpalčivější otázkou konference.

Závěry z jednání I. sekce

Teoretické a praktické problémy regulace a dozoru nad finančními trhy

Diskusi v sekci moderoval Doc. Ing. Václav Liška, CSc. (Právnická fakulta UK), který rovněž zformuloval závěry a doporučení z jednání sekce. Tyto závěry přednesl na plenárním zasedání.

Závěry:

1. Je nezbytné rozlišovat funkce regulátora, dozorového orgánu a samoregulující se organizace jako celistvého, vnitřně strukturovaného systému zabezpečujícího dlouhodobé a efektivní fungování finančního trhu.

2. Dozorový orgán musí mít nezávislost ve 3 rovinách:
    a. politické
    b. finanční
    c. organizační.

3. Změny institucionálního uspořádání regulace a dozoru nad finančním trhem realizovat na základě podrobné analýzy jejího vývoje na Českém finančním trhu a s využitím zkušeností z adekvátních vyspělých kapitálových trhů.

4. Systematickou a cílevědomou činnosti předcházet při realizaci institucionálních změn potencionálním rizikům a vycházet při nich z potřeb řešení věcných otázek.

II. REGULACE A DOHLED NAD BANKAMI

Institucionální uspořádání regulace a dohledu nad finančním trhem v ČR z pohledu ČNB

Věra Mašindová

A. Institucionální uspořádání regulace a dohledu ve světě

Ve světě fungují různé modely institucionálního uspořádání regulace a dohledu. Neexistuje jeden optimální model.

Z následujícího přehledu je vidět, že v r.1999 v uspořádání dohledu dominovaly systémy, ve kterých hrála rozhodující roli centrální banka. Přitom je zřejmé, že převažovalo odvětvové uspořádání dohledu nad finančním systémem.

Rozsah odpovědnosti	*Centrální banka*	*Jiná instituce*
Bankovní sektor	51%	6%
Bankovní a pojišťovací sektor	13%	11%
Bankovní sektor a kapitálový trh	6%	5%
Bankovní sektor, pojišťovací sektor a kapitálový trh	2%	6%
Celkem	*72%*	*28%*

Pramen: Supervision on Financial Markets in the OECD Area; OECD 2002, data z r. 1999, celkem 123 zemí

V posledních deseti letech došlo v řadě zemí (zejména hospodářsky vyspělých) ke změnám v institucionálním uspořádání. Tyto změny se projevily především v zintenzivnění trendu k integraci (slučování) dříve samostatných regulatorních institucí. K integraci dochází především po odvětvové linii (dohled nad bankami, pojišťovnami, kapitálovým trhem), objevuje se také slučování podle funkcí či cílů (dohled nad obezřetným podnikáním finančních institucí versus dohled nad korektností chování finančních institucí a transparentností na trhu).

Jedna regulatorní instituce funguje např. v těchto zemích : Dánsko, Irsko, SRN, Rakousko, Švédsko, Velká Británie, Malta, Maďarsko, Estonsko, Lotyšsko.

Dvě regulatorní instituce existují např. v Belgii, Finsku, Lucembursku.

I když od roku 1999 došlo k určitým posunům směrem k sjednocování regulátorů, lze říci, že celosvětově si centrální banky ponechávají poměrně výrazný vliv na regulaci a výkon bankovního dohledu, a to i v zemích, kde došlo ke spojení regulátorů a vznikl samostatný úřad (Financial Supervisory Authority - dále jen "FSA") :

- Centrální banka přímo reguluje a dohlíží na bankovní sektor v Itálii, Nizozemí, Španělsku, Portugalsku, Řecku a v 6 kandidátských zemích včetně České republiky.
- Centrální banka je pověřena FSA výkonem bankovního dohledu v Německu, Rakousku, Estonsku a Lotyšsku. V praxi se centrální banky zabývají i návrhy nových pravidel, která předkládají FSA, poskytují odborné konzultace FSA apod.

- Centrální banka se často účastní na řízení FSA (např. Finsko) anebo poskytuje administrativní a technické zázemí.

Jednotný regulátor finančního systému vykonávající sám všechny základní funkce, tj. zejména licencování a povolování, vydávání regulací, výkon dohledu, je přitom ve světě spíše výjimkou[1]. Nadále přitom přetrvávají výrazné rozdíly v institucionálním nastavení regulace mezi jednotlivými zeměmi. Tyto rozdíly lze ilustrovat na příkladu tří zemí, s jejichž zástupci jsem měla v poslední době možnost diskutovat, a které všechny navenek deklarují, že mají jednotného regulátora, a to Finska, Irska a Dánska.

Ve Finsku, od r.1993 fungují 2 regulátoři : FSA (banky a kapitálový trh) a ISA (pojišťovny) v rámci Ministerstva pro sociální záležitosti a zdraví. FSA je nezávislá, řízena radou, je strukturována podle odvětví (banky a subjekty kapitálového trhu), pracuje však s administrativní podporou centrální banky**.** V dozorčí radě FSA má zastoupení MF a centrální banka.

Irsko je příkladem kdy byl dohled sjednocen pod střechu centrální banky. K 1. 5. 2003 byla Irská centrální banka restrukturalizována a přejmenována. Vznikla Irish Financial Services Regulatory Authority (IFSRA), která provádí dohled nad všemi subjekty finančního trhu. IFSRA rozšířila svoji činnost na ochranu spotřebitele. Guvernér centrální banky u příležitosti jejího vzniku ve svém vystoupení řekl: "na mezinárodní úrovni vznikají nejrůznější regulatorní modely zahrnující různé modifikace sdílení informací a vstupních bran mezi subjekty odpovědnými za měnovou politiku a finančními regulátory. Irský model je výrazem pragmatického přístupu k výše uvedené problematice. IFSRA se zaměří na individuální instituce a vztahy mezi nimi a jejich zákazníky, centrální banka se soustředí na otázky cenové stability finančního systému". IFSRA má vlastního presidenta, výkonného ředitele a radu. Členové rady jsou jmenováni ministrem financí, který schvaluje rozpočet IFSRA. Polovina členů rady jsou členy bankovní rady centrální banky. Administrativní zázemí má nová agentura v centrální bance.

Dánsko je výjimečné v tom, že bankovní dohled nebyl nikdy vykonáván centrální bankou (což je velmi neobvyklé), současný FSA (funguje od r. 1988) je agenturou Ministerstva hospodářství a obchodu. Interně je strukturována podle odvětví. Ministr je odpovědný Parlamentu za to, že FSA postupuje v souladu s platnou legislativou, zároveň platí, že se ministerstvo nevměšuje do každodenní práce FSA. FSA provádí dohled nad všemi účastníky finančního trhu. Ministerstvo předkládá legislativu ke schválení a vydává podzákonnou regulaci. Každoročně jsou uzavírány smlouvy mezi FSA a ministerstvem o plánované úrovni regulace a dohledu a informační činnosti.

Ačkoli v posledních letech významně sílí tlak na standardizaci a harmonizaci regulace a dohledu nad účastníky finančního trhu, žádný universální a všeobecně doporučovaný model institucionálního uspořádání dohledu nad finančním trhem neexistuje. Mezinárodní instituce, které stanoví pro jednotlivé oblasti finančního sektoru tzv. "Zásady pro efektivní výkon dohledu "(Basilejský výbor pro bankovní dohled, IOSCO, IAIS), však vyžadují, aby dohlédací instituce (bez ohledu na institucionální model) splňovala určité předpoklady. Mezi tyto předpoklady patří zejména nezávislost dohledu.

[1] Patří sem britská FSA (mimo centrální banku), irská finanční supervisní a regulační autorita (v rámci centrální banky a singapurská centrální měnová a dozorová autorita (fakticky jde též o centrální banku)

Pod tímto pojmem se rozumí nezávislost:

- *personální* - zejména způsob jmenování členů nejvyššího orgánu instituce není politicky ovlivňován
- *finanční* – výdaje na dohled nejsou financovány ze státního rozpočtu (jsou hrazeny např. účastníky trhu)
- *operační* - instituce vydává sama podzákonné regulační normy usměrňující chování subjektů na trhu a provádí dohled nezávisle pokynech vlády.

I do budoucna je způsob uspořádání dohledu nad finančními trhy záležitostí, kterou si musí každá země vyřešit sama. Hlavní faktory, které ovlivňují a budou ovlivňovat změny v institucionálním uspořádání jednotlivých zemí jsou následující:

- vývoj finančních trhů, především pak růst váhy finančních skupin, který vyžaduje zavádění a zkvalitňování dohledu na konsolidovaném základě;
- trend k mezinárodní harmonizaci regulace subjektů finančního trhu a výkonu dohledu, který souvisí s pokračující internacionalizací finančních trhů a s nutností spolupráce regulátorů na mezinárodním základě;
- možné výrazné úspory nákladů, především v oblasti lidských zdrojů, vzdělávání, informačních systémů, statistiky atd;
- možnosti efektivnějšího využití klíčových odborníků;
- další důvody (lepší předpoklad pro prosazování statutárních cílů- stabilita,ochrana klienta, jasná informace veřejnosti kdo reguluje a dohlíží, krize ve finančním sektoru aj.)

Uvedené faktory lze chápat jako argumenty svědčící pro sjednocení regulatorních institucí.

Podívejme se, jak vypadá institucionální struktura regulace a dohledu v České republice a vyhodnoťme uvedené faktory.

B. Současný stav regulace a dozoru finančního sektoru v ČR

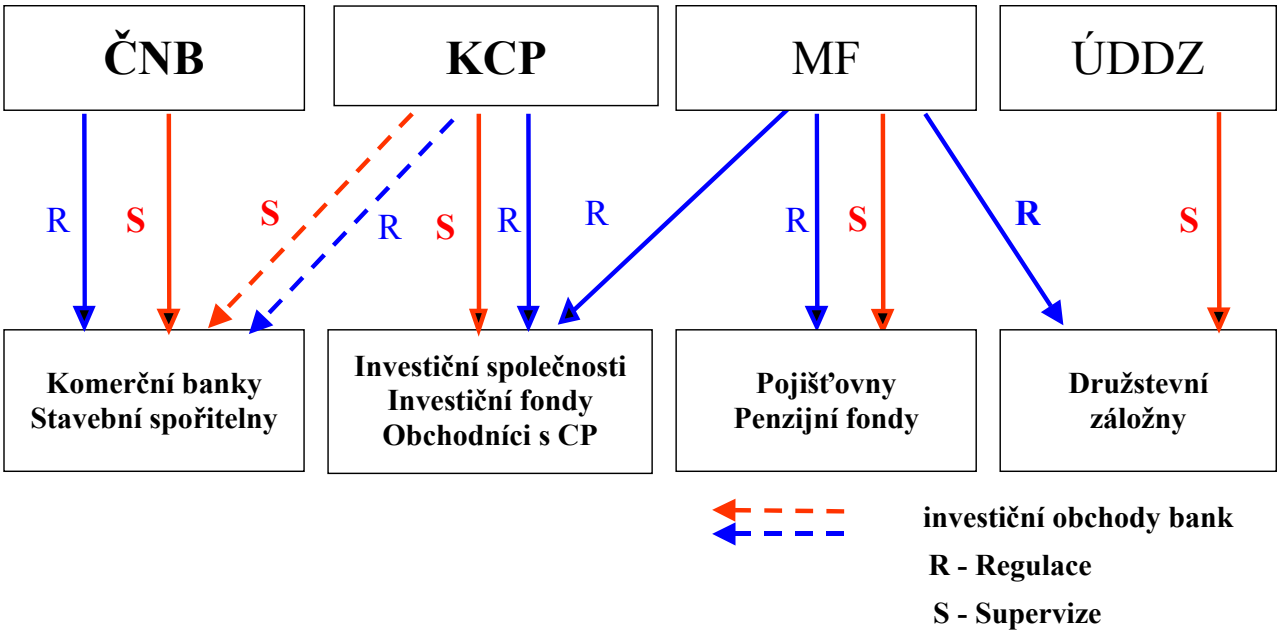
Jak je naznačeno v následujícím schematu, v současnosti fungují na českém finančním trhu čtyři regulátoři[2]:

- *Česká národní banka*, která provádí bankovní dohled,
- *Ministerstvo financí*, které provádí:
- státní dozor v oblasti pojišťovnictví a penzijního připojištění (odbor 32 - Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění),
- státní dozor nad státní podporou ve stavebním spoření a v penzijním připojištění,
- některé legislativní kompetence (vydávání dvou klíčových vyhlášek) v oblasti kapitálového trhu,

[2] V Poslanecké sněmovně Parlamentu České republiky jsou ve druhém čtení návrhy novel zákona o pojištění a zákona o penzijním připojištění, které – kromě jiných zásadních úprav – navrhují vytvoření samostatného Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění. Pokud by byly novely v této podobě schváleny, znamenalo by to vznik pátého samostatného regulátora na základě stávajícího odboru Ministerstva financí. (Ministerstvo financí si totiž logicky i nadále ponechalo další shora uvedené pravomoci)

- *Komise pro cenné papíry*, provádějící státní dozor nad kapitálovým trhem a kolektivním investováním,
- *Úřad pro dozor nad družstevními záložnami*, provádějící státní dozor nad družstevními záložnami.

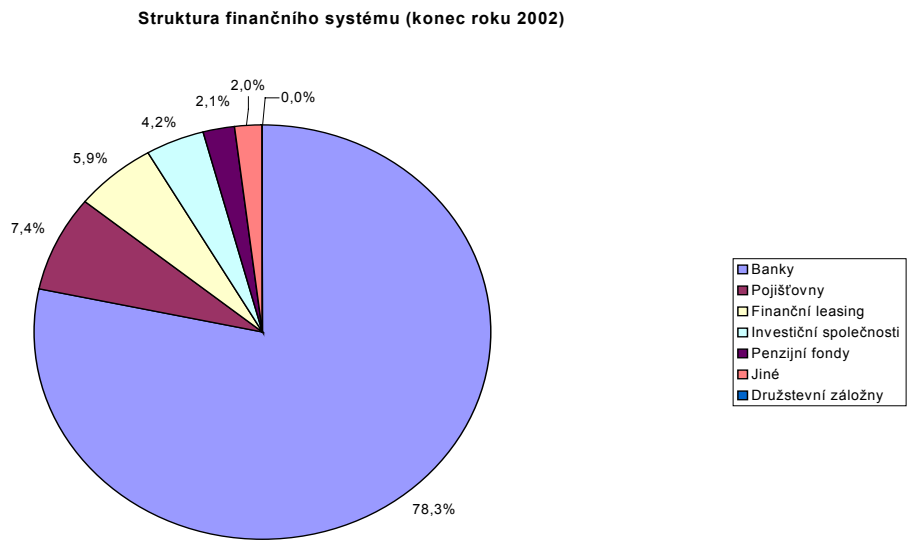
Orgány regulace a dozoru v České republice



1. Vývoj finančního trhu, růst váhy finančních skupin, konsolidovaný dohled v ČR

Struktura aktiv finančního trhu, rozhodující podíl bankovního sektoru

Pro úvahy o změně institucionálního nastavení dohledu nad finančními trhy je podstatný charakter domácího finančního trhu. Co se týče struktury finančního trhu podle jednotlivých institucí, následující graf dokládá podíl jednotlivých sektorů českého finančního trhu na celkových aktivech. Z grafu je zřejmý dominantní vliv bankovních institucí, rostoucí význam pojišťoven a penzijních fondů a zanedbatelný vliv družstevních záložen.



Charakter finančních skupin, výkon konsolidovaného dohledu

Finanční skupiny tvoří víc než polovinu aktiv finančního trhu. V ČR existuje 9 bankovních skupin (ČS, KB, ČSOB a HVB a další), 2 finanční holdingy, 1 smíšený holding. Největší bankovní skupina má bilanční sumu cca 600 mld.a ve skupině jsou kromě banky zejména: pojišťovna, obchodník s CP, leasingová společnost, penzijní fond. Z hlediska celkové velikosti skupiny jsou však rozhodující aktiva bank. Bankovní skupiny mají většinou mateřskou banku v zahraničí, jejíž domácí autorita provádí dohled na konsolidované bázi. ČNB provádí dohled nad subkonsolidované bázi nad skupinou, která je pod bankou se sídlem v ČR. Konsolidovaný dohled znamená sledování a regulaci rizik u konsolidačních celků (posuzuje se zejména kapitálová vybavenost, úvěrová angažovanost a investice skupiny jako celku). ČNB začala provádět konsolidovaný dohled v letošním roce. Princip konsolidovaného dohledu nad celky v jejichž čele stojí obchodník, resp.pojišťovna nebyl doposud do právního řádu zakotven.

Celkově lze říci, že probíhající trend vytváření finančních skupin hovoří pro integraci stávajících regulátorů.

2. Stav harmonizace regulace a výkon dohledu v ČR

Současný systém vykazuje určité nedostatky, které byly mj. zmíněny v hodnocení ze strany zahraničních institucí, které proběhly například v rámci FSAP (WB&IMF, 2001), Peer Review (EC, 2001). Mezi tyto nedostatky patří především:

a) různé tempo v implementaci mezinárodních standardů a směrnic EU

b) překrývání kompetencí (KCP a ČNB)

c) nezávislost (rozdílná mezi jednotlivými regulátory)

d) rozdíly v kvalitě výkonu dohledu

e) určité mezery ve spolupráci mezi regulátory

a) Různé tempo v implementaci směrnic Evropské komise a mezinárodních standardů

Harmonizace odvětvových pravidel (zákonů a podzákoných předpisů) upravujících obezřetné hospodaření a chování na trhu odvisí od stupně harmonizace příslušných směrnic Evropské komise. ČR jako vstupující země do EU je povinna tato pravidla do tuzemské legislativy implementovat. V současnosti je situace taková, že nejvyšší stupeň harmonizace vykazuje od r.2002 oblast bankovnictví a bankovního dohledu. V ostatních oblastech harmonizace dokončena není.

b) Překrývání kompetencí

V systému dohledu nad subjekty finančního trhu dochází k překrývání kompetencí. Jedná se především o kompetence KCP vs. ČNB (banky-obchodníci cennými papíry), KCP vs. MF (penzijní fondy). V oblasti bank (obchodníků cennými papíry) se jedná především o :

- dvojí licenční řízení, možnost dvojího rozhodnutí, vyšší náklady;
- posuzování osob navržených do představenstva či dozorčí rady obchodníka s cennými papíry - odlišná metodika (formální schvalování KCP, neformální ČNB), přitom nutnost širších kvalifikačních předpokladů, pokud je posuzovaným obchodníkem banka;
- odlišný obsah informační povinnosti.

c) Různá úroveň nezávislosti mezi jednotlivými regulátory

Jak již bylo uvedeno, jedním ze základních předpokladů efektivního fungování finančních trhů je nezávislost regulátora. Z tohoto ohledu je nejlepší situace u ČNB - Ústava a zákony o ČNB a zákon o bankách zajišťují ČNB takovou míru personální, finanční a operační nezávislosti na vládě, která je v souladu se statutem ECB. Tím je zaručena vysoká míra nezávislosti bankovního dohledu. KCP má zaručenu dostatečnou personální nezávislost (členy presidia jmenuje president), má rovněž potřebnou míru operační nezávislosti (podzákonné normy vydává KCP- kromě 2 KP a vyhlášky o výpočtu hodnot majetku v podílovém nebo investičním fondu, kterou sestavuje MF), postrádá však finanční nezávislost, protože je její provoz financován ze státního rozpočtu. MF (Úřad) je v současné době závislý ve všech aspektech. Úřad je organizační složkou MF (vlády), novela zákona by toto měla částečně změnit. Úřad pro dohled nad družstevními záložnami má v současné době pouze dílčí finanční nezávislost (provoz je financován z poplatků záložen a případné návratné pomoci od státu, rozpočet schvaluje Parlament), je personálně závislý (ředitele jmenuje a odvolává ministr financí), regulaci vydává MF (operační závislost).

d) Rozdíly v kvalitě výkonu dohledu

Z hodnocení mezinárodních institucí vyplývá, že z hlediska mezinárodně uznávaných principů je bankovní dohled nejvyspělejší, zbylé sektory značně zaostávají.

C. Argumenty proti spojování institucí dohledu

Jakkoliv se trend integrace finančních trhů prosazuje v zahraničí, a jakkoliv se zdá, že integrace regulátorů může odstranit mnohé z problémů současného institucionálního nastavení dohledu, přesto je třeba mít na paměti, že s procesem integrace jsou spojena určitá rizika a nevýhody:

- riziko, že proces sjednocování bude špatně řízen, čímž by mohlo dojít k snížení efektivnosti dohledu jako celku;
- riziko omezení nezávislosti; v současnosti je dohled nad finančním trhem de facto výrazně nezávislý (nezávislost dohledu ČNB a dominance bankovního sektoru). Institucionální změna by mohla vést k pokusům o omezení této nezávislosti;
- možnost vzniku velké a těžkopádné instituce, s jejímž řízením nejsou v ČR zkušenosti;
- problém stanovení cílů; dohled nad jednotlivými sektory českého finančního trhu probíhá na odlišné bázi - zatímco bankovní dohled a dohled na pojišťovnictvím spočívá v kontrole dodržování pravidel obezřetnosti dohlížených finančních institucí z hlediska zachování stability finančního systému, KCP se zaměřuje spíše na regulaci a dohled nad korektním a transparentním chováním finančních subjektů na trhu.
- jeden regulátor versus různá pravidla a standardy
- rozdíly mezi regulovanými institucemi zdaleka nejsou setřeny
- možné komplikace pro komunikaci se zahraničními regulátory v mezidobí.

D. Má být centrální banka odpovědná za bankovní dohled?

Důležitou otázkou při úvahách o institucionálním uspořádání finančního trhu je to, zda má být centrální banka odpovědná za bankovní dohled či nikoli. V zahraniční zkušenosti nalezneme oba dva případy, přičemž existují výrazné argumenty pro i proti této praxi. Za primární roli centrální banky bývá vnímáno udržování cenové stability, provádění a dohled nad platebním systémem, půjčky bankám v dočasných/ likvidních problémech (věřitel poslední instance) a finanční stabilita. V tomto ohledu bývají zmiňovány následují argumenty pro existenci bankovního dohledu pod křídly centrální banky:

- totožné cíle: zajištění stability finančního systému
- nezávislost
- snazší získání kvalitního personálu

Argumenty proti:

- možnost vzniku konfliktu zájmů mezi cíli centrální banky a bankovního dohledu
- velká koncentrace moci

V tomto ohledu je nutné zmínit, že přepokládaný vstup ČR do Evropské měnové unie bilanci těchto argumentů posune směrem k argumentů k ponechání bankovního dohledu v ČNB, a to především z následujících důvodů (postoj Evropské centrální banky):

- funkce centrálních bank evropském měnovém systému se změnila
- centrální banky plní dobře svoji roli v oblasti bankovního dohledu
- je málo praktických zkušeností s fungováním FSA
- potenciální konflikt zájmů zmizel
- centrální banky mají předpoklady lépe kooperovat při dohledu nad integrovaným trhem
- centrální banka by mohla vykonávat dohled i nad ostatními finančními sektory

Závěr

ČNB považuje v současné době (příprava na vstup do EU) za žádoucí prohloubit vzájemnou spolupráci mezi regulátory na tuzemském trhu a to zejména z důvodu efektivního výkonu konsolidovaného dohledu nad finančními skupinami. Jako základna pro spolupráci slouží Dohoda o vzájemné spolupráci při výkonu dohledu nad finančním trhem podepsaná v únoru 2003 mezi ČNB, KCP a MF. Na základě této dohody začal pracovat m.j. Výbor pro koordinaci dozoru nad finančním trhem, jehož členy jsou vedoucí představitelé všech tří regulátorů. Mezi agendu Výboru patří také otázka optimálního institucionálního nastavení regulace a dohledu nad finančním trhem v ČR. Návrh koncepce má být předložen vládě na její vyžádání do konce tohoto roku. Některé ze zmíněných nedostatků současného systému se nicméně daří odstraňovat v současném institucionálním modelu (spolupráci při tvorbě legislativy a regulačních norem, výměna informací o finanční situaci a zdraví dohlížených subjektů, užší kooperace při výkonu dohledu, odstraňování duplicit ve výkaznictví bank apod.).
Diskuse o budoucím institucionálním uspořádání regulace a dohledu jsou v počáteční fázi.
Protože by se jednalo o časově a kapacitně náročný manévr, je potřeba udělat důkladnou analýzu všech argumentů pro a proti tomuto kroku. Důležitým předpokladem pro efektivní fungování dohledu je přitom jeho nezávislost.

Koncepce regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních produktů a služeb

Ivan Babouček

1. Význam integrace evropských finančních trhů pro hospodářský růst a akční plán pro finanční služby

Přestože bylo zavedeno euro a přestože bylo dosaženo značného pokroku při vytváření příslušného institucionálního rámce, Evropská unie stále ještě nemá plně integrovaný jednotný trh finančních produktů a služeb.[1] I když hnacím motorem rozšiřování a integrace finančních trhů jsou tržní síly - tedy nabídka, poptávka a hospodářská soutěž - je velmi důležité, aby tržní síly byly uspořádány takovým institucionálním rámcem resp. takovou institucionální infrastrukturou, která klade co nejmenší překážky volnému pohybu kapitálu. Zmíněné hodnocení je podepřeno šetřeními, která se zaměřila na překážky přeshraničních finančních transakcí, ať už se jedná o investování na kapitálových trzích anebo např. o značné náklady na platební styk. K faktorům, které způsobují přetrvávající fragmentaci evropských finančních trhů, patří i nerezidentovi obtížně srozumitelná národní specifika v regulatorních pravidlech a v jejich uplatňování při výkonu dohledu (Lamfalussy a kol., 2000).

Rada Evropy na summitu v Lisabonu přijala ambiciózní strategický cíl: Evropská unie se má do roku 2010 stát nejdynamičtější a nejvíce konkurenceschopnou ekonomikou na světě, přičemž základem jejího dynamického růstu bude informační a znalostní potenciál.[2] Integrace evropských finančních trhů je jedním z klíčových předpokladů pro dosažení tohoto

[1] Toto hodnocení je všeobecně rozšířeno, v poslední době ho zopakovala zpráva EFC (Report EFC, Brusel 2002)
[2] „The most competitive and dynamic knowledge –based economy in the world“ (Report EFC, Brusel 2002)

strategického cíle. To má teoretický základ hlavně v těch výzkumných pracích, které v návaznosti na klasické myšlenky J. Schumpetera o významu bankovnictví a finančního zprostředkování pro hospodářský růst tuto závislost empiricky prověřují (např. King a Levine 1993).[3]

V dikci politického rozhodovacího procesu na úrovni Evropské unie je myšlenka o podpoře hospodářského růstu zvýšením integrace evropských finančních trhů vyjádřena vizí velkého a přitom diverzifikovaného a kompetitivního evropského finančního trhu, který je vhodným prostředím pro dynamický růst frekvence a objemu přeshraničních finančních transakcí. Od takového trhu lze očekávat (report EFC 2000) to, že:

- Vzroste konkurence mezi finančními zprostředkovateli a z toho budou těžit jak dlužníci, jimž to přinese levnější úvěr, tak investoři (vkladatelé, investoři na kapitálovém trhu atd.), jimž konkurence přinese vyšší výnosy.
- Finanční zprostředkovatelé díky tomu, že jejich nabídka osloví větší počet klientů zvýší své úspory z rozsahu.
- Konkurence podpoří inovaci a diverzifikaci nabídky finančních produktů a služeb. Očekává se, že takto zlepšovaná nabídka otevře nové příležitosti klientům v oblasti financování jejich podnikatelských aktivit, investování na kapitálových trzích, zajištění, pojištění i k tvorbě celoživotních úspor v rámci nestátních systémů penzijního připojištění.
- Bude velmi likvidní, což významně snižuje náklady na kapitál i na finanční transakce.
- Za předpokladu, že trhy i finanční instituce budou adekvátně regulovány a bude nad nimi vykonáván efektivní dohled, podpoří integrace finančních trhů i finanční stabilitu evropské ekonomiky.
- Vytvoří efektivnější transmisní mechanismy pro realizaci měnové politiky eurozóny.

Integrovaný a kompetitivní finanční trh podpoří růst investic, růst produktivity práce, technický pokrok i příliv kapitálu v Evropské unii. Tímto předpokladem se kruh normativně politických úvah o vztahu finančního trhu a hospodářského růstu uzavírá.

Na základě takovýchto úvah přijala Komise v květnu 1999 Akční plán pro jednotný trh finančních služeb. Plán zahrnuje 42 opatření, která se týkají čtyř klíčových oblastí: trhů pro drobné investory a pro malé a střední podniky (retail markets), trhů pro banky a jiné finanční instituce a velké nefinanční korporace (wholesale markets), regulace a dohledu a konečně i širších makroekonomických a institucionálních podmínek jednotného trhu (wider conditions for an optimal single financial market). Evropská rada na summitu v roce 2001 rozhodla, že realizace akčního plánu bude završena v roce 2005. Pokrok a problémy v uskutečňování plánu se hodnotí dvakrát ročně a každá hodnotící zpráva se zveřejňuje na webových stránkách Komise.

2. Tzv. Lamfalussyho koncepce rozvoje regulace a dohledu v Evropské unii..

V červnu 2000 byl rozhodnutím Rady ministrů financí – ECOFIN ustaven výbor pod předsednictvím M. Lamfalussyho a s úkolem předložit návrhy, jak učinit evropskou legislativu pro cenné papíry a regulaci kapitálových trhů flexibilnější, efektivnější a transparentnější. Závěrečná zpráva, která shrnuje výsledky práce výboru, byla zveřejněna v lednu 2001 a v březnu byla přijata Evropskou radou na jejím summitu ve Stockholmu.

[3] Stručný přehled akademické literatury zaměřený především na význam kapitálového trhu pro hospodářský růst podávají Lamfalussy a kol., 2000, Annex 4

Zpráva je jedním z kroků v realizaci Akčního plánu pro finanční služby. Jejím jádrem je tzv. Lamfalussyho koncepce, kterou lze shrnout do tohoto doporučení: Posílit integrační funkci institucionální infrastruktury finančních trhů (rovnost podmínek konkurence, transparentnost, atraktivita přeshraničních operací atd.) opatřeními na čtyřech úrovních:[4]

1. Právní normy, tj. nařízení a směrnice ES, schválené Evropskou radou a Evropským parlamentem na základě Smlouvy o založení evropských společenství (tzv. co-decision process), tyto normy zpravidla obsahují i zmocňovací ustanovení dané EK pro úroveň č.2;
2. prováděcí předpisy, které EK vydá s cílem, aby technické aspekty směrnic držely krok s dynamickým vývojem finančních trhů;
3. posílení kooperace mezi národními regulátory s cílem zajistit sladění postupů při implementaci evropských právních norem při výkonu dohledu;
4. zvýšené úsilí EK a členských států při vynucování (enforcement) evropského práva.

Uvedená koncepce byla původně navržena pro oblast kapitálových trhů kolektivního investování. Rada ministrů financí (ECOFIN) ji zhodnotila velmi pozitivně a v prosinci 2002 doporučila Komisi, aby:

a) Nová koncepce byla aplikována na všechna základní odvětví finančních služeb, tj. na bankovnictví resp. úvěrové instituce, na pojišťovnictví, na kolektivní investování a samozřejmě i na (původně navrženou) oblast regulace kapitálových trhů.
b) Co nejrychleji ustavila pro všechna uvedená odvětví dva poradní výbory při Komisi, totiž:

- Výbor regulátorů, který bude zprvu pouze poradním orgánem a později obdrží i prerogativa v rámci legislativního procesu evropského práva.[5]
- Výbor supervisorů, který bude poskytovat Výboru regulátorů rady a technickou pomoc při tvorbě jeho stanovisek, bude fórem pro podporu sbližování postupů národních regulátorů při výkonu dohledu i fórem pro výměnu důvěrných informací.

V současné době prochází legislativním procesem návrh direktivy a návrhy rozhodnutí Komise, které tato doporučení vtělují do práva Evropského společenství.

Pokud se na nad touto koncepcí tak, jak je rozvinuta v již přijatých anebo v navržených dokumentech zamyslíme z hlediska institucionálního uspořádání regulace a dohledu, dospějeme ke dvěma závěrům:

- Koncepce je založena na principu subsidiarity, který je jedním ze základních principů práva ES a fungování Evropské unie. V daném případě tento princip znamená, že je účelné řešit otázku institucionálního uspořádání dohledu nad finančním systémem na úrovni členských států a nikoliv na úrovni Evropské unie. To znamená, že Komise nedoporučuje nějaké institucionální změny v oblasti dohledu (vytvoření jednotného regulátora apod.) a už vůbec ne takové změny, které omezují funkci centrální banky v oblasti bankovního dohledu.[6]
- Koncepce potvrzuje odvětvový princip uspořádání poradních orgánů EK pro finanční trhy a jejich regulaci. Ve státech, kde působí více regulátorů a takových je v Evropě většina, to vyžaduje jejich úzkou spolupráci tak, aby v odvětvových výborech EK representovali konzistentní a na národní úrovni dohodnutou politickou a odbornou linii.

[4] Uvedené čtyři úrovně (level) představují podstatu konceptu. V odborné komunikaci to nachází výraz i v tom, že se užívají pojmy jako „four level concept“, 3rd level committee apod.
[5] In the future these committees should receive also regulatory (comitology) prerogatives.
[6] “ The establishment of the Committee of European Banking Supervisors does not prejudge of the organisation of banking supervision at national level, in particular as regards the responsibilities of central banks in the supervision of individual credit institutions.” Decision 2003, Preambule, článek 13.

Literatura

1. Initial report of the committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market (chaired by A. Lamfalussy), Brusel 2000, www.europa.eu.int/index-en.htm
2. Final report of the committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market (chaired by A. Lamfalussy), Brusel 2001, www.europa.eu.int/index-en.htm
3. King, B. and Levine, R. (1993): Financial Intermediation and Economic Development in Capital Markets and Financial Intermediation, C. Mayer and X. Vives, eds. Cambridge, Cambridge University Press, 159 – 189.
4. Report by the economic and Financial Committtee (EFC) on EU Financial integration, Brusel 2002, www.europa.eu.int/index-en.htm
5. Commmission Decision 2001/527/EC www.europa.eu.int/index-en.htm.
6. Commmission Decision 2001/528/EC. www.europa.eu.int/index-en.htm
7. Commission decision establishing the Committee of European Banking Supervisors (Draft), 2003
8. Proposal for directive Amending European Parliament and Council Directive 2000/12/EC, Council Directive 91/675/EEC, Council Directive 85/611/EEC as last amended by European Parliament and Council Directives 2001/107/EC and 2001/108/EC, Directive 2002/87/EC, Directive 2002/83/EC, Directive 73/239/EEC (as amended by Directive 90/618/EEC), Directive 93/6/EEC, Directive 94/19/EC and establishing a new financial services committee organisational structure, 2003

Závěry z jednání II. sekce

Regulace a dohled nad bankami

Diskusi v II. sekci moderoval PhDr. Ing. Ivan Babouček, CSc. (ČNB), který rovněž zformuloval závěry z jednání této sekce a přednesl je na plenárním zasedání.

Závěry:

1. Česká národní banka se vyjádří ke koncepci sloučení tuzemských regulátorů, jejíž základní rysy byly na konferenci presentovány, v meziresortním připomínkovém řízení.

2. Platí pravidlo, že žádný universální, optimální a všeobecně doporučený model institucionálního uspořádání regulace a dohledu neexistuje. Toto se v každé zemí vyvíjelo historicky, a to s ohledem na její specifické podmínky a na velikost a charakter jejího finančního systému.

3. Projekt slučování tuzemských regulátorů není v současné době prioritou. Vedle řady úkolů v oblasti regulace (dokončení harmonizace s právem ES, implementace nové basilejské dohody) a dohledu (zavedení konsolidovaného dohledu ve všech sektorech finančního systému ČR atd.). Další prioritou je zapojování tuzemských regulátorů do činnosti orgánů (výborů, pracovních skupin) EK a ECB.

4. Souběh zapojování regulátorů do činnosti evropských orgánů s finančně i kapacitně náročným projektem zásadní změny institucionálního uspořádání regulace a dohledu se v současné době jeví jako nevhodný. O případné integraci regulátorů je vhodné uvažovat až v delším časovém horizontu, po (předpokládaném) přistoupení České republiky do Evropské unie a to na základě:
   - důkladné analýzy faktorů pro a proti integraci,
   - diskuse s ostatními regulátory,
   - zajištění nezávislosti regulace a dohledu,
   - vyhodnocení fungování třístranné dohody mezi MF ČR, ČNB a KCP,
   - zkušeností s účastí představitelů ČR na plnoprávné činnosti v evropských institucích.

5. Banky jako regulované subjekty dávají přednost pragmatickému přístupu. Je třeba soustředit pozornost na to, co lze zlepšit již nyní a v rámci stávajícího institucionálního uspořádání regulace a dohledu. Z pohledu bank je prioritou zejména odstranění duplicit v dohledu a optimalizace výkaznictví bank pro účely bankovního dohledu a státního dozoru KCP tak, aby se pokud možno dále nezvyšovaly nároky na kapacity a finanční náklady, které jsou v bankách s touto agendou spojeny. Tento požadavek odpovídá principu, že bankovní dohled i státní dozor jsou veřejnou službou pro účastníky finančních trhů, tedy pro klienty bank i pro banky samotné.

6. Při úvahách o institucionálním uspořádání dohledu nad finančním systémem je třeba vzít do úvahy význam jednotlivých sektorů ve finančním systému ČR. Banky a bankovní finanční skupiny hrají v tuzemském finančním systému dominantní roli, tuzemský finanční systém je typickým „bank based“ systémem a to na rozdíl od „market based“ systému např. v USA.

III. POSTAVENÍ KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY A INVESTIČNÍ CHOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ A OCHRANA INVESTORŮ

Postavení Komise pro cenné papíry v rámci regulatorní struktury tuzemského finančního trhu

Zdeněk Husták

I. Srovnání postavení Komise pro cenné papíry, Ministerstva financí a České národní banky

Instituce vykonávající státní správu nad finančním trhem v ČR

- Česká národní banka
- Komise pro cenné papíry
- Ministerstvo financí
- Úřad pro dohled nad družstevními záložnami
- Ministerstvo práce a sociálních věcí

Česká národní banka

- Právnická osoba s postavením veřejnoprávního subjektu
- Jsou jí svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném zákonem
- Financována ze svých výnosů
- Oprávněna vydávat sekundární legislativu (vyhlášky a opatření) k úpravě otázek ve své dozorové kompetenci
- Vykonává bankovní dohled, dohled nad devizovým hospodářstvím a nad platebními systémy

Zákony, které svěřují dozorová oprávnění ČNB

• Zákon o ČNB
• Zákon o bankách
• Devizový zákon
• Zákon o platebním styku

Komise pro cenné papíry

- Ústřední úřad státní správy pro oblast kapitálového trhu
- Financována plně ze státního rozpočtu
- Oprávnění vydávat sekundární legislativu (vyhlášky) k úpravě otázek ve své dozorové kompetenci – výjimky
- Vykonává státní dozor nad kapitálovým trhem

Zákony, které svěřují dozorová oprávnění KCP

• Zákon o Komisi
• Zákon o cenných papírech
• Zákon o investičních společnostech a o investičních fondech
• Zákon o burze cenných papírů
• Zákon o dluhopisech
• Zákon o penzijním připojištění
• Obchodní zákoník

Ministerstvo financí

- Ústřední orgán státní správy pro oblast finančního trhu s výjimkou dozoru nad kapitálovým trhem v rozsahu působnosti Komise pro cenné papíry
- Financování plně ze státního rozpočtu
- Zodpovídá za primární legislativu pro finanční trh
- Oprávnění vydávat sekundární legislativu finančnímu trhu jak ve své dozorové kompetenci tak i v kompetenci KCP a ÚDDZ
- Vykonává státní dozor (pojišťovny, penzijní fondy)

Zákony, které svěřují dozorová oprávnění MF

• Zákon o pojišťovnictví
• Zákon o penzijním připojištění

Úřad pro dohled nad družstevními záložnami

- Správní úřad pro dohled nad činností a hospodařením družstevních záložen a Zajišťovacího fondu družstevních záložen
- Financování z poplatků družstevních záložen a z případných návratných finančních výpomocí od státu
- Podřízen ministerstvu financí (jmenování ředitele, schválení statutu)
- zákon o spořitelních a úvěrových družstvech

Ministerstvo práce a sociálních věcí

- Vyjadřuje se ke vzniku penzijních fondů a změnám penzijních plánů penzijních fondů zákon o penzijním připojištění

Koordinace dozorových činností ČNB, KCP a MF

- Úprava v návaznosti na vydání zákona o Komisi 1998
- Trojstranné dohody z června 1998 a z února 2003
- Výměna informací, spolupráce a koordinace činnosti
- Pracovní skupiny
- Výbor pro koordinaci dozoru nad finančním trhem

Koordinace dozorových činností ČNB, KCP a MF

- Úprava v návaznosti na vydání zákona o Komisi 1998
- Trojstranné dohody z června 1998 a z února 2003
- Výměna informací, spolupráce a koordinace činnosti
- Pracovní skupiny
- Výbor pro koordinaci dozoru nad finančním trhem

II. Působnost a pravomoci Komise pro cenné papíry

Působnost Komise

- Výkon státního dozoru
- Rozhodování o právech a právem chráněných zájmech
- Kontrola plnění informačních povinností osob podléhajících státnímu dozoru
- Kontrola dodržování zákazu využívat důvěrné informace
- Kontrola plnění povinností při nabídkách převzetí, při nabytí a snížení podílu na hlasovacích právech společností s registrovanými akciemi
- Kontrola veřejné nabídky upisování akcií

Pravomoci Komise

- Rozhodování o povoleních (licencích) a registracích
- Schvalování a udělování souhlasů
- Kontrolní oprávnění
- Oprávnění ukládat opatření k nápravě, pokuty a uveřejnit oznámení o zjištěném nedostatku

III. Východiska pro regulaci obchodníků s cennými papíry

- Ústředním motivem je zde ochrana investorů (zákazníků) a ochrana průhlednosti finančního trhu.
- Použité regulatorní metody
  - pravidla jednání ve vztahu k investorům *(„Conduct of business“)*
  - pravidla jednání ve vztahu k finančnímu trhu *(„Market abuse prevention“)*
- Reguluje se nakládání s cizími penězi – *(„Jak obchodník s cennými papíry spravuje prostředky svěřené zákazníky“)*, není sledována návratnost „investice“
- Oproti tomu dozor nad bankami a pojišťovnami
  - upravuje nakládání s penězi těchto institucí
  - jeho účelem je zajištění stability těchto institucí
  - schopnost splnit závazky vůči vkladatelům/pojištěncům
- Stanovení pravidel obezřetného podnikání *(„Prudential rules“)*

V současnosti je pro regulaci obchodníků s cennými papíry příznačné praktické prolínání všech výše zmíněných regulatorních přístupů.

IV. Organizace dozoru nad obchodníky s cennými papíry

Organizace dozorového procesu

- Vstup do odvětví
- Monitoring a sběr dat
- Státní kontrola
- Správní řízení

V rámci KCP se podílí především tyto útvary

- Odbor OCP (oddělení licencí a inspekcí)
- Odbor monitoringu
- Odbor sankčních řízení

Vstup do odvětví

- Povolení obchodníka s cennými papíry,
- Povolení pobočky zahraničního obchodníka s cennými papíry
- Návrhové správní řízení
- Metodika k žádostem o povolení
- Posuzování věcných, personálních a organizačních předpokladů
- Finanční zdroje žadatele

Registrace investičního zprostředkovatele - zvláštní registrační řízení

Monitoring a sběr dat

Pravidelná informační povinnost OCP

- Ročně – předkládání výročních zpráv, hlášení kvalifikované účasti
- Čtvrtletně (připravuje se vyhláška)
- Měsíčně – hlášení kapitálové přiměřenosti

Informační povinnost ad hoc

- Hlášení obchodů s investičními instrumenty
- Hlášení zásadních změn v licenčních podmínkách

Monitorovací systém Komise

Státní kontrola

- Prováděná dle zákona o státní kontrole
- Spolupráce s BCPP – burzovní inspekce a získávání dat
- Spolupráce s devizovým dohledem ČNB
- Koordinace činnosti s bankovním dohledem a výměna informací
- Kontroly licencovaných OCP i osob vykonávajících činnost bez příslušného povolení
- Prováděno cca 30 kontrol ročně

Zjištění nedostatků

- Posouzení závažnosti
- Opatření k nápravě ze strany dozorované osoby

Sankční správní řízení

- Několik desítek ročně
- Ukládání opatření k nápravě
- Peněžité pokuty
- Odnímání povolení

V. Aktuální otázky dozoru nad obchodníky s cennými papíry

- Zavedení dozoru dle rizikovosti
- Zavedení detailní informační povinnosti OCP
- Kapitálová přiměřenost
- Vstup do EU

Dozor dle rizikovosti

- Systematická metoda dozorové činnosti
- Východisko – *„jaké riziko představuje selhání/úpadek jednotlivého OCP pro dosažení regulatorních cílů Komise“*
- Posouzení dopadu *(Impact assessment)*
- Posouzení rizikovosti *(Probability assessment*)
- Vyhodnocení a rozhodnutí o „úsilí/zdrojích“, které bude regulátor věnovat dozoru nad jednotlivým subjektem (tj. frekvence kontrol na místě)
- Úskalí dozoru dle rizikovosti

Detailní informační povinnost

- Účelnost vyžadovaných údajů
- Rozsáhlé údaje o ekonomické situaci, obchodních aktivitách, poskytnutých investičních službách
- Elektronická podoba
- Standardizované zpracování a analýza

Kapitálová přiměřenost

- Kapitálová přiměřenost jako „nový“ nástroj pro regulaci nebankovních obchodníků s cennými papíry
- Cíl – zajištění systémové stability
- Vyhláška o kapitálové přiměřenosti, Vyhláška o hlášení kapitálové přiměřenosti
- Vychází z úpravy kapitálové přiměřenosti pro banky stanovené ČNB
- Odlišnosti – pouze obchodní portfolio, v některých ohledech mírnější
- Hlášení – poprvé do konce července 2003 (měsíčně)
- Dodržování limitů – od října 2003

Vstup do EU

- Změny tuzemské legislativy
- Nároky na úpravu legislativního procesu
- Poskytování investičních služeb na základě jednotného evropského pasu
- Analytický dokument k přípravě Komise a tuzemského kapitálového trhu na vstup do EU – předložen k veřejné diskusi (www.sec.cz - sekce veřejná diskuse)

Investiční chování domácností a ochrana investorů

Petr Musílek

1. Investiční chování domácností

Investiční rozhodování domácností je ovlivňováno větším počtem faktorů, mezi které zejména patří:

Bohatství. Pokud vzroste hodnota bohatství domácností, pak se také zvyšuje poptávka po investičních instrumentech. Tato poptávka má však svoji určitou strukturu, přičemž poptávka po jedněch investičních instrumentech se zvyšuje s růstem hodnoty bohatství rychleji než po druhých instrumentech. Citlivost změny poptávky po jednotlivých investičních instrumentech lze vyjádřit pomocí elasticity poptávky ve vztahu k hodnotě bohatství. Tento ukazatel měří, o kolik procent se změní poptávka po určitých investičních instrumentech, pokud dojde k jednoprocentní hodnotě bohatství. Podle stupně elasticity jednotlivých investičních instrumentů můžeme rozlišovat: a) nezbytné investiční instrumenty, jejichž růst poptávaného množství při růstu hodnoty bohatství je menší než procentní růst hodnoty bohatství. Za nezbytné investiční instrumenty lze považovat investiční instrumenty s nízkým rizikem (např. neobchodovatelné investiční instrumenty, státní pokladniční poukázky); b) luxusní investiční instrumenty, jejichž elasticita poptávky ve vztahu k hodnotě bohatství je větší než jedna. Poptávané množství těchto investičních instrumentů vzhledem k hodnotě bohatství relativně vzrůstá s růstem hodnoty bohatství. Mezi luxusní investiční instrumenty patří investiční instrumenty s vysokým rizikem (např. akcie, podnikové, dluhopisy). Nejnovější empirické

studie (např. Starr-McCluer a Bertaut /1999/[1] nebo Boersch-Supan a Eymann /1999/[2]) potvrzují silný vztah mezi bohatstvím domácností a poptávkou po investičních instrumentech s různým stupněm investičního rizika. Luxusní investiční instrumenty jsou domácnostmi poptávány až po akumulaci dostatečného bohatství v nezbytných investičních instrumentech.

Důchod. Vliv důchodů domácností na poptávku po investičních instrumentech je v jednoduchém pojetí zcela shodný s předchozím analyzovaným faktorem. Analýzu lze však rozšířit o předpoklad, kdy důchod považujeme za formu investičního instrumentu - neobchodovatelné aktivum (lidský kapitál), představující nárok na budoucí příjmy (např. Bodie, Merton a Samuelson /1991/[3], Bertaut a Haliassos /1997/[4], Viceira /1997/[5], nebo Coco, Gomes a Maenhout /1998/[6]). Lidský kapitál pak může za určitých podmínek „vytlačovat" klasické investiční instrumenty. Pokud budoucí příjmy z lidského kapitálu jsou buď málo rizikové nebo rizikové, avšak nekorelované s výnosy z tradičních investičních instrumentů, pak nezbytné finanční instrumenty mohou být z velké části „vytlačeny" a domácnosti zejména poptávají luxusní (rizikové) investiční instrumenty. Pokud však příjmy z lidského kapitálu jsou rizikové a navíc jsou pozitivně korelovány s výnosy z tradičních rizikových investičních instrumentů, pak luxusní investiční instrumenty mohou být z velké části „vytlačeny" a domácnosti zejména poptávají nezbytné investiční instrumenty.

Výnosová míra. Cílem převážné většiny domácností je maximalizovat výnos ve vztahu k riziku a k likviditě. Výnos je motivem pro investování a odměnou za realizaci investičního procesu. Kategorie výnosu je velmi složitou veličinou, a to hned z několika důvodů: a) V převážné většině investičních situací není výnos zaručen. Investoři se rozhodují na základě očekávaných výnosů, které však nemusí být realizovány; b) Existuje velké množství metod pro měření výnosu, které jsou však často nesprávně používány. V první řadě je nutné rozlišovat mezi *historickým výnosem a očekávaným výnosem*. Historický výnos je ex-post výnosem, tzn. výnosem, který byl dosažen při investování nebo který mohl být dosažen. Naopak očekávaný výnos je investorem anticipované (očekávané) zhodnocení peněžních prostředků v budoucím období. Jedná se o prognózovaný výnos, jehož dosažení je nejisté. Výnosové míry investičních instrumentů vykazují velké kolísání především v krátkém období.

Skutečná výnosová míra slouží ke zhodnocení zvolené investiční strategie a lze ji využít jako určité vodítko pro budoucí investiční rozhodnutí. Očekávaná výnosová míra je plánované zhodnocení investovaného kapitálu, které domácnosti očekávají, že dosáhnou za určité investiční období. Tato očekávání jsou založena na ekonomických prognózách, zkušenostech z minulosti, subjektivních představách a mnoha dalších faktorech. Vývoj výnosů alternativních investičních instrumentů výrazně ovlivňuje investiční chování domácností a má výrazný dopad na poptávku po různých investičních instrumentech.

Likvidita. Domácnosti často podléhají likviditním šokům, a proto preferují takové investiční instrumenty, které mohou transformovat na disponibilní peněžní prostředky s minimálními náklady (finančními i časovými). Investiční instrumenty mají rozdílný stupeň likvidity na

[1] Starr-McCluer,M.-Bertaut,C.: Household in the United States. European University Institute, Florence, 1999.
[2] Boersch-Supan,A.-Eymann,A.: Household Portfolios in Germany. University of Manheim, Manheim, 1999.
[3] Bodie,Z.-Merton,R.C.-Samuelson,W.: Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model. Journal of Economic Dynamics and Control, 16, 1991.
[4] Bertaut,C.-Haliassos,M.: Precautionary Portfolio Behaviour from a Life-Cycle Perspective. Journal of Economic Dynamics and Control, 21, 1997.
[5] Viceira,L.M.: Optimal Portfolio Choice for Long-Horizon Investors with Nontradable Income. Harvard University, 1997.
[6] Coco,J.F.-Gomes,F.J.-Maenhout,P.J.: Investing Retirement Wealth: A Life-Cycle Model. Harvard University, 1998.

jednotlivých trzích. Za vysoce likvidní jsou považovány devizové trhy, trhy finančních derivátů, trhy vládních dluhopisů nebo trhy nejvíce obchodovaných akcií v USA, ve Velké Británii nebo v Japonsku. Kontinentální evropské akciové trhy vykazují nižší stupeň likvidity.

Za velmi nelikvidní trhy jsou zpravidla považovány nově vznikající trhy, mezi které patří i český akciový trh. Likvidita se zpravidla měří jako výše transakčních nákladů spojených s přeměnou investičních instrumentů. Finanční investiční instrumenty mají poměrně nízké transakční náklady (0,5 - 1 %), zatímco reálné investiční instrumenty mají transakční náklady často v rozmezí 5 až 10 %. Vyšší transakční náklady jsou ve vyspělých státech u malých akciových společností. Nižší likvidita investičních instrumentů snižuje jejich tržní cenu. Domácnosti při investování na méně likvidních trzích požadují odměnu za vyšší transakční náklady ve formě vyšší výnosové míry v dlouhém období. Vyšší výnosové míry vyjadřují rovnovážný stav mezi výnosem, rizikem a likviditou. Čím je aktivum relativně likvidnější oproti alternativním investičním instrumentům, tím je - při ostatních faktorech nezměněných (ceteris paribus) - atraktivnější a zvyšuje se poptávka po tomto investičním instrumentu.

Fáze životního cyklu domácností. Rozdílnou poptávku domácností po různých investičních instrumentech vysvětluje teorie životního cyklu (v nejnovějších textech např. Campbell, Cocco, Gomes a Maenhout /1999/[7], Reilly a Brown /2000/[8] nebo Bertaut a Starr-McCluer /2000/[9]). Východiskem zkoumání je odlišné rozložení bohatství podle různých věkových skupin. Nejnižší hodnota bohatství je typická pro nejmladší domácnosti. S postupným zapojováním domácností do ekonomických aktivit dochází k pozvolné akumulaci investičního majetku (disponibilní příjmy > spotřeba). Naopak post-produktivní domácnosti postupně rozpouštějí dříve vytvořený investiční majetek (disponibilní příjmy < spotřeba). Efekt bohatství a důchodový efekt výrazně ovlivňují poptávku domácností po investičních instrumentech v různých fázích životního cyklu. Z různých empirických studií (např. Guiso, Haliassos a Jappeli /2000/[10]) vyplývají následující závěry v oblasti vlivu životního cyklu na strukturu investičního portfolia domácností:

- mladé domácnosti zejména poptávají nezbytné (bezpečné) investiční instrumenty,
- domácnosti středního a pozdně-středního věku investují více do luxusních (rizikových) investičních instrumentů,
- domácnosti předdůchodového a důchodového věku převážně poptávají nezbytné (bezpečné) investiční instrumenty.

Model důchodového systému. Mezi důležité faktory, které ovlivňují poptávku domácností po investičních instrumentech, je způsob financování životních potřeb osob v období důchodového věku. Mezi základní způsoby financování osob v důchodovém věku patří rodinné financování, příjmy z individuálně vytvořených aktiv, státní dávky důchodového zabezpečení a příjmy z kapitálově financovaných důchodových systémů. Rozsáhlý a štědrý pilíř státního financování důchodů má zpravidla negativní vliv na poptávku domácností po luxusních investičních instrumentech penzijního charakteru. Značnou poptávku po penzijních

[7] Campbell,J.Y.-Cocco,J.F.-Gomes,F.J.-Maenhout,P.J.: Investing Retirement Wealth: A Life-Cycle Model. NBER Working Paper, 7029, 1999.

[8] Reilly,F.K.-Brown,K.C.: Investment Analysis and Portfolio Management. The Dryden Press. Harcourt College Publishers, Forth Worth, 2000.

[9] Bertaut,C.-Starr-McCluer,M.: Household Portfolios in the United States. Federal Reserve Board of Governors, April 2000.

[10] Guiso,L.-Hailiassos,M.-Jappelli,T.: Introduction to Household Portfolios. European University Institute, Florence, 2000.

investičních instrumentech mají domácnosti v ekonomikách s reformovaným důchodovým systémem (tzn. s výrazným podílem privátních pilířů).

Ochrana práv vnějších investorů. Vnější investoři vyžadují efektivní práva podílet se na dosažených výnosech. Dostatečná a efektivně vynutitelná práva vnějších investorů jsou základním předpokladem poptávky domácností po luxusních (rizikových) investičních instrumentech, zejména instrumentech akciového typu. Nedostatečná a neúčinná ochrana práv vnějších investorů zvyšuje rizikovou averznost domácností a negativně ovlivňuje poptávku domácností po akciových instrumentech.

Vzdělání. Rozdílná úroveň vzdělání domácností výrazně ovlivňuje poptávku po investičních instrumentech. Domácnosti s vyšším vzděláním mají nejen více informací ohledně možností investování úspor, ale také mají vyšší schopnost analyzovat investiční prostředí a efektivně spravovat investiční portfolio. Domácnosti s vyšším vzděláním zpravidla více poptávají luxusní (rizikové) investiční instrumenty než domácnosti s nízkým vzděláním, což potvrzují četné empirické studie (např. Boersch-Supan a Eymann /1999/[11] nebo Bertaut a Starr-McCluer /2000/[12]).

Zdanění výnosových měr investičních instrumentů. Hlavní směr investiční teorie při zkoumání poptávky po investičních instrumentech zejména analyzuje výnos, riziko a likviditu. Předpokládá se investiční prostředí, ve kterém neexistuje daňové zatížení investičních výnosů. Tento předpoklad je však dalece vzdálen realitě. Na investičních trzích existuje různé daňové zatížení jednotlivých instrumentů, často odlišné pro domácí a zahraniční investory nebo fyzické a právnické osoby. Některá finanční centra jsou velmi atraktivní především z důvodu velmi nízkých daní pro zahraniční investory, a proto jsou považovány za „daňové ráje“ (např. Kajmanské ostrovy, Kypr nebo Lucembursko). Odlišné zdanění výnosů z investičních instrumentů podstatně ovlivňuje reálnou výnosovou míru z investičních instrumentů, což má výrazný dopad na investiční chování domácností.

Struktura investičních instrumentů domácností se ve vyspělých státech výrazně odlišuje, což je dáno nejen chováním výnosových měr investičních instrumentů, ale i bohatstvím, důchodem, rizikovou averzností, likviditou investičních instrumentů, demografickou strukturou, modelem důchodového systému, účinností ochrany práv vnějších investorů, vzdělaností, způsobem zdaňování výnosů a tradičními vzorci chování obyvatel.

Analyzovali jsme vývoj struktury finančních instrumentů domácností v USA, Velké Británii a v České republice. Jako základní zdroj dat byly použity statistiky Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD), Evropské federace burz cenných papírů (FESE-Federation of European Stock Exchanges) a jednotlivých centrálních bank. Níže uvedené tabulky demonstrují vývoj struktury finančního majetku domácností ve vybraných zemích.

[11] Boersch-Supan,A.-Eymann,A.: Household Portfolios in Germany. University of Manheim, Manheim, 1999.

[12] Bertaut,C.-Starr-McCluer,M.: Household Portfolios in the United States. Federal Reserve Board of Governors, April 2000.

Tab. 1. Struktura finančních investičních instrumentů domácností (USA, 1997 - 2001, podíly v procentech)

Instrumenty	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Hotovost a depozita	13,22	12,94	11,62	13,19	15,13
Dluhopisy	7,40	6,73	6,63	6,28	5,96
Fondy	10,52	11,21	12,18	12,32	12,26
Akcie	37,78	37,75	39,42	36,33	33,96
Penzijní fondy a životní pojištění	29,15	29,41	28,27	29,63	30,16
Ostatní	1,58	1,96	1,88	2,25	2,53

Pramen: OECD Financial Accounts. In.: Households Financial Assets in Europe. FESE, 2002 a vlastní výpočty.

Tab. 2. Struktura finančních investičních instrumentů domácností (Velká Británie, 1997 - 2001, podíly v procentech)

Instrumenty	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Hotovost a depozita	21,48	21,38	19,40	20,45	24,51
Dluhopisy	1,70	1,62	1,35	1,34	1,41
Fondy	4,02	3,77	4,87	4,97	5,14
Akcie	17,56	16,13	18,59	17,78	13,77
Penzijní fondy a životní pojištění	52,50	54,44	53,36	52,88	52,12
Ostatní	2,74	2,66	2,43	2,58	3,05

Pramen: OECD Financial Accounts. In.:Households Financial Assets in Europe. FESE, 2002; CREP, 2002 a vlastní výpočty.

Tab. 3. Struktura finančních investičních instrumentů domácností (Česká republika, 1997-2001, podíly v procentech)

Instrumenty	*1997*	*1999*	*2001*
Hotovost, depozita a stavební spoření	88	89	89
Životní pojištění a penzijní fondy	11	8	8
Otevřené korunové podílové fondy	1	3	3

Pramen: ČNB, MF ČR, ČSÚ, UNIS, 1998, 1999, 2000, 2001 a vlastní výpočty.

Z rozboru investičního chování domácností můžeme vyvodit určité závěry o struktuře investičních portfolií domácností ve zkoumaných státech:

a) Struktura investičních portfolií domácností se výrazně odlišuje ve vybraných státech. V některých státech jsou domácnosti poměrně vysoce rizikově aversní, a proto významný podíl

mají produkty komerčního bankovnictví (Česká republika). Naopak americké nebo britské rodiny převážně preferují investičně-pojistné instrumenty.

b) I když ve zkoumaných státech existují odlišnosti ve struktuře investičních portfolií domácností, trend vývoje v převážné většině států (s výjimkou České republiky) je shodný: zřetelný růst podílu akcií, instrumentů kolektivního investování a penzijních instrumentů v portfolií domácností.

c) Splasknutí bubliny na akciových trzích na počátku nového tisíciletí způsobilo podstatný pokles podílu akciových instrumentů v portfoliích amerických a britských domácností.

2. Důvody regulace trhů cenných papírů

Teorie regulace vychází z předpokladu, že trhy cenných papírů jsou náchylné k tržním selháním, které se projevují jak informační asymetrií, tak i zápornými externalitami. Efektivní fungování trhů cenných papírů předpokládá participaci dokonale informovaných účastníků. Avšak na neregulovaných trzích cenných papírů dochází k tomu, že různí účastníci disponují více či méně úplnými soubory kurzotvorných informací, což ve finanční ekonomii označujeme jako *informační asymetrie*. Úplné informace jsou nejen rozhodujícím předpokladem efektivního fungování trhů cenných papírů, ale také základem rovnoprávného postavení finančních investorů. Hlavní směr teorie finanční regulace se domnívá, že je nutné, aby státní regulace omezila informační asymetrii stanovením informačních povinností emitentů, pravidel zacházení s neveřejnými informacemi a důsledným vynucováním stanovených povinností a pravidel.

Státní regulace trhu cenných papírů se rovněž snaží zabránit šíření *záporných externalit***.** Ekonomické problémy významných účastníků trhů cenných papírů (investičních firem, univerzálních bank, penzijních fondů, investičních, podílových nebo hedgingových fondů) přináší náklady ostatním účastníkům trhů cenných papírů, kterým však nejsou uhrazeny. Typickým příkladem je šíření „finanční nákazy“ z problémových institucí na ekonomicky zdravé účastníky trhu cenných papírů. Hlavní směr teorie finanční regulace (např. Dewatripont a Tirole /1994/[13]) je toho názoru, že státní regulace by měla zabránit šíření záporných externalit z problémových („nemocných“) finančních institucí na ekonomicky zdravé finanční instituce, a tím zamezit riziku selhání celého finančního systému.

Důvodem státní regulace trhu cenných papírů nejsou pouze ekonomické důvody, ale také snaha státu minimalizovat výskyt *nelegálních obchodů***.** Vzhledem k tomu, že na trzích cenných papírů lze realizovat obrovské peněžní transakce za minimálních transakčních nákladů, patří investiční bankovnictví mezi velice atraktivní odvětví, kde lze provádět (navíc často na anonymní bázi) rozsáhlé nelegální transakce.

Trhy cenných papírů patří mezi nejvíce regulovaná odvětví v ekonomikách vyspělých států. Regulatorní politika trhu cenných papírů se v současné době zaměřuje na podporu vytvoření spravedlivého a plně konkurenčního investičního prostředí. Mezi nejdůležitější cíle státní regulace trhu cenných papírů patří:

- podpora transparentnosti,
- zabezpečení důvěryhodnosti a
- ochrana investorů.

[13] Dewatripont,M.-Tirole,J.: The Regulation of Banks. MIT Press, Cambridge, 1994.

Dosažení výše uvedených cílů státní regulace trhu cenných papírů není vůbec jednoduchou záležitostí. Velkým nebezpečím je „přestřelení“ tvrdosti regulace, což způsobuje buď pokles zájmu o realizaci investičních obchodů, nebo jejich odliv na citlivěji regulované trhy.

3. Regulace trhů cenných papírů v období transformace

Efektivní regulace má klíčovou úlohu při vytváření trhu cenných papírů v období transformace ekonomiky z modelu centrálně plánované ekonomiky na model tržní. Z empirických studií (např. Atje a Jovanovic /1993/[14], Murinde /1996/[15], Levine a Zervos /1998/[16] nebo Rajan a Zingales /1998/[17]) vyplývá, že efektivní fungování trhů cenných papírů nejen pozitivně ovlivňuje výkonnost nefinančních firem, ale také přispívá k dlouhodobému růstu ekonomiky.

La Porta a López-de-Silanes (1998)[18] uvádějí, že *kvalitní právní prostředí je elementárním předpokladem pro vytvoření fungujících trhů cenných papírů.* Nekvalitní právní prostředí se projevuje ve vysoké úrovni koncentrace vlastnictví a v nedostatečně rozvinutých trzích cenných papírů. Pokud neexistuje efektivní vynucování právních norem privátní nebo soudní cestou, pak je pravděpodobně nezbytné vytvořit nezávislý regulatorní orgán, mající pravomoce soudních institucí.

Na nově vznikajících trzích cenných papírů jsou minoritní akcionáři a věřitelé vystaveni enormnímu riziku vyvlastnění ze strany majoritních akcionářů. Jestliže vnější investoři financují soukromou deficitní jednotku (firmu), pak se vystavují značnému nebezpečí, že výnos z jejich investic nebude nikdy efektivně realizován, poněvadž insideři (majoritní akcionáři a manažeři) si jej nelegálně přivlastní. Vyvlastnění se může uskutečnit jednou z následujících forem:

- zcizení zisku a aktiv,
- prodej aktiv spřátelené firmě pod tržní cenou,
- přeplácení manažerů nebo
- instalování spřátelených a nekvalifikovaných osob do správních orgánů firmy.

Výše uvedené formy však znamenají, že insideři sami využívají výnosy a aktiva firmy k vlastnímu prospěchu, a to na úkor vnějších investorů, kterým však užitky částečně náležejí. Pokud dojde na trzích cenných papírů k masivnímu vyvlastňování výnosů a aktiv vnějších investorů, pak se zcela ztrácí důvěra ve finanční investování. Jak lze omezit vyvlastňování vnějších investorů? La Porta, López-de-Silanes, Shleifer a Vishny (1999)[19] uvádějí, že „...klíčovým mechanismem ochrany vnějších investorů je právní systém (právní normy a jejich vynucování) ...“. Pokud práva investorů (např. hlasovací práva akcionářů, reorganizační a likvidační práva věřitelů) jsou rozsáhlá a současně efektivně vynutitelná privátními institucemi, regulatorními orgány nebo soudy, pak jsou vnější investoři ochotni financovat deficitní jednotky. Jestliže však právní systém nedostatečně chrání vnější investory, pak i trhy cenných papírů

[14] Atje,R.-Jovanovic,B.: Stock Markets and Development. Economic Review 37, 1993.
[15] Murinde,V.: Financial Markets and Endogenous Growth. Routledge, London, 1996.
[16] Levine,R.-Zervos,S.: Stock Markets, Banks and Economic Growth. American Economy Review 88, 1998.
[17] Rajan,R.G.-Zingales,L.: Financial Depedence and Growth. American Economic Review 88, 1998.
[18] La Porta,R.-López-De-Silanes,F.: Capital Markets and Legal Institutions. Harvard University, May, 1998.
[19] La Porta,R.-López-De-Silanes,F.-Shleifer,A.-Vishny,R.: Investor Protection and Corporate Governance. Harvard University, December, 1999.

jsou nedostatečně rozvinuty. Neoklasická finanční ekonomie (např. Stigler /1964/[20] nebo Easterbrook a Fischel /1991/[21]) se však domnívá, že účastníci na trzích cenných papírů jsou dostatečně sofistikovaní, a tudíž nepotřebují regulatorní vynucování privátních finančních kontraktů. Nejnovější empirické studie však vrhají stín pochybnosti na názory neoklasické finanční ekonomie. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer a Vishny (1998)[22] analyzovali klíčové právní normy a jejich vynucování, ochraňující vnější investory ve 49 zemích. Výsledkem jejich analýzy bylo zkonstruování indexů ochrany vnějších investorů nejen v jednotlivých zemích, ale i ve skupinách zemích s příbuzným právním systémem.

La Porta, López-de-Silanes, Shleifer a Vishny dospěli k závěru, že *nejúčinnější ochranu vnějších investorů poskytuje právní systém zvykového práva.* Naopak zcela nedostatečnou ochranu vnějších investorů zabezpečuje občanské právo v různých podobách. Dopady účinné ochrany vnějších investorů lze demonstrovat následujícími způsoby:

A. *Struktura vlastnictví a kontroly.* Pokud práva vnější investorů jsou nedostatečně chráněna a insideři jim mohou vyvlastňovat výnosy a aktiva, pak získání kontroly nad spravovanou společností má obrovskou hodnotu. Nedostatečná ochrana vnějších investorů generuje vysoce koncentrovanou vlastnickou strukturu, což potvrzují četné ekonomické studie (např. Edwards a Fischer /1994/[23] nebo Gorton a Schmid /1999/[24]).

B. *Trhy cenných papírů.* Účinná ochrana vnějších investorů podporuje rozvoj trhů cenných papírů. Pokud vnější investoři jsou dostatečně chráněni před vyvlastňováním výnosů a aktiv, jsou pak ochotni zaplatit i vyšší tržní cenu za emitované cenné papíry, což podněcuje soukromé deficitní jednotky (firmy) získávat touto cestou ve větším rozsahu finanční zdroje. Země, které mají účinnější ochranu vnějších investorů, pak také mají podstatně vyspělejší a rozsáhlejší trhy cenných papírů (a to z hlediska tržní kapitalizace, počtu kotovaných cenných papírů nebo nových veřejných nabídek). Některé empirické studie (např. Claessens, Djankov, Fan a Lang /1999/[25]) potvrzují pozitivní vliv účinné ochrany investorů na tržní cenu akcií. Dokonce Johnson /1999/[26] prokázal souvislost mezi ochranou investorů a výskytem finančních krizí. Nedostatečná ochrana investorů a nepříznivá kursotvorná očekávání způsobují masivní výprodej cenných papírů vnějšími investory, což vede ke zhroucení tržních cen investičních instrumentů a problémům investičních zprostředkovatelů.

C. *Reálná ekonomika.* Účinná ochrana vnějších investorů má pozitivní vliv na reálnou ekonomiku na základě rozvoje finančního systému, a to prostřednictvím tří základních kanálů: za prvé, podpora spořivosti; za druhé, urychlování akumulace kapitálu; za třetí, efektivnější alokace úspor v ekonomice. Tři výše uvedené kanály mají pozitivní vliv na

[20] Stigler,G.: Public Regulation of the Securities Market. Journal of Business 37, 1964.
[21] Eastbrook,F.-Fischel,D.: The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University, 1991.
[22] La Porta,R.-López-De-Silanes,F.-Shleifer,A.-Vishny,R.: Law and Finance. Journal of Political Economy ,106, 1998.
[23] Edwards,J.-Fischer,K.: Banks, Finance and Investment in West Germany since 1970. Cambridge University Press, 1994.
[24] Gorton,G.-Schmid,F.: Universal Banking and the Performance of German Firms. University of Pennsylvania, 1999.
[25] Claessens,S.-Djankov,S.-Fan,J.-Lang,L.: Expropriation of Minority Shareholders in East Asia. World Bank, Washington, 1999.
[26] Johnson,S.: Does Investor Protection Matter? Evidence from Germany´s Neuer Markt. MIT, 1999.

ekonomický růst, což by dokázáno nesčetnými empirickými studiemi (např. King a Levine /1993/[27] nebo Carlin a Mayer /1999/[28]).

Vnější investoři (drobní, velcí, akcionáři nebo věřitelé) vyžadují efektivní práva podílet se na dosažených výnosech. Dostatečná a efektivně vynutitelná práva vnějších investorů jsou základním předpokladem rozvinutí trhu cenných papírů. V 90. letech přistoupilo nejen mnoho vyspělých, ale také rozvíjejících se zemí k zásadním reformám správy podniků. Základním pilířem těchto reforem bylo zavedení účinnějších mechanismů ochrany vnějších investorů, zejména však zavedení mezinárodních účetních standardů), efektivnější privátní vynucování existujících právních norem a účinná státní regulace trhu cenných papírů. *Funkční státní regulace trhu cenných papírů je zcela nezbytná, pokud selhává privátní nebo soudní vynucování privátních finančních kontraktů.*

Základní použitá literatura:

Bertaut, C.-Haliassos,M.: Precautionary Portfolio Behavior from a Life-Cycle Perspective. Journal of Economic Dynamics and Control, 21. 1997.

Bertaut, C.-Starr-McCluer,M.: Household Portfolios in the United States. Federal Reserve Board of Governors, April 2000.

Black, F.: Noise. Journal of Finance. July 1986.

Blake, D.: Analýza finančních trhů. Grada, Praha, 1995.

Blanchard, O.-Watson,M.: Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets. In.: Wachtel,P.: Crises in the Economic and Financial Structure. Lexington Books, 1982.

Bodie, Z.-Merton,R.C.-Samuelson,W.: Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model. Journal of Economic Dynamics and Control, 16, 1991.

Boersch-Supan,A.-Eymann,A.: Household Portfolios in Germany. University of Manheim. Manheim, 1999.

Bodie, Z.-Kane,A.-Marcus,A.J.: Investments. Irwin, McGraw-Hill, Boston, 1996.

Cambell, J.Y.-Cocco,J.F.-Gomes,F.J.-Maenhout,P.J.: Investing Retirement Wealth: A Life-Cycle Model. NBER, Working Paper, 7029, 1999.

Cocco, J.F.-Gomes,F.J.-Maenhout,P.J.: Consumption and Portfolio Choice over the Life-Cycle. Harvard University, 1998.

Dimson, E.-Marsh,P.-Staunton,M.: Triumph of the Optimists. Princeton University Press, Princeton, New Jersey and Oxford, 2002.

Gollier, Ch.: What does the classical theory have to say about household portfolious? Université de Toulouse, Toulouse, 1999.

Goodhart, Ch. - Delargy, P.J.R.: Financial Crises. International Finance. December 1998.

Guiso, L.-Haliassos,M.-Jappelli,T.: Intoduction to Household Portfolios. European University Institute, Florence, 2000.

Investment Funds. International Guide to the Taxation and Regulation of Mutual Investment Funds and their Investors. International Bureau of Fiscal Documentation, 1998.

Johnson, S. - La Porta, R. - Lopez, F. - Shleifer, A.: Tunneling. 2000, nepublikovaný text.

Johnson, S.: Does Investor Protection Matter? Evidence from Germany´s Neuer Markt. Cambridge, 1999.

Kindleberger, Ch.P.: Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises. McMillan, London, 1996.

[27] King,R.-Levine,R.: Finance and Growth: Schumpeter might be Right. Quarterly Journal of Economics, 108, 1993.

[28] Carlin,W.-Mayer,C.: Finance, Investment and Growth. London University College, 1999.

Kindleberger, C.P.-Laffargue,J.P.: Financial Crises: Theory, History and Policy. Cambridge University Press, Cambridge, 1982.
La Porta, R. - Lopez, F. - Shleifer, A.: Corporate Ownership around the World. Journal of Finance, 54, 1999.
La Porta, R. - Lopez, F. - Shleifer, A. - Vishny, R.: Investor Protection and Corporate Governance. Harvard University, 1999.

Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Ekopress, Praha, 2002.

Reilly, F.K.-Brown,K.C.: Investment Analysis and Portfolio Management. The Dryden Press. Harcourt College Publishers, Forth Worth, 2000.

Revenda, Z.-Mandel, M.-Kodera, J.-Musílek, P.-Dvořák, P.-Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovnictví. Management Press, Praha, 2000.

Starr-McCluer, M.-Bertaut, C.: Household in the United States. European University Institute, Florence, 1999.

Viceira, L.M.: Optimal Portfolio Choice for Long-Horizon Investors with Nontradable Income. Harvard University, 1997.

Zákon č.591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších změn a doplňků.

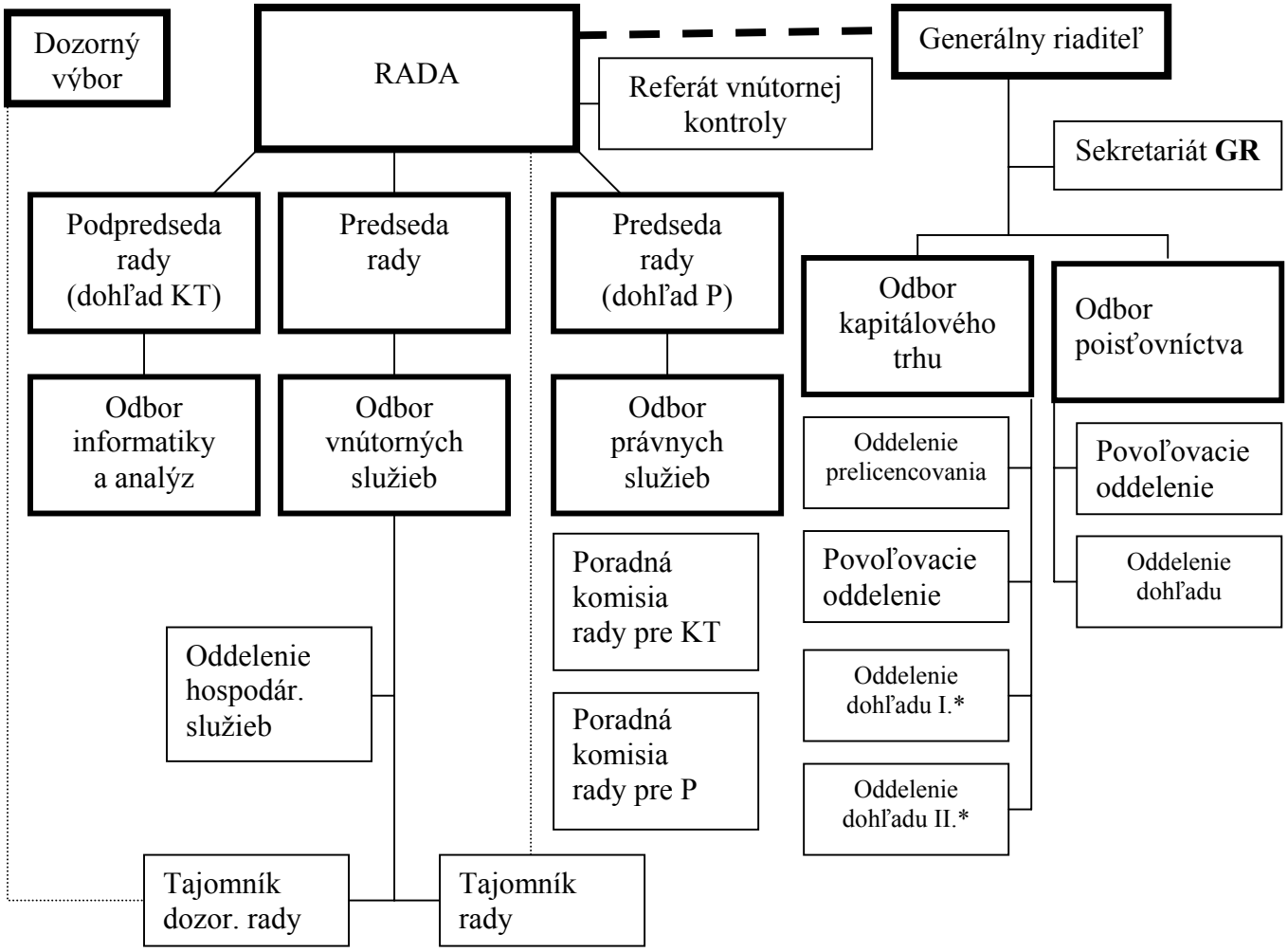
Postavenie a úloha dozorného orgánu v SR

Dušan Katonak

Inštitucionálny vývoj

- do septembra 1996:
  dohľad nad poisťovníctvom nie je organizačne a inštitucionálne vyčlenený ako samostatný útvar,
  existuje legislatívna podpora (zákon č. 24/1991 Z. z.)
- september 1996 - január 1997:
  samostatný Odbor dozoru na MF SR
- január 1997 - január 1999:
  Kontrolná sekcia, Odbor štátneho dozoru, Oddelenie dozoru nad kapitálovým trhom na MF SR
- 1. november 2000 - 31. marec 2002:
  ÚFT podľa zákona č. 329/2000 Z. z. - ako orgán štátnej správy pre oblasť kap. trhu a poisťovníctva
- od 1. apríla 2002
  ÚFT podľa zákona č. 96/2002 Z. z. - ako právnická osoba, ktorá vykonáva v oblasti verejnej správy dohľad nad kap. trhom a poisťovníctvom

Organizačná štruktúra ÚFT



*) pre oblasť kolektívneho investovania, obchodníkov s cennými papiermi a sprostredkovateľov investičných služieb
**) pre oblasť vyhlasovateľov verejnej ponuky, verejných trhov a centrálneho depozitára

Zákon č. 96/2002 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov

Čl. 1.
1. časť: ZÁKLADNÉ USTANOVENIA
2. časť: ORGANIZÁCIA A RIADENIE ÚRADU
3. časť: PRAVIDLÁ VÝKONU DOHĽADU
4. časť: KONANIE
5. časť: ĎALŠIE ČINNOSTI A OPRÁVNENIA ÚRADU
6. časť: PORIADKOVÉ POKUTY
7. časť: HOSPODÁRENIE ÚRADU
8. časť: SPOLOČNÉ, PRECHODNÉ A ZÁVEREČNÉ USTANOVENIA

1. časť: ZÁKLADNÉ USTANOVENIA

<u>§ 1 Predmet úpravy:</u>

- zriadenie, pôsobnosť, organizácia, činnosť a hospodárenie úradu
- postup úradu pri vykonávaní dohľadu nad finančným trhom
- spolupráca a súčinnosť s inými tuzemskými a zahraničnými orgánmi, právnickými a fyzickými osobami

§ 2 Zriadenie úradu:
- právnická osoba, ktorej sa v oblasti verejnej správy zveruje výkon dohľadu nad kap. trhom a poisťovníctvom

§ 3 Pôsobnosť úradu:
- vykonáva dohľad nad činnosťou subjektov kap. trhu a poisťovníctva
- spolupracuje s MF SR
- spolupracuje a vymieňa si informácie so zahr. orgánmi dohľadu
- plní ďalšie úlohy
- dohľad je vykonávaný nestranne a nezávisle

§ 4 Úrad predkladá vláde SR:
- ročnú správu o činnosti a hospodárení úradu
- ročnú a polročnú správu o stave kapitálového trhu
- ročnú a polročnú správu o stave poisťovníctva

2. časť: ORGANIZÁCIA A RIADENIE ÚRADU

§ 5 Orgány úradu:
- rada úradu
- generálny riaditeľ úradu
- dozorný výbor úradu

§ 6 - § 8 Rada úradu:
- štatutárny a výkonný orgán úradu
- má päť členov (predseda rady, dvaja podpredsedovia rady, ďalší dvaja členovia rady)
- členov rady úradu vymenúva a odvoláva vláda SR

§ 9 Generálny riaditeľ úradu:
- je vymenovaný a odvolávaný vládou SR na základe návrhu ministra financií SR
- štvorročné funkčné obdobie
- riadi organizačný útvar (dohľad na diaľku, na mieste, konanie v prvom stupni)
- vyjadruje sa k zásad. materiálom (napr. návrhu rozpočtu)

§ 10 Dozorný výbor úradu:
- kontrolný orgán úradu
- má päť členov (predseda, podpredseda rady, ďalší traja členovia)
- členov dozorného výboru úradu vymenúva a odvoláva vláda SR
- kontroluje hospodárenie úradu
- schvaľuje rozpočet úradu
- schvaľuje výšku príspevkov
- vyjadruje sa k správe o činnosti úradu
- schvaľuje správu o hospodárení úradu
- schvaľuje audítora na overenie ročnej účtovnej závierky
- schvaľuje ročnú účtovnú závierku overenú audítorom
- schvaľuje mzdové a iné funkčné pôžitky členom rady a GR
- schvaľuje podmienky tvorby fondov, ich výšku a spôsob použitia
- predkladá správu vláde SR o svojej kontrolnej činnosti
- v prípade zistenia závažných nedostatkov navrhuje zvolanie rady
- schvaľuje rokovací poriadok dozorného výboru

3. časť: PRAVIDLÁ VÝKONU DOHĽADU

§ 12:

- úrad vykonáva dohľad na diaľku a na mieste, zisťuje objektívny stav, dôležité skutočnosti o dohliadaných subjektoch, nedostatky v ich činnosti, príčiny a škodlivé dôsledky zistených nedostatkov, osoby zodpovedné za zistené nedostatky

§ 13 Vylúčenie z výkonu dohľadu:

- zamestnanec úradu je vylúčený z výkonu dohľadu, ak so zreteľom na jeho vzťah k veci, k dohliadanému subjektu alebo k jeho zamestnancom možno mať pochybnosť o jeho nezaujatosti

§ 14 Výkon dohľadu:

- úrad pri výkone dohľadu spolupracuje s inými práv. osobami vykonávajúcimi dohľad alebo dozor
- za výkon dohľadu zodpovedá a v konaní na 1. stupni rozhoduje GR
- v prípade zistenia skutočnosti nasvedčujúcej k tomu, že bol spáchaný trestný čin, úrad to bezodkladne oznámi príslušnému orgánu činnom v trestnom konaní

§ 18 Prizvané osoby:

- úrad môže na plnenie úloh pri výkone dohľadu prizvať zamestnancov štátnych orgánov a iných práv. osôb s ich súhlasom
- prizvané osoby môžu vykonávať dohľad iba v sprievode poverenej osoby
- na prizvanú osobu sa vzťahujú ustanovenia o povinnosti mlčanlivosti, o právach a povinnostiach poverenej osoby a ustanovenia o vylúčení z konania

4. časť: KONANIE

§ 37 - § 39:

- úrad rozhoduje o predmete konania v prvom stupni do troch mesiacov od doručenia úplného návrhu na začatie konania, najneskôr však úrad rozhodne do 12 mesiacov
- rozklad proti rozhodnutiu úradu v prvom stupni možno podať úradu do 15 dní odo dňa doručenia rozhodnutia
- ak úrad o rozklade nerozhodne, predloží ho GR rade do 30 dní odo dňa, keď mu bol doručený rozklad
- ak to dovoľuje povaha veci a ak nápravu nemožno dosiahnuť inak, rada sama vo veci rozhodne

§ 40 - § 44:

- rozklade proti rozhodnutiu v prvom stupni rozhoduje rada na návrh ňou ustanovenej poradnej komisie
- proti rozhodnutiu rady nemožno podať rozklad
- rada môže preskúmať právoplatné rozhodnutie a napadnuté rozhodnutie môže zmeniť alebo zrušiť
- proteste prokurátora proti rozhodnutiu úradu rozhoduje rada
- zákonnosť právoplatných rozhodnutí úradu je preskúmateľná súdom
- ak účastník konania nesplní v určenej lehote dobrovoľne povinnosť uloženú rozhodnutím úradu, ktoré je vykonateľné, úrad je oprávnený podať návrh na súdny výkon rozhodnutia alebo návrh na vykonanie exekúcie súdnym exekútorom

5. časť: ĎALŠIE ČINNOSTI A OPRÁVNENIA ÚRADU

§ 45 Zoznamy:

- úrad vedie zoznamy:
  - osôb, ktorým bolo udelené povolenie
  - nútených správcov
  - ďalších osôb

§ 46 Vestník úradu:

- úrad vydáva vestník úradu, v ktorom zverejňuje:
  - správu o činnosti a hospodárení úradu
  - správy o stave kapitálového trhu a poisťovníctva
  - zoznamy osôb
  - výroky vykonateľných rozhodnutí
  - metodické usmernenia a odporúčania úradu
  - iné dôležité oznámenia úradu

§ 47 Súčinnosť:

- na účely dohľadu poskytujú úradu súčinnosť:
  - štátne orgány
  - orgány územnej samosprávy
  - NBS
  - burza cenných papierov
  - centrálny depozitár
  - iné právnické alebo fyzické osoby, ktoré majú doklady alebo informácie súvisiace s činnosťou úradu

  na písomné vyžiadanie

§ 48 Medzinárodná spolupráca:

- úrad môže uzatvárať dohody o vzájomnej spolupráci so zahr. orgánmi dohľadu alebo s medzinárodnými organizáciami združujúcimi dozorné orgány
- úrad môže byť členom medzinárodných organizácií
- úrad zabezpečuje úlohy vyplývajúce z medzinárodných zmlúv
- úrad na základe dohody o vzájomnej spolupráci poskytuje informácie o dohl. subjektoch zahraničným orgánom dohľadu
- informácie je úrad oprávnený poskytnúť, len ak je zmluvne zabezpečená vzájomnosť

6. časť: PORIADKOVÉ POKUTY

§ 49:

- úrad uloží poriadkovú pokutu do 50 000 Sk dohl. subjektu za porušenie povinností podľa § 16 ods. 2
- úrad uloží poriadkovú pokutu do 500 000 Sk
  - právickej alebo fyzickej osobe za porušenie povinností podľa § 47 ods. 4
  - tomu, kto sťažuje postup v konaní na úrade
- pri určení poriadkovej pokuty úrad prihliada na závažnosť, čas trvania protiprávneho konania, na rozsah jeho následkov, na príp. opakované porušenie povinností alebo na porušenie viacerých povinností
- poriadkové pokuty sú príjmom štátneho rozpočtu

7. časť: HOSPODÁRENIE ÚRADU

§ 50:

- úrad je povinný hospodáriť s majetkom úradu hospodárne a efektívne
- úrad nesmie vykonávať podnikateľskú činnosť
- úrad nesmie prijímať a poskytovať úvery, uzatvárať zmluvy o tichom spoločenstve, vydávať cenné papiere, akceptovať ani prijímať zmenky
- finančné prostriedky úradu sa vedú na účtoch v NBS

§ 51 Rozpočet úradu:

- úrad zostavuje rozpočet nákladov a výnosov na prísl. rozpočtový rok
- rozpočet úradu schvaľuje dozorný výbor

- úrad schválený rozpočet predkladá na informáciu vláde SR a zabezpečí jeho zverejnenie vo vestníku úradu
- úrad vedie účtovníctvo, účtovnú závierku úradu overuje audítor

§ 52 Príjmy úradu:

- príjmami úradu sú:
  - príspevky dohliadaných subjektov
  - poplatky za úkony v konaní na úrade
  - zisk z predchádzajúcich účtovných období
- príjmom úradu môžu byť prostriedky poskytnuté zo štátneho rozpočtu

§ 53 Príspevok:

- prispievatelia sú povinní uhrádzať úradu ročný príspevok
- ročné príspevky určuje úrad na každý rok najneskôr do 20. decembra predchádzajúceho roka
- prispievateľovi vzniká povinnosť uhrádzať príspevok do 6 mesiacov po nadobudnutí právoplatného povolenia
- v prípade omeškania platby je prispievateľ povinný zaplatiť penále 0,01 % z dlžnej sumy príspevku za každý deň omeškania

§ 54 Poplatky za úkony:

- úradu vyberá poplatky za:
  - za udeľovanie povolenia
  - zmenu rozhodnutia, ktorým bolo udelené povolenie
  - za vydávanie predchádzajúceho súhlasu
  - za schvaľovanie
  - za vydávanie náhradného rozhodnutia, súhlasu alebo schvaľovania (duplikátu)
- poplatky sú ustanovené pevnou sumou alebo percentuálnou sadzbou zo základu poplatku
- výšku poplatkov za úkony ustanovuje vyhláška MF SR č. 170/2002 Z. z.

Budúcnosť

- marec 2002 vláda schválila návrh koncepcie integrovaného dohľadu nad finančným trhom
- koordinačnú komisiu zloženú zo zástupcov Ministerstva financií SR, Národnej banky Slovenska a Úradu pre finančný trh
- presun UFT pod NBS

Úloha BCPP, a.s. jako regulátora

Vladimír Skalný

Role burzy jako regulátora jí je dána jednak zákonem, ale samozřejmě vychází i ze samotné potřeby zabezpečit dodržování pravidel, která si burza sama stanoví. Prioritním cílem je zachovat důvěru v burzovní trh a zabezpečit řádné vypořádání všech obchodů.

Burza tuto roli plní dvěma způsoby. Je to jednak tvorbou vlastních předpisů, které se netýkají jen samotného obchodování, ale také upravují podmínky členství na burze, pravidla jednání se zákazníky, vedení dokumentace apod. Význam tvorby vlastních předpisů spočívá i v tom, že řada ustanovení jde nad rámec zákonných povinností tzn., že burza tímto stanoví určité nadstandardní podmínky pro své členy.

Druhým způsobem je samotná inspekční činnost, které burza věnuje významnou pozornost již prakticky od počátku své existence. Inspekční činnost pokrývá jak oblast emitentů, kde se kontrola zaměřuje na plnění podmínek pro přijetí na burzovní trh, tak i členů burzy – tj. zda členové burzy dodržují pravidla obchodování, zda řádně jednají se zákazníky, zda plní předpoklady členství a zachovávají příslušnou dokumentaci.

Inspekční činnost nad členy je dnes zabezpečována několika způsoby. Je to jednak *průběžný dohled nad obchodováním*, kdy je v reálném čase sledován a vyhodnocován průběh obchodování a prováděna kontrola dodržování stanovených postupů a pravidel spojených s obchodováním. V případě potřeby burza bezprostředně reaguje, tak aby nedošlo k ohrožení trhu a byly minimalizovány škodlivé důsledky.

Druhou oblastí je *analytický monitoring*, kde burza pracuje s historickými daty tzn. jeden den po obchodování a dále. Průběh obchodování je při této činnosti již vyhodnocován v určitých souvislostech a vazbách. Burza si k tomuto účelu vyvinula vlastní SW. Tento SW umožňuje bezprostřední přístup ke všem údajům a zahrnuje funkce, které na základě předem definovaných i volitelných parametrů vybírají případy možného porušení Burzovních pravidel. Inspekční SW je dnes schopen pracovat nejen s obchodními daty burzy, ale je schopen pracovat i s daty z deníku obchodníka. Burza tedy je schopna vyhodnocovat celý proces od zadání pokynu zákazníka až po jeho vypořádání. Jsou nastaveny a dále se rozvíjejí určité logické funkce indikující možná porušení zejména pravidel obchodování a stanovených zásad jednání se zákazníky. Analytický monitoring umožňuje burze být v bezprostředním kontaktu se členy, protože jakýkoliv výstup z monitoringu je okamžitě analyzován.V případě potřeby je okamžitě dotazován člen a jsou žádány příslušné podklady a vysvětlení. Tím je burza schopna přijímat příslušná opatření bezprostředně a pružně.

Kromě analytického monitoringu burza provádí i *běžné inspekce* v sídle členů. Tyto inspekce jsou hloubkové, kde se burza zaměřuje na celý rozsah činnosti a povinností členů a jsou prováděny cca jednou za 3 roky u každého člena. Po hloubkových následují opakované inspekce zaměřené na plnění opatření k odstranění nedostatků zjištěných hloubkovou inspekcí.

Výstupem inspekční činnosti ve vztahu ke členům je zejména opatření na straně členů – tzn. zabezpečení neprodleného odstranění zjištěných nedostatků a minimalizování škodlivých důsledků. Burza má možnost i určitých restrikcí ve formě sankcí. Všechny výsledky inspekcí jsou předkládány burzovním orgánům – tzn. orgánům složeným ze samotných členů a tyto

posuzují, nakolik je dané zjištění závažné a zda je pro nápravu nezbytné uložit sankci. Výstupem jsou také informace Komisi pro cenné papíry o podezření z porušení zákona.

Závěry z jednání III. sekce

Postavení Komise pro cenné papíry a investiční chování domácností a ochrana investorů

Diskusi v III.sekci moderoval JUDr.Dušan Katonak (Úrad pre finančný trh), který rovněž zformuloval závěry a doporučení z jednání této sekce. Tyto závěry přednesl na plenárním zasedání.

Závery:

1. Z debaty vyplynulo, že nie sú jasne definované hranice medzi regulátorom a dozorom na finančnom trhu. Úlohou regulátora by malo byť stanovenie hlavných mantinelov, v ktorých by sa mali pohybovať všetky subjekty pôsobiace na finančnom trhu – vrátane orgánu dozoru. Orgán dozoru by však mal mať možnosť ovplyvňovať a čiastočne regulovať dozorované subjekty, ale len v odborných a technických otázkach bez akéhokoľvek politického vplyvu. Krucialnou sa javí vzájomná výmena informácii medzi regulátorom a dozorom.

2. Mal by sa väčší dôraz klásť na zodpovednosť regulátora (nie len dozoru), ktorý stanovuje rozsah a priestor v ktorom sa dozor môže pohybovať. Do dnešnej doby vznikli obrovské škody (700 miliárd len bankový sektor) a nebola vyvodená žiadna osobná zodpovednosť za vzniknutý stav.

3. V najbližšej dobe sa neočakáva významnejšia zmena v štruktúre aktív domácností. Vývoj do budúcnosti sa ťažko prejudikuje vzhľadom k tomu, že vývoj závisí od viacerých premenných, ktoré sa nedajú momentálne posúdiť. Dôležitú úlohu bude hrať dôchodková reforma. Negatívny vplyv na súčasný stav má najmä nízka likvidita kapitálového trhu, nedostatok kvalitných cenných papierov na kapitálovom trhu, negatívne skúsenosti z kupónovej privatizácie a nízka miera vzdelania ako obyvateľstva tak malých a stredných podnikov v oblasti kapitálového trhu.

4. Hlavnou príčinou „finančnej krízy“ nie je inštitucionálne usporiadanie dozoru a regulácie, ale zlé právne prostredie (najmä v 90-tych rokoch), odvetvová kríza rozhodujúcich priemyselných odvetví (najmä ťažký priemysel) a prepojenie bankového sektoru s vládnou mocou, prostredníctvom ktorého sa v 90-tych rokoch stimuloval hospodársky rast „mäkkými úvermi“.

IV. FINANČNÍ DOZOR V POJIŠŤOVNICTVÍ A PENZIJNÍM PŘIPOJIŠTĚNÍ

Státní dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění

Václav Křivohlávek

1. Vymezení pojmů

Finanční trh i přes zdánlivou exaktnost pojmů, které jsou používány a které vycházejí buď z vývoje pojmů tohoto sektoru v českém jazyku nebo byly někdy vhodně, někdy méně vhodně převzaty ze zahraničí, používá některé z nich tak, že není vždy zcela srozumitelné, co vlastně obsahově znamenají. Příkladem takového pojmového zmatení je používání slova „regulátor" či slova „regulace" v souvislosti s existencí a výkonem dozoru (či státního dozoru) v jednotlivých sektorech finančního trhu.

Zcela bez nároku na analytický rozbor pojmů, a tedy i bez nároku na jedině správný výklad obsahu toho pojmu, předkládám pro lepší srozumitelnost některých mých vývodů prezentovaných tímto referátem následující definici regulátora:

- *za regulátora považuji takovou instituci, která formou vytváření legislativního rámce upravuje možnosti existence a činnosti subjektů v regulovaném sektoru.*

Od této definice pak odvozuji definici instituce dozoru, kdy:

- *za dozorovou instituci považuji takovou instituci, na kterou regulátor přenesl právo nebo i povinnost dozoru dodržování právního rámce stanoveného regulátorem.*

Protože se problematika mého referátu týká pojišťovnictví a penzijního připojištění, zcela konkrétně tedy považuji v sektoru pojišťovnictví:
za regulátora Ministerstvo financí, které je zpracovatelem a předkladatelem zákonů a podzákonných norem, týkajících se pojišťovnictví, *za státní dozor Ministerstvo financí,* které bylo zákonem o pojišťovnictví pověřeno výkonem státního dozoru v pojišťovnictví

„Státní dozor v pojišťovnictví vykonává zejména v zájmu ochrany spotřebitele ministerstvo" ,ministerstvo = legislativní zkratka pro ministerstvo financí (§6 odst. 1 zákona č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví)

V sektoru penzijního připojištění, analogicky, považuji: za regulátora Ministerstvo práce a sociálních věcí, které je zpracovatelem a předkladatelem zákona o penzijním připojištění se státním příspěvkem (nic na výroku nemění ani fakt, že poslední novely zákona byly zpracovány pouze MF nebo ve spolupráci s MPSV, protože byla na MF v těchto konkrétních případech přenesena taková možnost se strany MPSV s ohledem na obsahovou náplň novel),
za státní dozor Ministerstvo financí a Komisi pro cenné papíry

„Činnost penzijního fondu a činnost depozitáře podle tohoto zákona podléhají státnímu dozoru, který vykonává ministerstvo a Komise pro cenné papíry (§45a), ministerstvo = legislativní zkratka pro ministerstvo financí.(§42 odst. 1 zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem)

Z uvedeného je zřejmé, že stát:

1. vytváří zákonný rámec podnikání dvou rozdílných sektorů finančního trhu, a to pojišťovnictví a penzijního připojištění dvěma rozdílnými ministerstvy a

2. státní dozor dává dvěma zákony do kompetence jediného ministerstva (s výjimkou dílčí kompetence KCP vymezené jediným paragrafem 45a) zákona o penzijním připojištění se státním příspěvkem).

2. Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění
Co je to vlastně Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění? Tak především je odborem 32 Ministerstva financí, a to jedním z největších, se svými 71 pracovníky. Je v současné době členěn do devíti oddělení následovně:
oddělení 321 – legislativní a právní v pojišťovnictví
oddělení 322 – licencí v pojišťovnictví
oddělení 323 – metodiky a standardizace dozoru
oddělení 324 – kontroly v pojišťovnictví 1
oddělení 325 – kontroly v pojišťovnictví 2
oddělení 326 – legislativní a právní v penzijním připojištění
oddělení 327 – kontroly penzijních fondů a depozitářů
oddělení 328 – analytiky a statistiky
oddělení 329 – vnitřních a vnějších vztahů

Státní dozor v pojišťovnictví vykonává ministerstvo (odbor 32) od účinnosti zákona č. 185/1991 Sb., o pojišťovnictví. Konkrétně je výkon státního dozoru zajišťován odděleními 321, 322, 324, 325.

Státní dozor v penzijním připojištění vykonává ministerstvo (odbor 32) od účinnosti zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem. Konkrétně je výkon státního dozoru zajišťován odděleními 326 a 327.

Oddělení 323, 328 a 329 jsou odděleními průřezovými, zajišťujícími pro oba dozory jednak podklady pro výkon dozoru „od stolu“, servisní služby a informační zázemí, jednak spolupráci a prezentaci dozoru tuzemskou a zahraniční.

Odbor 32 – *Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění je*, jak plyne z jeho vnitřního členění, *integrovaným dozorem dvou rozdílných dozorů pro dva rozdílné sektory finančního trhu – sektor pojišťovnictví a sektor penzijního připojištění.*

Z vnitřní struktury Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění je zřejmé, že *slučuje do jediného odboru 32 činnost ministerstva jako regulátora* – oddělení 321 a 326 vytvářejí legislativní normy pro oba *sektory a činnost ministerstva jako státního dozoru.* Právě zpětná vazba mezi výkonem dozoru v praxi a tvorbou legislativy je obrovskou výhodou Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění. Dokumentují to i výsledky dozoru, kdy po legislativních změnách v roce 1999 byly oba sektory finančního trhu formovány do současné stabilní podoby.

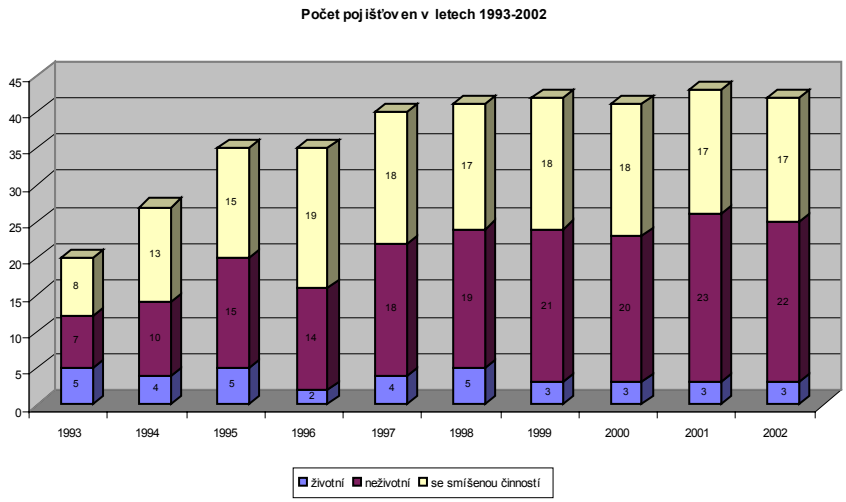
Odbor 32 – Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, jako součást organizační struktury ministerstva, nemá a ani nemůže mít vlastní rozpočet.

3. Státní dozor v pojišťovnictví
Rozhodujícími aktivitami státního dozoru v pojišťovnictví v rámci odboru 32 – Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění jsou zejména povolovací a schvalovací činnost, kontrolní činnost „od stolu“ či „na místě“, analytická a statistická činnost, činnost registrační, metodicko-poradenská a lektorská. Zcela zásadní význam má

činnost koncepční, a to jak vzhledem k dozorové činnosti ministerstva, tak vzhledem k formování pojistného trhu. Státní dozor má vlastní funkční systém vzdělávání, aktivně spolupracuje s ostatními odbory ministerstva, s partnery a institucemi tuzemskými i zahraničními, prošetřuje a řeší stížnosti občanů. Zmíním se dále krátce pouze o některých jeho aktivitách.
Z rozsáhlé povolovací a schvalovací činnosti státního dozoru v pojišťovnictví považuji za nejvýznamnější tzv. „přelicencování“, v rámci kterého byla udělována nová povolení k podnikání všem pojišťovnám a zajišťovnám, které v průběhu dvou let od nabytí účinnosti zákona č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví, dosáhly souladu s tímto zákonem. Povolení k činnosti současně znamenala pro pojišťovnu získání tzv. „jednotného pasu“, opravňujícího ji k možnosti podnikání na území států Evropské unie. Povolení obdrželo postupně do konce roku 2002 celkem 44 pojišťoven.

Povolovací činnost, v součinnosti s kontrolní činností, byla důležitým nástrojem konsolidace pojistného trhu. Od roku 1999, kdy nový zákon o pojišťovnictví dal státnímu dozoru možnost účinnějších zásahů, bylo „odejmuto“ povolení k podnikání postupně deseti pojišťovnám. A zdůrazňuji, že se tak stalo bez významných dopadů na klienty, bez rozkolísání pojistného trhu. Na tomto místě bych chtěl vyzdvihnout součinnost jednotlivých pojišťoven a České asociace pojišťoven se státním dozorem. Vždy bylo s nalezeno včas řešení, neohrožující pojistný trh a jeho vývoj, řešení neohrožující důvěru občanů.

Obr. 1

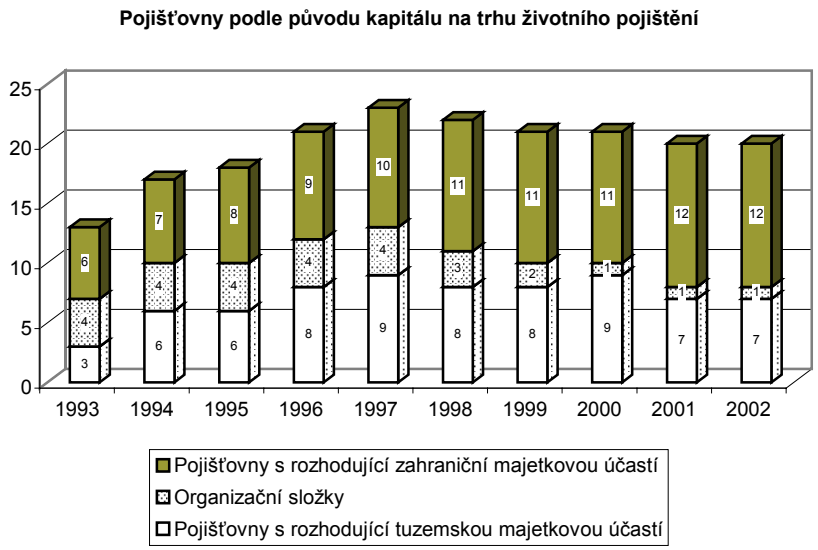


Současná struktura pojistného trhu se vytvářela postupně fakticky se zákonem o pojišťovnictví. Pouze připomenu, že zákon č. 185/1991 Sb., o pojišťovnictví, přijatý Českou národní radou dne 26. dubna 1991, upravoval specifické podmínky podnikání v pojišťovnictví a zavedl nad ním státní dozor. Zákon byl významný zejména proto, že vytvořil prostor pro vznik konkurenčního prostředí v soukromém pojištění, na území tehdejšího Československa.Vývoj v období samostatné České republiky, tedy od roku 1993 do 31. 12. 2002 je zřejmý z obr. 1.

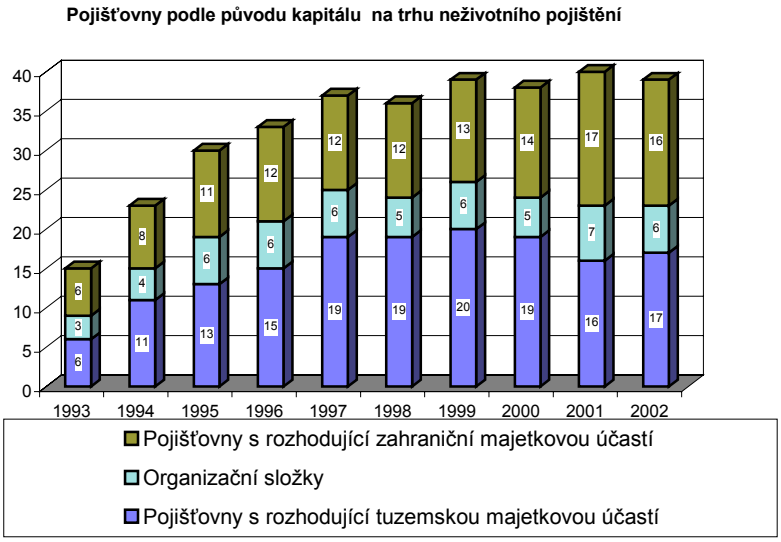
K tomuto datu působilo na území České republiky celkem 42 pojišťoven (v červnu 2003 působí na území České republiky celkem 39 pojišťoven). Jejich rozdělení podle původu kapitálu na životní, neživotní a se smíšenou činností zobrazují obr. 2 a obr. 3. Za povšimnutí v tomto kontextu stojí např. fakt, že k 31. 12. 2002 u životního pojištění z dvaceti pojišťoven na trhu (životní a se smíšenou činností), má podíl cca 80% trhu na bázi předepsaného pojistného pouhých pět, u neživotního pojištění z 39 pojišťoven (neživotní a se smíšenou

činností), mají podíl cca 72% trhu na bázi předepsaného pojistného pouhé tři z nich. Statistika by nebyla úplná, kdybych neuvedl, že k 6. 6. 2003 mělo devět pojišťoven povolení provozovat povinné pojištění záruky cestovní kanceláře v případě jejího úpadku, jedenáct pojišťoven mělo povolení provozovat pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem vozidla. 14 pojišťoven je sdruženo v Českém jaderném poolu.

Obr. 2



Obr. 3



Pro úplnost informace doplňuji, že za součást pojistného trhu považuji i makléře, kterých je ministerstvem registrováno v současnosti již více než 500 (právnických i fyzických osob) a Českou kancelář pojistitelů. Jsou také subjekty, které podléhají státnímu dozoru v pojišťovnictví, stejně jako zajišťovny (povolení státního dozoru mají dvě pojišťovny, pro fakultativní zajištění 10 pojišťoven).

Tím se dostávám k registrační činnosti. Kromě makléřů je státním dozorem zapsáno do seznamu v současnosti celkem 46 pojistných matematiků, kteří mají právo v pojišťovnách vykonávat funkci odpovědného pojistného matematika.

Zapojení státního dozoru v pojišťovnictví do českých, evropských a světových dozorových struktur je zřejmé např. z následujících aktivit:

- spolupráce dozoru v rámci trojstranné dohody ministerstva, ČNB a Komise pro cenné papíry,
- dvoustranné dohody podepsané s dozorem německým a dozorem slovenským,
- zapojení do činnosti pracovních skupin, podvýborů a výborů EU, v pozici přistupující země,
- členství v mezinárodní asociaci pojistných dozorů IAIS.

Podstatné jsou aktivity informační, od roku 2000 je vydávána výroční zpráva dozoru v pojišťovnictví, základní informace jsou umístěny na internetové stránce ministerstva, využíván je Finanční zpravodaj.

Aktivity legislativní jsou další významnou částí pracovní náplně dozoru v pojišťovnictví. Po rozdělení Československa, v návaznosti na přizpůsobování národní legislativy v oblasti soukromého pojišťovnictví právu Evropských společenství, byla novelou zákona o pojišťovnictví č. 185/1991, provedenou zákonem č. 320/1993 Sb. a vyhláškou Ministerstva financí č. 52/1994 Sb., uzákoněna povinnost pojišťoven a zajišťoven vytvářet k svým závazkům z pojištění technické rezervy a krýt tyto rezervy odpovídajícími aktivy. Po této zásadní změně pokračovala tvorba zákonů, nařízení vlády a vyhlášek Ministerstva financí fakticky až do současné doby, kdy je dokončována harmonizace práva v oblasti soukromého pojišťovnictví s právem Evropských společenství, s časovým horizontem roku 2003. V současnosti jsou Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR projednávány:

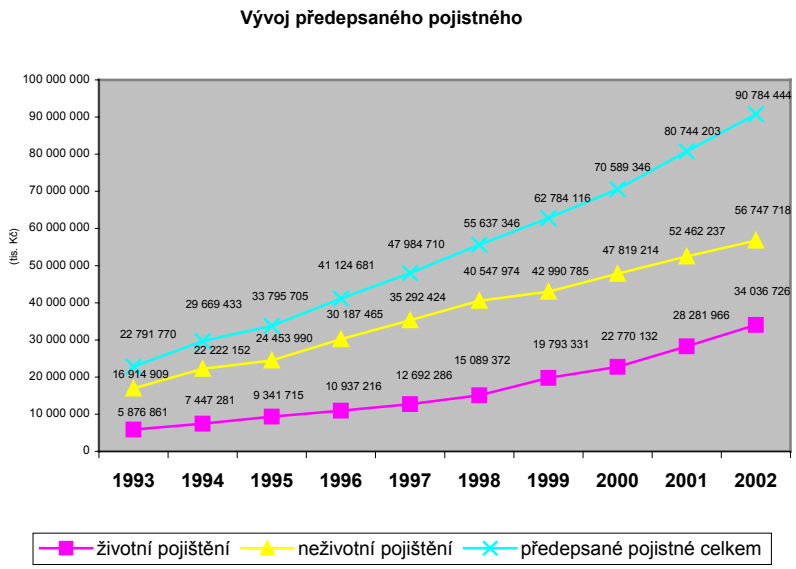
- návrh zákona, kterým se mění zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví), ve znění pozdějších předpisů,
- návrh zákona o pojistných zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí a o změně živnostenského zákona (zákon o pojišťovacích zprostředkovatelích a likvidátorech pojistných událostí),
- návrh zákona o pojistné smlouvě a o změně souvisejících zákonů (zákon o pojistné smlouvě),
- návrh zákona, kterým se mění zákon č. 168/1999 Sb., o pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem vozidla a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojištění odpovědnosti z provozu vozidla), ve znění pozdějších předpisů.

Pojistný trh České republiky považuji za stabilní, dynamicky se rozvíjející. Svědčí o tom jak rostoucí podíl předepsaného pojistného na hrubém domácím produktu, který od roku 1993 stoupl do roku 2002 z 2,25% na 4% při celkové výši více než 90 mld. Kč (obr. 4), tak růst aktiv na krytí technických rezerv, která dosáhla k 31. 12. 2002 celkové výše téměř 160 mld. Kč (obr. 5). Náklady na pojistná plnění stouply ve stejném období ze 17 mld. Kč na více než 60 mld. přičemž je zřetelně znát nárůst pojistných plnění po povodních v roce 1997 a v roce 2002.

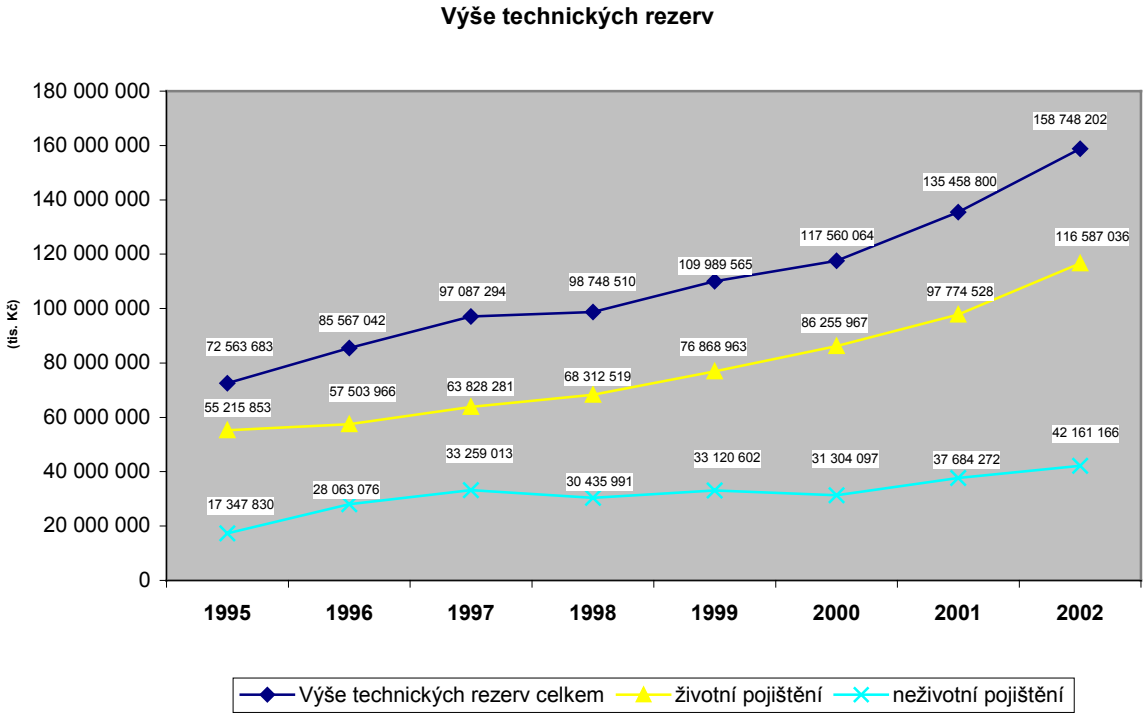
Jen málo lidí ví, jak významnou měrou se pojišťovny podílely a stále ještě podílejí na vypořádání povodňových škod. Jestliže po povodních v roce 1997 pojišťovny z celkových škod cca 80 mld. Kč uhradily v rámci pojistných plnění téměř 10 mld. Kč (více než 8 mld. Kč z této částky byla kryta zajišťovnami), pak po povodních v roce 2002 činí pojistné plnění téměř 35 mld. Kč z odhadovaných celkových škod 70 mld. Kč. Jinými slovy, pojišťovny hradí polovinu celkových povodňových škod, a to bez většího rozkolísání trhu. Za to jim patří

jistě uznání. To vše zřejmě i díky velmi obezřetnému konzervativnímu přístupu k investování pojišťoven, kdy cca 62 % aktiv bylo investováno do dluhopisů (obr. 6), součinnosti regulačních a dozorových aktivit ministerstva a představitelů pojistného trhu.

Obr. 4



Obr. 5

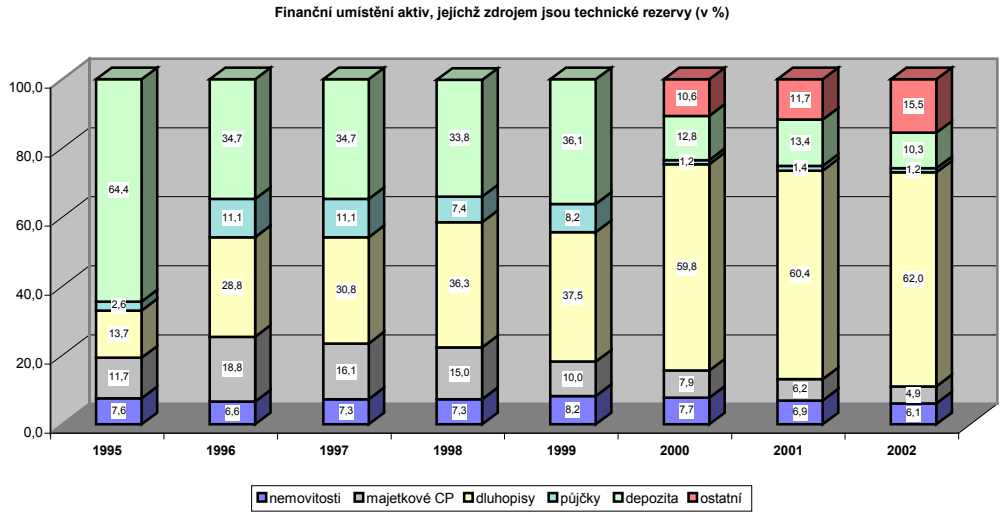


4. Státní dozor v penzijním připojištění

Obdobně jako u státního dozoru v pojišťovnictví jsou rozhodujícími aktivitami státního dozoru v penzijním připojištění v rámci odboru 32 – Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění zejména povolovací a schvalovací činnost, kontrolní činnost „od stolu“

či „na místě“, analytická a statistická činnost, činnost metodicko-poradenská a lektorská. Navíc je prováděna kontrola výplat státního příspěvku účastníkům penzijního připojištění. Zcela zásadní význam má opět činnost koncepční, a to jak vzhledem k dozorové činnosti ministerstva, tak vzhledem k formování trhu penzijního připojištění a penzijního systému České republiky jako celku. Státní dozor v penzijním připojištění je napojen na funkční systém vzdělávání pracovníků odboru, aktivně spolupracuje s ostatními odbory ministerstva, s partnery a institucemi tuzemskými i zahraničními, prošetřuje a řeší stížnosti občanů.

Obr. 6

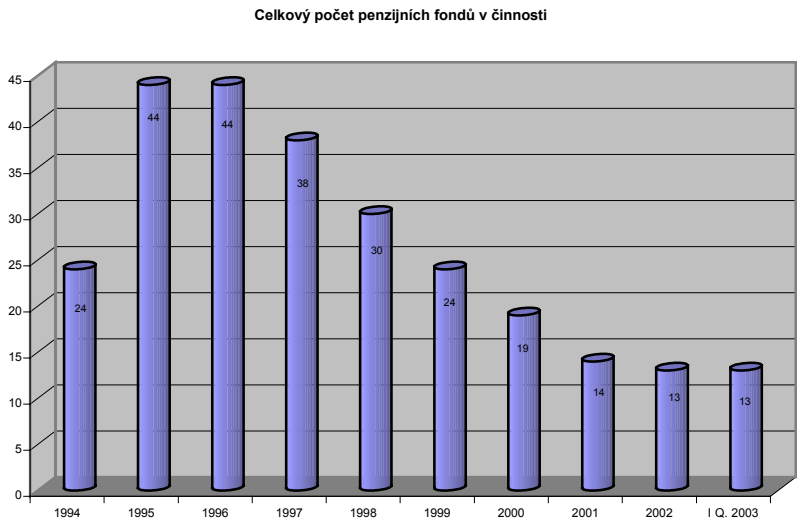


Nepovažuji za účelné znovu opakovat aktivity státního dozoru v penzijním připojištění, které jsou společné s aktivitami státního dozoru v pojišťovnictví. Pouze zdůrazňuji, že součinnost obou dozorů, v rámci které jsou hledány více prvky společné než prvky oba sektory rozdělující, je součinností zabezpečující větší transparentnost dozorové činnosti i informací poskytovaných laické i odborné veřejnosti.

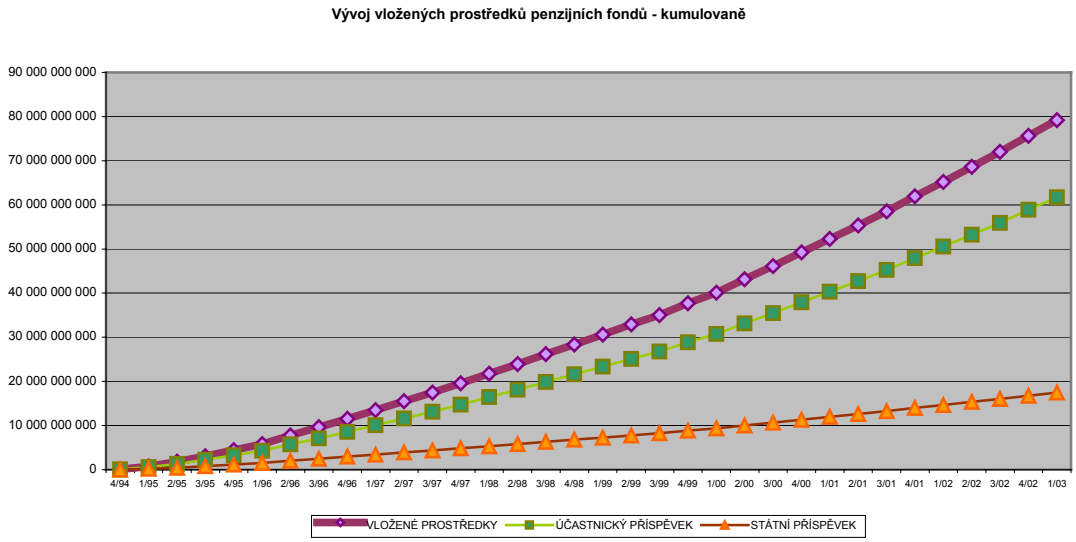
Aktivity legislativní, tedy aktivity ministerstva jako regulátora, jsou také významnou součástí činnosti státního dozoru. Týkají se vesměs problematiky související s výkonem státního dozoru, zvyšováním stability trhu penzijního připojištění a harmonizace zákona s právem evropských společenství. Jsou samozřejmě delegovány na Ministerstvo financí Ministerstvem práce a sociálních věcí nebo jsou návrhy přímo s tímto ministerstvem vládě k projednání předkládány. s časovým horizontem roku 2003. V současnosti je Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR projednáván:

- návrh zákona, kterým se mění zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, ve znění pozdějších předpisů, který lze považovat za harmonizačně technickou novelu zákona.

Obr. 7

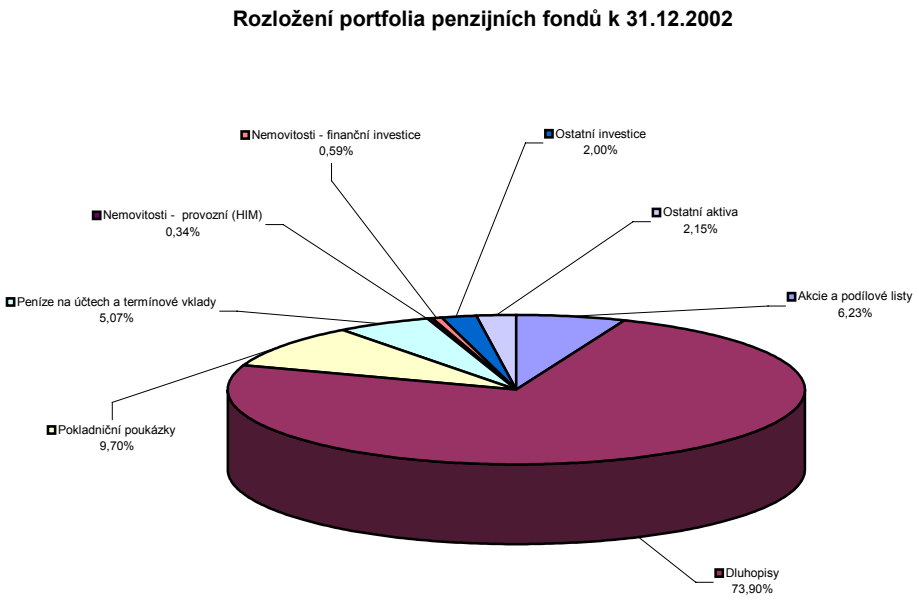


Obr. 8



Jaké byly a jsou výsledky sektoru penzijního připojištění a jeho státního dozoru? Zcela jednoznačně lze konstatovat, že trh penzijního připojištění se postupně stabilizuje. Tomuto procesu výrazně napomohla novela zákona o penzijním připojištění se státním příspěvkem z roku 1999. Počet penzijních fondů se snížil z 44 v roce 1995 na dnešních 13 (obr. 7), je připravována další fúze a v nejbližších dnech bude tedy penzijních fondů již pouze 12. Do systému bylo postupně vloženo již téměř 80 mld. Kč celkem, z toho více než 17 mld. státního příspěvku (obr. 8). Osm z existujících penzijních fondů pokrývá téměř 94% trhu z pohledu počtu účastníků, kterých je v systému cca dva a půl milionu. Proces stabilizace sektoru se neobešel zcela beze ztrát, jejich výše dosahuje cca 400 mil Kč, což je ve vztahu k současným aktivům přibližně 0,5%. Svůj nezastupitelný podíl na stabilitě sektoru má nejen zmíněná novela zákona (tedy zásah ministerstva jako regulátora), ale aktivita dozorové činnosti zejména v prevenci a v úzké spolupráci s trhem. Za významnou informaci v této souvislosti považuji i rozložení portfólia penzijních fondů k 31. 12. 2002 (obr. 9), ze kterého je zřejmé obezřetné investování, nepřinášející sice vysoké výnosy, ale snižující riziko ztrát z investování.

Obr. 9



5. A jak dál?

V první části příspěvku jsem se pokusil definovat pojem regulátora a pojem státního dozoru, v další části pak charakterizovat Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, základní aktivity a výsledky úřadem zajišťovaného státního dozoru v pojišťovnictví a státního dozoru v penzijním připojištění.

S jistou nadsázkou lze konstatovat, že Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění je jednotným státním dozorem dvou sektorů finančního trhu – pojišťovnictví a penzijního připojištění. Nic nového pod sluncem. O jednotném dozoru, dokonce nad celým finančním trhem, diskutuje Evropská unie, uvažují státy EU i mimo ni, je v nejrůznějších podobách předmětem chvály i kritiky.

I v České republice začíná diskuse o výhodnosti i nevýhodnosti jednotného státního dozoru nad finančním trhem. Názory se různí. Jedná se o zásadní koncepční rozhodnutí, které nelze věcně podceňovat. Současný stav je nevyvážený, do budoucna v existující podobě nepřijatelný. Naráží nejen na očekávané věcné problémy, které bude třeba úspěšně řešit, např. v souvislosti s existencí a činností finančních skupin a finančních konglomerátů, s různou úrovní legislativy, struktury a možností dozorových orgánů – Ministerstvo financí (Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění), Česká národní banka (Bankovní dohled), Komise pro cenné papíry, Úřad pro dohled nad družstevními záložnami. Jednotný dohled je jistě velmi dobrou myšlenkou, jeho případný vznik je však záležitostí budoucích možná tří až pěti let.

S ohledem na uvedené Ministerstvo financí novelou zákona o pojišťovnictví, která je v současné době v Poslanecké sněmovně Parlamentu České republiky alespoň na období, ve kterém bude diskutováno o jednotném státním dozoru nebo se bude takový dozor novým zákonem vytvářet, navrhuje vyčlenění současného odboru 32 – Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění z Ministerstva financí do podoby organizační složky státu.

Toto řešení umožní nejen být přímým partnerem ostatním tuzemským i zahraničním dozorům, ale především pracovat s vlastním rozpočtem a dát tak zcela jasně trhu i veřejnosti informaci nejen jak dozor pracuje a s jakými výsledky, ale také co tento dozor v nákladech stojí. Navrhovaná institucionalizace Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění nebude mít významný přímý či nepřímý dopad na státní rozpočet, protože řešení předpokládá celkové roční náklady na jeho existenci a činnost v roce 2004 ve výši cca 70 mil Kč. To jsou přibližně současné celkové přepočtené náklady na činnost odboru 32 v rámci Ministerstva financí v roce 2003.

A to nejdůležitější si ponechám až na závěr. Navrhované vyčlenění Úřadu je, ač není přímo vyžadováno žádnou Směrnicí ES, plněním příslibu České republiky Evropské komisi, protože požadavek na zvýšení nezávislosti existujícího státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění se objevuje ve všech základních dokumentech a stanoviscích. Nesplnění závazků České republiky z předvstupních jednání by mohlo být důvodem pro uplatnění sankcí.

Několik poznámek k regulaci a dozoru nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním

Jaroslav Vostatek

Pozitivní vývoj státního dozoru na úseku pojišťoven a penzijních fondů v Česku je zřejmý, nicméně některé otázky zůstávají již dlouhodobě bez systematického utřídění a řešení a tím koneckonců brání dalšímu zefektivnění v poskytování pojišťovacích služeb, a to nejen z pohledu klientů, ale i pojišťoven a penzijních fondů. Na tyto vybrané otázky se zde zaměřím.

Název nerozhoduje, ale …

Začneme tím relativně nejméně důležitým: názvem státního dozoru. Za první čs. republiky jsme měli státní dozor nad soukromými pojišťovnami, dnes máme státní dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění. Téměř pominu problém předložky: nejen před válkou ve vztahu k pojišťovnictví, ale i dnes ve vztahu k ostatním státním dozorům a dohledům se dává přednost předložce „nad“. To by mohlo být dostatečným argumentem pro přechod od „v“ k „nad“.

Věcným problémem jsou „slova“ za předložkou. Pojišťovnictví je odvětvím národního hospodářství a patří do něho zejména a především pojišťovny. V naší praxi se za pojišťovny patřící do odvětví pojišťovnictví považují pojišťovny, na něž se vztahuje zákon o pojišťovnictví. Těmto pojišťovnám by nejlépe slušelo souhrnné označení „soukromé pojišťovny“; jejich protipólem pak jsou (resp. by měly být) veřejné pojišťovny, jimiž u nás dnes fakticky jsou zdravotní pojišťovny. (V tomto směru pochvalme zákonodárce, který před několika lety přejmenoval dřívější „všeobecné“ zdravotní pojištění na „veřejné“ zdravotní pojištění.)

Termíny „soukromé pojištění“ a „soukromé pojišťovny“ jsou daleko výstižnější než „komerční pojištění“ a „komerční pojišťovny“. Kromě toho má slovo „komerční“ stále jistý pejorativní nádech, nehledě na to, že jedna ze soukromých pojišťoven se jmenuje „Komerční pojišťovna“. Pokud by se někdo nechtěl smířit s ústupem od přídavného jména komerční, pak mu doporučuji alespoň toto slovo přeložit do češtiny: komerční = obchodní. Obchodní pojišťovna by pak byla analogií obchodní banky.

Obecně by do pojišťovnictví mohly či podle mého názoru dokonce měly patřit i veřejné pojišťovny. Z hlediska systematiky by tomu tak určitě mělo být. Jak je takový pojem v praxi široce použitelný, je jiná otázka. Co nám však brání v rozlišování soukromého pojišťovnictví a veřejného pojišťovnictví?

Penzijní fondy: jednoproduktové životní pojišťovny

Patří do pojišťovnictví penzijní fondy? Teoretik by se samozřejmě měl divit již tomu, že se takto otázka vůbec staví. Penzijní fondy do pojišťovnictví nepochybně patří; jedinou otázkou je, zda konkrétní penzijní fondy v dané zemi patří do soukromého nebo veřejného pojišťovnictví.

Dnešní české penzijní fondy jsou upraveny zákonem o penzijním připojištění se státním příspěvkem. Z právního hlediska nejde o pojišťovny a ani jimi poskytovaný produkt zvaný „penzijní připojištění" se neřídí právní úpravou pojistné smlouvy. Za tohoto stavu se penzijní připojištění nepovažuje za produkt „začlenitelný" do jednoho z odvětví životních pojištění podle zákona o pojišťovnictví, resp. podle příslušné směrnice Evropské unie. Toto vše je špatně a je nejen v zájmu klientů, ale i finančních skupin, které mají životní pojišťovnu a penzijní fond, tyto věci změnit, dát do souladu s věcnou povahou problému a vůbec do souladu se selským rozumem.

Stávající české penzijní fondy jsou jednoproduktové soukromé životní pojišťovny. Jejich produkt – tzv. penzijní připojištění se státním příspěvkem – se fakticky člení do dvou časových fází: fáze spoření a fáze poskytování důchodu. Druhá fáze má být základním účelem produktu – celý zákon je takto koncipován; skutečnost je sice jiná, ale to nemá vliv na „začlenitelnost" celého produktu do systematiky odvětví životního pojištění z pohledu státního dozoru.

Tzv. penzijní připojištění lze nepochybně začlenit do důchodového pojištění (odvětví č. 3 klasifikace životních pojištění podle směrnice EU a podle českého zákona o pojišťovnictví). Penzijní fondy by u těch pojistných smluv, které pokračují výplatou důchodu, samozřejmě měly vytvářet technické rezervy podle obvyklých pojistně matematických zásad.

Nerespektování směrnice EU

Stát by také neměl předpisovat, jaké úmrtnostní tabulky budou penzijní fondy používat, když tak nečiní – v souladu s unijním právem – ani u ostatních soukromých pojišťoven. Toto není jediným případem „přeregulace" produktu a soukromých společností (penzijních fondů); ke škodě klientů je fakticky celý produkt v jeho první fázi (spoření) definován v zákoně, ačkoliv pojistné podmínky u dobrovolných pojištění nemají (nesmí) být dány zákonem nebo být schvalovány státním úřadem.

Produktu penzijní připojištění se státním příspěvkem byl v době jeho vzniku přisuzován zvláštní sociální význam, podtržený státním příspěvkem, jehož výše činí až 50 % pojistného („příspěvku účastníka"). Z těchto důvodů se na schvalování pojistných podmínek („penzijních plánů") podílí ministerstvo práce a sociálních věcí a toto ministerstvo má dokonce přiřčenu legislativní odpovědnost za tento produkt. Věcný důvod pro tyto kompetence však není.

V době svého vzniku byl státní příspěvek k penzijnímu připojištění sice zásadní odlišností od jiných soukromých pojištění, nicméně je však státní příspěvek „pouze" státní podporou jednoho konkrétního soukromého pojištění. Navíc není důvod tento příspěvek poskytovat jen

specializovaným životním pojišťovnám; srovnatelné produkty by měly mít stejnou státní podporu bez ohledu na jejich poskytovatele.

Ostatně již v době vzniku zákona o penzijním připojištění mohlo být zřejmé, že dříve či později bude zavedena státní podpora i jiného životního pojištění. S delším časovým zpožděním se tak i stalo. Bohužel nikoliv důsledně – v penzijním připojištění existuje dnes dvojí státní podpora (přímá a nepřímá – daňová), zatímco v „soukromém životním pojištění" je jen podpora nepřímá. Mimochodem – je to kauza zralá pro Ústavní soud (to ovšem platí jen v plně stabilizovaných demokraciích).

Penzijní připojištění bez penzijního fondu
Životní pojišťovna Wüstenrot uvedla nedávno na trh produkt „Důchodová pojistka SPONSOR". Produkt byl registrován v odvětví č. 3 – důchodové pojištění, přitom jde o zvláštní druh investičního životního pojištění (odvětví č. 4 – „pojištění podle bodů 1 až 3 spojené s investičním fondem"); ve fázi spoření se také používá software pro investiční životní pojištění.

Pojistné podmínky Důchodové pojistky SPONSOR samozřejmě používají terminologii českého pojistného práva (občanského zákoníku); jsou přitom podstatně kratší než „penzijní plány" penzijních fondů. Produkt se v několika detailech (z hlediska našich úvah zde jde o nepodstatné odchylky) odchyluje od tzv. penzijního připojištění. Vztahuje se na něj státní podpora soukromého životního pojištění. Přitom z věcného hlediska by produkt měl mít výhodnější státní podporu penzijního připojištění se státním příspěvkem.

Zbytečné instituce – vyšší náklady
Pokud by stát poskytoval shodnou státní podporu jak tzv. penzijnímu připojištění, tak tzv. soukromému životnímu pojištění, pak by finanční skupiny mající ve své sestavě jak životní pojišťovnu, tak i penzijní fond pravděpodobně přistoupily k jejich integraci. Zřejmě za předpokladu, že bude sjednoceno i české pojistné právo. Z věcného hlediska tomu nic nebrání. Stávající penzijní fondy jsou nepochybně soukromými životními pojišťovnami a tzv. penzijní připojištění je soukromým důchodovým pojištěním (nikoliv „připojištěním").

Kuriozitou je, že finanční skupina ČSOB se nedávno rozhodla neintegrovat své dva penzijní fondy. Odůvodnění: penzijní fondy se liší svou investiční strategií. Pokud by česká legislativa byla v tomto ohledu normální (tj. „evropská"), pak by finanční skupina ČSOB pravděpodobně přistoupila k integraci obou penzijních fondů s ČSOB pojišťovnou s tím, že penzijní fondy by se přeměnily na produkty investičního životního pojištění. Výsledné úspory správních nákladů jsou nasnadě. Kuriozita je tedy dána kuriózní českou legislativou.

Obdobně i u státního dozoru
Podobně je tomu i se státním dozorem nad soukromými pojišťovnami a legislativou soukromého pojišťovnictví. Státní dozor by se jistě zefektivnil, kdyby legislativa by jednotná, plně v kompetenci ministerstva financí. To platí i pro soukromé pojišťovny, které se dnes nazývají penzijními fondy. Není důvod zde dělit kompetence mezi MF, MPSV a Komisi pro cenné papíry.

A propos: podle směrnice EU je správa penzijních fondů jedním z odvětví životního pojištění. Z pohledu státního dozoru, samozřejmě. Penzijními fondy se zde ovšem mají na mysli peněžní prostředky, nikoliv akciové společnosti.

Reforma jednoduchá, ale …
Co udělat se zákonem o penzijním připojištění se státním příspěvkem? Teoreticky je to velmi jednoduché – zákon stačí nahradit přechodným ustanovením v zákonu o pojišťovnictví (při jeho novele). Prakticky je to obtížné, protože se vždy najde hodně domněle či skutečně „postižených“ takovouto reformou zákona. Vedle toho by se udělaly též drobné úpravy v zákonu o daních z příjmů.

V letech 1984-89 jsem byl jedním z vedoucích pracovníků Prognostického ústavu ČSAV. Hlavní náplní naší činnosti tam byly analýzy systémových nedostatků tehdejší ekonomiky a společnosti, na konkrétních příkladech v jednotlivých odvětvích. Dnes mám často pocit, že by se Prognostický ústav mohl založit znova – viděno množstvím zásadních neracionalit v mnoha odvětvích ekonomiky. Kauza penzijního připojištění a státního dozoru nad soukromými pojišťovnami je takovouto typickou a zjevnou neracionalitou.

K dalšímu vývoji regulace a státního dozoru v pojišťovnictví
Jaroslav Mesršmíd

Regulace a samoregulace

Rozvoj pojistného trhu předpokládá účinnou spolupráci mezi regulátorem/státním dozorem a asociací pojišťoven. Tento předpoklad je nutno brát v úvahu při dalším zkvalitňování regulace i dozorové činnosti. Přitom je účelné obezřetně zvažovat, zda v některých – vybraných oblastech – není účelné v budoucnu více využít samoregulace (účetnictví, odborná způsobilost, corporate governance…)

Regulace a harmonizace

Při implementaci směrnic k pojišťovnictví je v zásadě možnost stanovit přísnější pravidla na národní úrovni. V tomto směru je třeba dané rozhodnutí pečlivě vážit, aby nedošlo k přeregulaci a negativním např. nákladovým dopadům na fungování pojistného trhu bez odpovídajících efektů pro klienty.

Členství ČR v EU a regulace

Regulatorní prostředí v pojišťovnictví se v EU neustále vyvíjí. Některá opatření budou mít stěžejní význam a dopad – např. solventnost II a IAS. U řady budoucích iniciativ bude ČR již jako člen EU. Vyvstane nutnost zaujímat k těmto návrhům stanoviska, v nichž by se měly promítnout české zkušenosti a podmínky.

Závěr

Český pojistný trh je dlouhodobě stabilní. Pojistné roste rychleji než hrubý domácí produkt v běžných cenách. Obor je v posledních letech výrazně ziskový. Od krachu Pojišťovny MORAVA nenastala žádná situace, jež by měla negativní dopad na klienty pojišťoven. Pojišťovny zvládly i důsledky povodní 2002.
Nespornou zásluhu na tomto vývoji pojistného trhu v ČR má regulace a státní dozor. Kvalitní regulace a státní dozor je v zájmu klientů, ale i pojišťoven a dalších subjektů v pojišťovnictví.

Závěry z jednání IV. sekce

Finanční dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění

Diskusi ve IV. sekci moderoval Ing. Jaroslav Mesršmíd (Česká asociace pojišťoven) který rovněž zformuloval závěry a doporučení z jednání této sekce. Tyto závěry přednesl na plenárním zasedání.

Závěry:

1. Český pojistný trh je dlouhodobě stabilní. Nespornou zásluhu na tom má regulace a státní dozor. Díky spolupráci dozoru s vybranými pojišťovnami se podařilo vyřešit zejména převodem pojistného kmene i narůstající problémy některých pojišťoven.

2. Zásadní význam v dozorové činnosti má sledování solventnosti pojišťoven. Byla vyjádřena podpora projektu Solventnost II, který je řešen v orgánech EU a který by měl lépe postihnout rizikový profil pojišťovny. Jde vlastně o revizi celého dozorového režimu – kalkulaci technických rezerv, míru solventnosti, zahrnutí zajištění i vymezení pravidel pro obezřetný dozor.

3. V diskusi o dalším vývoji regulace bylo upozorněno, že je třeba postupovat tak, aby nedošlo k „přeregulaci“. Pokud jde o samoregulaci, účastníci se shodli, že by v budoucnu mohla být využita například v účetnictví pojišťoven, v elektronickém obchodování, corporate governance nebo v oblasti zprostředkovávání pojištění. Příprava na samoregulaci vyžaduje určitý čas, nyní lze připravenost příslušných subjektů hodnotit jako částečnou.

5. Z diskuse vznikla celá řada dalších doporučení, jako například: věnovat se definicím a výkladu některých pojišťovacích pojmů, právně analyzovat, zda lze penzijní připojištění se státním příspěvkem začlenit do životního pojištění, zvážit širší využití ratingu pojišťoven např. i v dozorové činnosti apod.

Závěrečné slovo prorektora VŠFS RNDr. Petra Budinského, CSc.

Vysoká škola finanční a správní si pokládá za čest, že se podařilo uspořádat konferenci za účasti tak významných odborníků, kteří se uvedenou problematikou na finančním trhu zabývají. Rád bych poděkoval všem partnerům konference - a to za jejich podporu konference. Dále bych rád poděkoval těm, kteří přednesli hlavní referáty i koreferáty a v neposlední řadě i všem účastníkům konference. Chtěl bych říci, že konference měla velmi široký záběr, pokryla celou problematiku regulace a dozoru nad finančními trhy a myslím si, že je dobře, že závěry jednotlivých sekcí jsou někdy i rozdílné, protože vyjadřují, že se jedná o živou tematiku, na kterou jsou různé názory a to i mezi jednotlivými regulátory trhu. Tomu odpovídá i velmi bohatá diskuze, kterou reflektují závěry učiněné v jednotlivých sekcích. Tuto diskuzi i závěry přinese sborník, který bude z této konference vydán. Počítáme s tím, že konferenci na podobné téma budeme pořádat i v budoucnosti a to pravděpodobně jedenkrát za dva roky. Doufám, že se na této či některé další konferenci pořádané naší školou znovu setkáme.

Seznam referátů a koreferátů přednesených na mezinárodní konferenci „Regulace a dozor nad finančními trhy“ (Praha, 24.-25. června 2003)

Přednesené referáty:

Ing. Mgr. Zdeněk Husták,
člen Presidia Komise pro cenné papíry
Postavení Komise pro cenné papíry v rámci regulatorní struktury tuzemského finančního trhu

Ing. Václav Křivohlávek, CSc.,
ředitel Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění
Státní dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění

Doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc.,
prorektor VŠFS
Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo ještě něco jiného?

Ing. Věra Mašindová,
vrchní ředitelka ČNB
Institucionální uspořádání regulace a dohledu nad finančním trhem v České republice z pohledu ČNB

Doc. Ing. Petr Musílek, Ph.D.,
člen Presidia Komise pro cenné papíry
Investiční chování domácností a ochrana investorů

Doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.,
Katedra bankovnictví a pojišťovnictví VŠFS
Regulace a dozor nad finančními trhy ve světě: současný stav a výhled do budoucna

Ing. Jaroslav Šulc, CSc.,
náměstek ministra financí České republiky
Vývoj názorů na integraci dozoru nad finančními trhy

Přednesené koreferáty:

PhDr. Ing. Ivan Babouček, CSc.,
odbor bankovního dohledu ČNB
Koncepce regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních produktů a služeb

Ing. Helena Čacká,
ředitelka UNIVYC, a.s.
Regulace a vypořádání obchodů

Ing. Vladimír Hollmann, MBA,
generální tajemník BCPP, a.s.
Regulace a dozor nad kapitálovým trhem z pohledu BCPP, a.s.

Ing. Mária Hurajová,
generálna tajomníčka Bratislavskej burzy
Skúsenosti bratislavskej burzy v oblasti regulácie a dozoru

Doc. Ing.Václav Liška, CSc.,
Právnická fakulta University Karlovy
Samoregulace na kapitálovém trhu aneb historická budoucnost

JUDr. Dušan Katonak,
riaditel´ odboru Úradu pre finančný trh
Postavenie a úloha dozorného orgánu v SR

Ing. Jaroslav Mesršmíd, CSc.,
generální tajemník České asociace pojišťoven
K dalšímu vývoji regulace a státního dozoru v pojišťovnictví

Ing. Vladimír Skalný,
ředitel odboru inspekce BCPP, a.s.
Úloha BCPP,a.s. jako regulátora

Ing. Luděk Tesař,
Úřad předsednictva vlády České republiky
Záměr zákona o státních regulačních úřadech

Prof. Ing. Jaroslav Vostatek, CSc.,
ředitel, Wüstenrot, životní pojišťovna, a.s.
Několik poznámek k dozoru nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním

Seznam účastníků fonference
„Regulace a dozor nad finančními trhy“
konané ve dnech 24. – 25. 6. 2003

Linda **Amiroucherová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
PhDr. Ing. Ivan **Babouček**, CSc., Česká národní banka
Peter **Baier**, Ministerstvo financí ČR
Jana **Bauerová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Růžena **Breuerová**, CSc., Česká zemědělská univerzita
RNDr. Petr **Budinský**, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Helena **Čacká**, UNIVYC a.s.
Prof. PhDr. Vladimír **Čechák**, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
JUDr. Jana **Čechová**, Ministerstvo financí ČR
Petr **Čermák**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Tomáš **Čermák**, COMMERZBANK AG pobočka Praha
Bc. Radoslava **Černá**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Josef **Čížek**, Česká asociace pojišťoven
Ing. Jitka **Čočková**
Doc. Ing. Jaroslav **Daňhel**, CSc., Vysoká škola ekonomická
Zuzana **Dočekalová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Jiří **Drahoš**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
Drahomíra **Dubská**, časopis Ekonom
Ing. Petr **Dvořák**, Vysoká škola ekonomická
Mgr. Roman **Dziadkiewicz**, Česká konsolidační agentura
Ludmila **Dzumpelová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Mgr. Pavel **Fára**, Advokátní kancelář Pokorný, Wagner and spol.
Ing. Sylva **Floríková**, Komerční banka, a.s.
Pavel **Folprecht**, GE Capital Bank
Ing. Martin **Gardavský**, Asociace registrovaných investičních zprostředkovatelů ČR
Ing. Petra **Güntherová**, Komise pro cenné papíry
Ing. Kateřina **Hankerová**, Česká pojišťovna, a.s.
Pavel **Hašek**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Lenka **Hauptvogelová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Pavel **Hollmann**, MBA, Burza cenných papírů Praha
Ing. Mária **Hurajová**, Bratislavská burza a.s.
Ing. Ondřej **Huslar**, Česká pojišťovna, a.s.
Ing. Mgr. Zdeněk **Husták**, Komise pro cenné papíry
Jan **Jedlička**, časopis Ekonom
Ing. Jaroslav A. **Jirásek**, DrSc., ALTA
Ing. Mária **Kamenárová**, ING Management Services, s.r.o.
JUDr. Dušan **Katonak**, Úrad pre finančný trh Bratislava
Luboš **Kavalíř**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
Ing. Josef **Keller**, Česká asociace pojišťoven
Ing. Petr **Koblic**, HVB Bank Czech Republic a.s.
Jan **Kocourek**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Jan **Korecký**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Bc. Marek **Kortus**, HVB Bank Czech Republic a.s.
Adéla **Krajníková**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.

Aleš **Krejča**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Eva **Krištofová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Václav **Křivohlávek**, CSc., Úřad státního dozoru MF ČR
Doc. Ing. Antonín **Kubíček**, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Dana **Kubíčková**, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Tomáš **Kučera**, Generali Capital spol. s r.o.
Ing. Jaroslav **Kulhánek**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
Ing. Robert **Kuruc**, Všeobecná zdravotní pojišťovna České republiky - ústřední pojišťovna
Prof. Ing. Anděla **Landorová**, CSc., Vysoká škola obchodní v Praze, o.p.s.
Doc. Ing. Václav **Liška**, Dr., Univerzita Karlova v Praze
Ing. František **Mareš**, Pojišťovna České spořitelny a.s.
Ing. Mgr. Ondřej **Martinek**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
Mgr. František **Mašek**, časopis Ekonom
Ing. Věra **Mašindová**, Česká národní banka
Ing. Daniel **Melichar**, Komerční banka, a.s.
Lenka **Melicharová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Jaroslav **Mesršmíd**, CSc., Česká asociace pojišťoven
Ing. Eliška **Michálková**, BANKOVNÍ AKADEMIE a.s.
Jiří **Miřička**, Česká pojišťovna, a.s.
Miloslav **Motl**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Doc. Ing. Petr **Musílek**, Ph.D., Komise pro cenné papíry
Eva **Nováková**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Hana **Pajkrtová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Radek **Paulín**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Doc. Ing. Vladislav **Pavlát**, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Inha **Petrychka**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Michal **Pokorný**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Petr **Pospíšil**, Všeobecná zdravotní pojišťovna České republiky - ústřední pojišťovna
Ing. Martina **Priegelhofová**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
PhDr. Vladimír **Přikryl**, Ministerstvo financí ČR
Martina **Rampasová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Pavel **Ráž**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Prof. Ing. Zbyněk **Revenda**, CSc., Vysoká škola ekonomická
PhDr. Lenka **Ruppertová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Vladimír **Skalný**, Burza cenných papírů Praha
Mgr. Věra **Sochorová**, BANKOVNÍ AKADEMIE a.s.
JUDr. František **Stach**, STACH GROUP
Ing. Jiří **Staněk**, SP Group, a.s.
Magda **Straková**, DiS., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Zdeňka **Suchá,** DiS., ČSOB
Ing. Eva **Světlošáková**, Úrad pre finančný trh Bratislava
Pavla **Šaňková**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Dr. Bohuslava **Šenkýřová**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
JUDr. Jaroslav **Šikula**, Česká asociace pojišťoven
Ing. Petr **Špaček**, CSc., Česká bankovní asociace
JUDr. Ing. Jiří **Špička**, Ministerstvo financí ČR
RNDr. Bohumír **Štědroň**, CSc., Český telekomunikační úřad
Růžena **Štěničková**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
Ing. Lubomír **Štícha**, RM Systém, a.s.
Ing. Jaroslav **Šulc**, CSc., Ministerstvo financí ČR

Ing. Luděk **Tesař**, Úřad vlády ČR
Ing. Božena **Tomášková**, Česká pojišťovna, a.s.
Ing. Daniel **Trnka**, Úřad vlády ČR
Milada **Trojanová**, BANKOVNÍ AKADEMIE a.s.
Doc. Radim **Valenčík**, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Mgr. Jiří **Vávra**, Asociace obchodníků s cennými papíry
Ing. Karel **Veselý**, Pojišťovna České spořitelny, a.s.
Mgr. Hana **Vodičková**, Hospodářské noviny
Ing. Pavel **Vojáček**, Investiční společnost JUPITER INVEST, a.s.
Prof. Ing. Jaroslav **Vostatek**, CSc., Wüstenrot, životní pojišťovna, a.s.
Ing. Ivo **Vypler**, Česká pojišťovna, a.s.
Petr **Zach**, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Tomáš **Zimmermann**, Česká tisková kancelář

„FINANCIAL MARKETS REGULATION AND SUPERVISION“
INTERNATIONAL CONFERENCE, PRAGUE, JUNE 24 - 25, 2003

INSTITUTE OF FINANCE AND ADMINISTRATION
PRAGUE, CZECH REPUBLIC

Financial Markets Regulation and Supervision
International Conference Almanac
Editor: Doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.
Published by the Institute of Finance and Administration
as its 6th Publication, Prague 2003

CONTENTS

Information about the Conference and its results 4
Opening speech of Prof. PhDr. Vladimír Čehák, CSc., President of The Institute of Finance and Administration 7
Speeches of partners of the Conference 8

I. Theoretical and practical problems of financial markets regulation and supervision
Vladislav Pavlát: Financial markets regulation and supervision in the world: present state and outlook 10
Helena Čacká: Regulation and settlement of deals..... 19
Mária Hurajová: The Bratislava Stock Exchange- experience in the field of regulation and supervision 20
Antonín Kubíček: Financial markets regulation and supervision - crossroad, wrong path, or something else? 27
Vladimír Hollmann: Capital markets regulation and supervision from the point of view of The Prague Stock Exchange 32
Václav Liška: Capital markets self-regulation 34
Jaroslav Šulc: Development of the views on integration of capital markets supervsion 40
Luděk Tesař: The Act on the state regulatory authorities 46
Conclusions of section one 47

II. Banks regulation and supervision
Věra Mašindová: Institutional structure of financial markets regulation and supervision in the Czech Republic from the point of view of the Czech National Bank 48
Ivan Babouček: Conception of regulation and supervision for the European single market of financial products and services 55
Conclusions of section two 58

III. Position of The Securities and Exchange Commission, households´ investing behaviour and investors´ protection
Zdeněk Husták: Position of the Czech Securities Commission in the framework of regulatory structure of the Czech financial market 60
Petr Musílek: Households´ investment behaviour and investors´ protection 64
Dušan Katonak: Position and role of the Supervisory Authority in the Slovak Republic ... 73
Vladimír Skalný: The role of The Prague Stock Exchange as a regulator 79
Conclusions of section three 90

IV. Financial supervision of insurance industry and pension schemes
Václav Křivohlávek: State supervision of insurance industry and pension schemes 81
Jaroslav Vostatek: Some remarks on regulation and state supervision of the Czech insurance industry 90
Jaroslav Mesršmíd: Further development of regulation and state supervision of the Czech insurance industry 93
Conclusions of section four 94
Closing speech of RNDr. Petr Budinský, CSc. 94

List of papers 95

List of participants 97

Kolektiv autorů
Regulace a dozor nad finančními trhy
Sborník z konference (1. vydání)

Vydání připravil: Doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.
Jazyková úprava nebyla provedena.

Vydala: Vysoká škola finanční a správní, o. p. s. jako svou 6. publikaci
Vlkova 12, Praha 3

Počet stran: 104
Vysoká škola finanční a správní, o. p. s., Praha 2003