OBSAH

Informace o průběhu mezinárodní konference VŠFS 3
Zahajovací projev Dr. Bohuslavy Šenkýřové, generální ředitelky VŠFS 9
Z projevů partnerů konference 10

14. 6. 2005
První den konference: dopolední jednání
Vladislav Pavlát: Jak se mění a kam směřují finanční trhy ve světě 12
Michaela Erbenová: Globalizace finančních trhů a integrace dozoru
nad finančním trhem České republiky 19
Tomáš Prouza: Budoucnost dohledu nad finančními trhy 30
Pavel Hollmann: Integrace dozoru 32
Lubor Malina: Riziká regulácie v minulosti a budúcnosti 35
Zdeněk Schraml: Nový zákon o integrovanom dohľade nad finančným trhom 39
Jan Frait: Měnová politika v nízkoinflačním prostředí, ceny aktiv a finanční stabilita 41
Zbyněk Revenda: Krize bankovního systému – prevence a následná řešení 50

14. 6. 2005
První den konference: odpolední jednání
Richard Hulín: Regulácia finančného trhu v SR po vstupe do EÚ 61
Mária Hurajová: Bratislavská burza po vstupe Slovenska do EÚ 62
Petr Koblic: O Burze cenných papírů v Praze 66
Helena Čacká: Projekt centrálního depozitáře 68
Martin Gardavský: Projekt samoregulace AFIZ 71
Zdeněk Radil: Role a místo ČAOCP na kapitálovém trhu 73

Odpolední diskuse v plénu
Ivan Babouček: Funkce věřitele poslední instance a bankovní regulace a dohled 75
Eva Ducháčková - Jaroslav Daňhel: Aktuální problémy dozoru nad pojišťovnictvím 82
Václav Liška – Jan Gazda: Globalizace kapitálových trhů
a vývoj kolektivního investování v České republice a na Slovensku 85
František Jakub: Kam směřuje institucionální struktura regulace
a dozoru nad finančním trhem? 93
Růžena Víšková: Zajištění úvěrů jako jeden z aspektů řízení úvěrového rizika
v největších bankách v České republice 98
Tomáš Macák: Controlling příjmové strany cash-flow 103

Jednání v sekci studentů
Eliška Daňková: Daňové aspekty opcí jako odměny zaměstnanců 112
Kateřina Jankovcová: Australská komise pro regulaci obezřetného podnikání 115
Eva Krištofová: Správní delikty obchodníka s cennými papíry 117
Miroslav Motl: Hodnocení efektivnosti činnosti regulace a dozoru 121
Petra Paťková: Teoretické názory na regulaci a dozor finančních trhů 123
Michal Pokorný: Finanční konglomeráty – Přínos nebo hrozba? 128

15. 6. 2005
Druhý den konference: dopolední jednání

Vladimír Čechák: Problematika finančních trhů a její místo
ve vědeckovýzkumné koncepci VŠFS 133
Antonín Kubíček: Teoretická a metodologická východiska analýz systémů regulace
a dozoru nad finančními trhy 135
Radim Valenčík - Rafik Bedretdinov: Transakční dálnice na finančních trzích
a regulace provozu na nich 138
Vladimír Čechák - František Charvát - František Zich: Sociologie peněz 145
Jaroslav Šulc: Poznámky k aktuálnímu vývoji finančních trhů a dozoru nad nimi 149
Stanislav Mareš: Kritické poznámky k realizaci atributivních funkcí
tuzemského veřejného akciového trhu 153
Josef Budík: Regulace finančních trhů ve výuce vysokých škol 158
Petr Wawrosz: Investice do vzdělání a regulace finančních trhů 163

Seznam referátů a dalších příspěvků 166
Seznam účastníků mezinárodní konference 169

Informace o průběhu mezinárodní konference „Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozoru“
Praha, kongresové centrum ČNB 14. a 15. června 2005.

Po pravidelné dvouleté přestávce Vysoká škola finanční a správní uspořádala další mezinárodní konferenci věnovanou dlouhodobě sledované problematice regulace a dozoru nad finančními trhy. Jak je zřejmé již z názvu konference, byl tentokrát zvolen širší tématický záběr: téma regulace a dozoru bylo rozšířeno o otázky rozvoje finančních trhů. Souvisí to mimo jiné i s tím, že VŠFS se v příštích letech hodlá ve svém výzkumu věnovat analýze finančních trhů.

I letošní konference, podobně jako konference uspořádaná v r. 2003, byla uspořádána ve spolupráci s Ministerstvem financí ČR, Českou národní bankou a Komisí pro cenné papíry, jejichž zástupci na ní přednesli významné příspěvky. Konference se opět zúčastnili představitelé Národní banky Slovenska, Úřadu pro finanční trh a Bratislavské burzy cenných papírů.

Zahajovací projev pronesla *Dr. Bohuslava Šenkýřová*, generální ředitelka VŠFS. Po jejím uvítacím proslovu vystoupili někteří z partnerů konference. Jejich příspěvky jsou uvedeny ve sborníku. Konferenci moderoval *RNDr. Petr Budinský, CSc*., náměstek generální ředitelky pro obchod a rozvoj.

Vzhledem k širšímu záběru konference byl tentokrát do programu zařazen větší počet časově limitovaných referátů, tak aby bylo možno se snáze vyrovnat s rozvětvenější problematikou.

Novinkou v programu bylo odděleně realizované jednání sekce studentů, na kterém bylo prezentováno celkem 6 příspěvků (vesměs posluchačů 4. semestru magisterského studia). Všechny přednesené příspěvky a také příspěvky, které nemohly být předneseny, ale byly konferenci písemně ve stanoveném termínu zaslány, jsou uveřejněny v tomto sborníku.

Konference se zúčastnilo 135 účastníků, vesměs odborníků z praxe – pracovníků bank, obchodníků s cennými papíry, pojišťoven, profesních organizací aj. Na konferenci byli zastoupeni rovněž posluchači magisterského i bakalářského studia vyšších semestrů VŠFS ze studijního oboru finance a finanční služby a řízení podniku.

Sborník je tentokrát uspořádán podle časového sledu přednesených referátů a ostatních příspěvků.

První den jednání konference byl plně věnován vymezeným tématickým okruhům, druhý den pak otázkám spojeným s oběma výzkumnými úkoly, tj. s výzkumem regulace a dozoru nad finančními trhy, řešených v rámci grantu uděleného Grantovou agenturou ČR, a s připravovaným výzkumným úkolem VŠFS orientovaným na analýzu finančních trhů.
V dopoledním programu bylo předneseno 8 referátů.

Úvodní referát *doc. Ing. Vladislava Pavláta, CSc*., (vedoucí sekce bankovnictví KFS VŠFS) *„Jak se mění a kam směřují finanční trhy ve světě“* vyšel ze souhrnné charakteristiky vývoje finančních trhů v posledních třech desetiletích a zabýval se pak změnami, které nastaly v jejich věcné a teritoriální struktuře. Analyzoval dále některé významné přínosy a nové výzvy spojené s aplikací moderní techniky, organizace a řízení, k nimž dochází na finančních trzích. V další části referátu se zabýval rostoucím významem mezinárodní spolupráce v oblasti finančních trhů, zejména pak významem hledání optimální regulace a dozoru jako ochrany před nejistotou, nestabilitou a rizikem.

V referátu *Ing. Michaely Erbenové*, *Ph.D.,* (vrchní ředitelka a členka bankovní rady ČNB*) „Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky“* je nejprve podáno vysvětlení pojmu globalizace světové ekonomiky a finančních trhů a pak jsou popsány formy jejího projevu a charakterizovány přínosy a výzvy globalizačních procesů ve finanční oblasti. V další části referátu se jeho autorka zabývá rozvojem jednotného evropského trhu finančních služeb a strategií jeho integrace a osvětluje myšlenky tzv. Zelené knihy. Poté vysvětluje podstatné prvky tzv. Lamfalussyho procesu, který definuje zásady dohledu nad finanční sférou v EU, jeho právní a institucionální rámec a postup při realizaci záměru, jehož výsledkem má být zdokonalení systému dohledu na finanční sféru v zemích EU. Z charakteristiky finančního systému ČR pak vyvozuje závěry týkající se integrace státního dozoru nad finančním trhem ČR, a uvádí hlavní důvody pro jeho umístění v ČNB.

V referátu, který přednesl *Ing. Tomáš Prouza* (náměstek Ministra financí ČR) pod názvem *„Budoucnost dohledu nad finančními trhy“*, je charakterizován současný stav dozoru nad finančním trhem ČR a rozebrán předpokládaný postup integrace dozoru, který by měl okolo roku 2010 (spolu s přijetím eura) vyústit do vzniku jednotného regulátora zodpovědného za celý český finanční trh. Autor příspěvku uvádí řadu otevřených otázek, k nimž patří zejména dvě skupiny problémů : předně otázka rozdělení úloh (tj. kdo bude odpovídat za primární legislativu, za sekundární legislativu a dozor a rovněž za otázky spojené s ochranou spotřebitele finančních služeb), za druhé pak otázka pokrytí dosud nepokrytých oblastí (např. regulace a dozoru nad nebankovními půjčkami a leasingem). V závěru se referát zabývá důvody pro integrovaný dozor, riziky integrace a problémem relativní nezávislosti dozoru, která mj. předpokládá vyřešení veřejné kontroly a financování dozorové instituce.

Referát *Ing. Pavla Hollmanna, MBA,* (předseda Komise pro cenné papíry) *„Integrace dozoru“* je rovněž věnován problematice postupu integrace dozoru a rozboru možných modelů integrovaného dozoru. V první části referátu jsou rozebrány potenciální pozitivní i negativní průvodní jevy integračního procesu a jeho možné konečné dopady (včetně ožehavé otázky nákladů). V druhé části příspěvku autor stručně analyzuje první krok integrace, tj. vytvoření „Komise pro finanční trh ČR“. Závěrečná část příspěvku charakterizuje pět základních modelů integrovaného dozoru (tj. vznik nezávislé dozorové autority, plná integrace dozoru v ČNB, autonomní postavení dozoru umístěného v ČNB, funkcionální uspořádání dozoru a zachování více regulátorů). Jako finální řešení by za určitých podmínek autor volil buď vznik nezávislé dozorové instituce, nebo integraci dozoru v ČNB.

Na dopoledním zasedání konference byly předneseny první dva příspěvky účastníků ze Slovenské republiky.

Prvním z nich byl referát *Ing. Lubora Maliny* (ředitel Národní banky Slovenska) *„Riziká regulácie v minulosti a budúcnosti“,* věnovaný velmi aktuální problematice odhadu rizik spojených se změnami systémů regulace a dozoru a s možnostmi řízení rizik při přechodu od existujícího institucionálního uspořádání této oblasti k novému uspořádání. Autor na základě dosavadních zkušeností s bankovním dohledem na Slovensku analyzuje potenciální rizika spojená s praktickou aplikací novelizovaných směrnic EU týkajících se regulace a dozoru nad finanční sférou, zejména pak problém dozoru nad finančními skupinami.

Druhý slovenský příspěvek přednesl *JUDr. Zdeněk Schraml* (ředitel odboru právních služeb slovenského Úřadu pro finanční trh) pod názvem *„Nový zákon o integrovanom dohľade nad finančným trhom“,* ve kterém přehledně informoval o obsahu zákona Národní rady SR

č.747/2004 Z.z. Z tohoto zákona mj. vyplývá, že od 1. ledna 2006 bude integrovaný dohled nad finančním trhem Slovenské republiky vykonávat Národní banka Slovenska.

Poslední dva referáty přednesené na dopoledním jednání prvého dne konference byly věnovány problematice finančních trhů a možných vlivů jejich rozvoje na regulaci a dohled.

První z nich, referát *prof. Dr. Ing. Jana Fraita* (vrchní ředitel a člen Bankovní rady ČNB) *„Měnová politika v nízkoinflačním prostředí, ceny aktiv a finanční stabilita“* byl věnován výkladu aktuálních a naléhavých problémů, jejichž řešením se v současné době zabývají centrální banky vyspělých zemí. V úvodní část referátu je - v souvislosti s otázkou finanční liberalizace a desinflace – poukázáno na skutečnost, že tato situace staví centrální banky před nové výzvy i nová rizika. Druhá část příspěvku se zabývá problémem stanovení střednědobé rovnovážné úrovně reálných úrokových sazeb ve vztahu k udržení cenové stability i žádoucí ekonomické aktivity. V třetí části příspěvku autor podrobněji analyzuje řadu vztahů mezi desinflačními tlaky, politikou nízkých úrokových sazeb a globální likviditou. Poslední část svého referátu prof.Frait věnuje výkladu vlastního pohledu na současnou měnovou politiku ČNB.

Druhý ze zmíněných referátů přednesl *Prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc*. (prorektor Vysoké školy ekonomické) na téma *„Krize bankovního systému – prevence a následná řešení“*.
První část svého příspěvku autor věnuje vymezení pojmu krize bankovního systému, kterou chápe jako důsledek nesolventnosti většího počtu bank nebo velké banky. Na ni navazuje přehlednou charakteristikou krize bankovního systému v ČR v 90. letech. Druhá část referátu se zabývá systémem regulace a dohledu bank jako způsobem prevence bankovních krizí. V třetí části referátu autor podrobně analyzuje problém pomoci ohroženým bankám (instituce, formy a zdroje této pomoci) a jeho řešení v České republice a v Evropské měnové unii.

Jednání prvního dne konference pokračovalo odpoledne přednesením dalších šesti referátů, z nichž první dva připravili slovenští účastníci.

Příspěvek *Mgr. Richarda Hulína* (poradce generální ředitelky Úřadu pro finanční trh SR), nazvaný *„Regulácia finančného trhu v SR po vstupe do EÚ“* podává přehled vývoje právních předpisů platných v SR před vstupem a po vstupu SR do Evropské unie. Zabývá se dále aplikací principu jednotné licence (v SR působí na 600 zahraničních subjektů, naproti tomu v cizině působí jen 10 slovenských subjektů). V závěru příspěvku je podána informace o dosavadní činnosti Úřadu pro finanční trh a o jeho aktuálních úkolech.

Další tři referáty z oblasti finančních trhů se zabývaly problematikou burzovních obchodů a s nimi spojené infrastruktury.

Referát *„Bratislavská burza po vstupe Slovenska do EU“* přednesla *Ing. Mária Hurajová* (generální ředitelka Burzy cenných papírů v Bratislavě).

Ing. Petr Koblic (předseda burzovní komory a generální ředitel BCCP, a.s.) v příspěvku nazvaném *„O Burze cenných papírů v Praze“* účastníky konference zevrubně seznámil s významnými úspěchy pražské burzy z poslední doby, kdy se co do tržní kapitalizace tato burza dostala do čela všech burz ve střední Evropě. V další části svého vystoupení informoval o možnostech a problémech spojených s uvažovaným zavedením obchodů s vybranými finančními deriváty na burze.

Ing. Helena Čacká (ředitelka UNIVYC, a.s.) ve svém referátu *„Projekt centrálního depozitáře“* analyzovala dosavadní vývoj v oblasti evidence cenných papírů v ČR a informovala o předpokládaných pravděpodobných změnách souvisících s připravovaným vznikem centrálního depozitáře cenných papírů a o možnostech variantního řešení.
Problematice profesních organizací činných na kapitálovém trhu v České republice a otázkám samoregulace byly věnovány poslední dva referáty prvního dne zasedání konference.

JUDr. Ing. Zdeněk Radil (generální tajemník ČAOCP) ve svém referátu *„Role a místo ČAOCP na kapitálovém trhu“* seznámil účastníky konference s úkoly této organizace a se strukturou jejích orgánů.

Ing. Martin Gardavský (místopředseda představenstva a generální sekretář AFIZ) v příspěvku nazvaném *„Projekt samoregulace AFIZ*“ informoval účastníky konference o činnosti Asociace registrovaných investičních zprostředkovatelů České republiky od jejího vzniku v r. 2002. Asociace plní tři základní úkoly: 1. prosazuje zájmy svých členů, 2. usiluje o dodržování etických principů a pravidel a 3. usiluje o zvýšení odbornosti svých členů.

Konference dále pokračovala společnou diskusí k tématům, které původně měly být prodiskutovány ve dvou z předpokládaných sekcí. Podle programu zde byly zařazeny některé předem ohlášené příspěvky.

Dr. Ivan Babouček, CSc. (odbor bankovního dohledu ČNB) ve svém příspěvku *„Funkce věřitele poslední instance a bankovní regulace a dohled“* nejprve rozebral vznik této funkce bankovních regulátorů a její měnově politické aspekty. Dále se pak zabýval stabilizačním efektem této funkce v souvislosti s výkonem bankovního dohledu. V závěru zařadil příklady realizace funkce věřitele poslední instance z praxe centrálních bank ve světě.

Společný příspěvek *„Aktuální problémy dozoru nad pojišťovnictvím“*, jehož autory jsou *doc. Ing. Eva Ducháčková, CSc.* (Katedra bankovnictví a pojišťovnictví VŠE) a *prof. Ing. Jaroslav Daňhel, CSc.* (vedoucí katedry bankovnictví a pojišťovnictví VŠE), přednesla doc. Ducháčková. Tento příspěvek podává přehled vývoje činnosti státního dozoru nad pojišťovnictvím a zejména pak kritickou analýzu některých ustanovení obsažených v legislativě týkající se podnikání v oblasti pojišťovnictví od r. 1999.

Společný příspěvek *doc. Ing.Václava Lišky, PhD.* (vedoucí Katedry společenských věd Fakulty stavební ČVUT) a *Mgr. Jana Gazdy* (rovněž KSV FS ČVUT) *„Globalizace kapitálových trhů a vývoj kolektivního investování v ČR a na Slovensku“* v prvé části hodnotí vývoj kolektivního investování v ČR a významné uzlové body tohoto vývoje - souvislosti kolektivního investování a kuponové privatizace, transformaci řady fondů na holdingy a nástup otevřených podílových fondů. Druhá část příspěvku analyzuje vývoj kolektivního investování v SR

Konferenci byly dále předloženy tři písemné příspěvky (jsou otištěny v tomto sborníku, ale nebyly předneseny):
Ing. František Jakub (Efficient Investments Ltd.): *„Kam směřuje institucionální struktura regulace a dozoru nad finančními trhy?“*
Ing. Růžena Víšková, Ph.D., (Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích): *„Zajištění úvěrů jako jeden z aspektů řízení úvěrového rizika v největších bankách v České republice“*.
Tomáš Macák (Soukromá vysoká škola ekonomických studií, s.r.o): *Controlling příjmové strany Cash-Flow“*.

Oddělenému jednání sekce studentů předsedal prorektor VŠFS *doc. ing. Antonín Kubíček, CSc.* Z pedagogů VŠFS se jednání této sekce zúčastnil *Ing. Josef Budík, CSc*. z Katedry financí a finančních služeb. V sekci studentů byly předneseny tyto příspěvky:
Bc. Eliška Daňková: „Daňové aspekty opcí jako odměny zaměstnanců“
Bc. Eva Krištofová: *„Správní delikty obchodníka s cennými papíry“*
Bc. Miroslav Motl, DiS.: *„Hodnocení efektivnosti činnosti regulace a dozoru“*
Bc. Petra Paťková: *„Teoretické názory na regulaci a dozor finančních trhů“*
Bc. Michal Pokorný: *„Finanční konglomeráty – přínos nebo hrozba?“*
Kateřina Janovcová: *„Australská komise pro regulaci obezřetného podnikání“*

Druhý den konference – 15. června 2005 - byl podle programu převážně věnován otázkám týkajícím se vědeckovýzkumné činnosti na VŠFS. Jednání zahájil rektor VŠFS *prof. PhDr. Vladimír Čechák, CSc.,* referátem „*Problematika finančních trhů a její místo ve vědecko-výzkumné koncepci VŠFS“*, v němž se zabýval jak dosavadními výsledky v oblasti problematiky dosud řešené jednotlivými kolektivy pracovníků VŠFS, tak dalšími uvažovanými nebo již připravenými výzkumnými úkoly.

O projektu „*Teoretická a metodologická východiska analýz systémů regulace a dozoru nad finančními trhy“* hovořil *doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc*., prorektor VŠFS. Projekt, na který Grantová agentura České republiky poskytla grant, je již v řešení. Doc. Kubíček seznámil konferenci s třemi hlavními cíli tohoto projektu a charakterizoval dále některé problémy, jejichž analýza před řešiteli stojí. Mj. uvedl, že jde o velmi náročný teoretický úkol, který se nemůže opírat o obecně uznávaný fond poznatků, o který by se bylo možno jednoznačně opírat. Řešitelé již formulovali některé výchozí hypotézy, z nichž budou v dalším zkoumání vycházet.

Dalším referátem byl společný příspěvek *„Transakční dálnice na finančních trzích a regulace provozu na nich“*, který předložili *doc. Radim Valenčík, CSc*. (vedoucí Katedry ekonomie a mezinárodních vztahů VŠFS) a *PhDr. Rafik Bedretdinov* (Katedra ekonomie a mezinárodních vztahů VŠFS).
Jeho autoři zde konferenci předložili některé výsledky svých dosavadních výzkumů v oblasti tzv. investičních příležitostí v souvislosti s problematikou financování investic v oblasti terciárního vzdělání s využitím role kapitálového trhu. Odůvodnili zde zejména potřebu, aby se stát více angažoval v regulaci „investování do člověka“ v oblasti vysokého školství a aby zde vytvořil příznivé daňové i jiné podmínky.

Referát „*Sociologie peněz*“, který společně předložili *prof. PhDr. Vladimír Čechák, CSc., doc. RNDr. František Charvát, DrSc*. a *prof. Ing. František Zich, DrSc.,* přednesl doc. Charvát.
Tento příspěvek byl věnován informaci o základních východiscích a některých poznatcích z výsledků zhruba dvouletého výzkumu problematiky pracovně označované jako „sociologie peněz“. Mezi východiska dosavadního výzkumu patří mj. axiom diferenciace peněžního chování sociálních subjektů, tzv. konkurenční axiom aj. Referát účastníkům konference dále ozřejmil devět tematických celků, jimiž se další výzkum sociologie peněz bude věnovat.

Ing. Jaroslav Šulc, CSc. (vedoucí Katedry financí a finančních služeb) ve svém referátu nazvaném *„Poznámky k aktuálnímu vývoji finančních trhů a dozoru nad nimi“* zdůvodňuje tezi o dozoru nad finančním trhem jako stabilizačního prvku jeho rozvoje. V další části referátu se zabývá reflexí motivačních faktorů, které – v souvislosti s některými mediálními informacemi – iniciovaly určité (nechtěné) strukturální změny na finančním trhu v ČR. Třetí část referátu pojednává o některých aktuálních otázkách spojených s penzijní reformou.

Dr. Stanislav Mareš, CSc. (vedoucí sekce podnikových financí Katedry řízení podniku a podnikové ekonomiky VŠFS) se ve svém příspěvku *„Kritické poznatky k realizaci atributivních funkcí tuzemského veřejného akciového trhu“* zabývá rozborem příčin paradoxního jevu na českém akciovém trhu, kde je většina aktuálních cen akcií pod jejich nominální hodnotou. Historické příčiny těchto distorzí nalézá zejména v oblasti velké privatizace. V závěru svého příspěvku klade několik znepokojivých otázek týkajících se dalšího osudu českého kapitálového trhu a doporučuje zabývat se jimi v oblasti aplikovaného výzkumu.

Příspěvek *Ing. Josefa Budíka, CSc.* (Katedra financí a finančních služeb VŠFS) *„Regulace finančních trhů ve výuce vysokých škol“*je věnován pedagogickým problémům spojených s výukou studijních předmětů pojednávajících o finančních trzích a jejich regulace. Autor se zde mj. zabývá možnostmi využití různých medií v pedagogickém procesu a zvýšenými nároky na vysokoškolské učitele, které s tím jsou spojeny.

Ing. Mgr. Petr Wawrosz (Katedra ekonomie a mezinárodních vztahů VŠFS) na konferenci předložil příspěvek *„Investice do vzdělání a regulace finančních trhů“,* který se zabývá dnes stále aktuálnější otázkou financování vzdělání.

V diskusi vystoupila řada účastníků konference, mj. JUDr. Ivan Angelis, CSc. (Česká bankovní asociace) s řadou podnětných myšlenek a námětů pro další výzkum problematiky finančních trhů a jejich regulace a dozoru.

Konferenci uzavřel svým závěrečným slovem RNDr. Petr Budinský, CSc., náměstek generální ředitelky pro obchod a rozvoj VŠFS.

Konferenci připravil výbor ve složení: doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc.- předseda, doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc. – odborný garant, členové: RNDr. Petr Budinský, CSc., PhDr. Lenka Ruppertová, Milada Trojanová, Ludmila Dzumpelová.

doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.
odborný garant

Úvodní vystoupení

Dr. Bohuslava Šenkýřová
generální ředitelka Vysoké školy finanční a správní

Dámy a pánové, vážení hosté,

dovolte, abych zahájila jednání již druhého ročníku dvoudenní mezinárodní konference pořádané Vysokou školou finanční a správní ve spolupráci s Ministerstvem financí ČR, Komisí pro cenné papíry a Českou národní bankou na téma Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor. Po skončení prvního ročníku konference jsme obdrželi řadu pozitivních ohlasů a já chci věřit, že dnes s tím jednáním na letošní konferenci budete spokojeni. VŠFS je nejenom největší soukromou vysokou školou, ale je také jedinou soukromou vysokou školou, která získala od Grantové agentury dva granty na rozvoj vědeckovýzkumné činnosti. A právě jedním z těch dvou grantů je grant na řešení problematiky finančních trhů. Ta naše letošní konference se právě koná v rámci řešení tohoto grantu a máte jedinečnou příležitost k řešení této tematiky také přispět. Dámy a pánové, dříve než předám slovo moderátorovi této konference náměstkovi generální ředitelky panu RNDr. Petru Budinskému, CSc., dovolte mi, abych ještě poděkovala partnerům naší konference a sponzorům, díky kterým se konference může konat v těchto krásných prostorách za podmínek velice příznivých. Partnery naší konference jsou Česká spořitelna, a.s., Kooperativa, pojišťovna, Burza cenných papírů Praha, Česká asociace obchodníků s cennými papíry, Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR, UNIVYC a Bankovní akademie. Mediálními partnery jsou časopis EKONOM a deník Právo. V neposlední řadě si dovoluji poděkovat České národní bance, která nám umožnila konat konferenci v těchto krásných prostorách a věřím, že se Vám bude tady líbit. Nejenom prostory, ale že budete spokojeni i s obsahem jednání naší konference. Tímto považuji jednání konference za zahájené a přeji nám všem hodně zdaru v jejím průběhu.

RNDr. Petr Budinský, CSc.
náměstek generální ředitelky pro rozvoj a obchod

Dámy a pánové, hezký dobrý den,

dovolte, abych i já Vás přivítal na této dvoudenní konferenci. Tato konference, jak všichni dobře víte, je pořádána ve spolupráci s Ministerstvem financí, Českou národní bankou a Komisí pro cenné papíry. A jak už bylo řečeno, tak jejími partnery jsou Česká spořitelna, Kooperativa, Burza cenných papírů Praha, UNIVYC, Česká asociace obchodníků s cennými papíry, Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR. Někteří zástupci těchto organizací dostanou slovo již v úvodu této konference, některé bych rád omluvil. Jedná se o zástupce České spořitelny a Kooperativy, kteří chtěli na této konferenci vystoupit, bohužel na poslední chvíli se museli omluvit, takže aspoň tlumočím jak od České spořitelny, která je hlavním partnerem Vysoké školy finanční a správní a od Kooperativy, která je partnerem Vysoké školy finanční a správní pozdrav této konferenci Vám všem. Jsem velmi rád, že jsme se tu sešli v takovémto počtu. Zástupci burzy cenných papírů Praha a UNIVYCu budou vystupovat v rámci odpoledního bloku a zástupci České asociace obchodníků s cennými papíry a Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR vystoupí nyní.
Jak již bylo řečeno, tato konference volně navazuje na konferenci, která se konala ve spolupráci se stejnými partnery před 2 lety. Dnešní konference má dva základní tematické okruhy.

Celý první den bude věnován problematice finančních trhů a jejich regulace, tj. budou předneseny příspěvky podle programu a bude dán prostor na diskuzi. Druhý den konference se převážně zaměří na otázky výzkumu VŠFS a jejich promítnutí do výuky.
Tolik k úvodu konference.

Úvodní slova partnerů

Ing. Michaela Erbenová, Ph.D.
vrchní ředitelka a členka bankovní rady ČNB

Dámy a pánové, dovolte mi, abych vystoupila jménem České národní banky i jménem svým na této mezinárodní konferenci pořádané Vysokou školou finanční a správní ve spolupráci s Ministerstvem financí, Komisí pro cenné papíry a Českou národní bankou a jsem velmi potěšena, že mezi účastníky mohu zaznamenat nejenom představitele významných domácích institucí, regulace a dohledu nad finančním trhem, ale také představitele akademické obce a bank působících na domácím trhu. Je mou milou povinností zde také přivítat hosty z partnerských institucí ze Slovenska.
Vývoj finančních trhů a změny finančního sektoru, ať už jde o strukturu finančního sektoru nebo o produktovou inovaci, zaznamenal v minulých dekádách velmi dynamický rozvoj a ani útlum celosvětového hospodářského růstu na přelomu tisíciletí neznamenal významnější změnu tohoto trendu. A téma aktuální vývoj sektoru, na který se dnešní konference soustředí a který nutně obsahuje i zamyšlení nad budoucím vývojem i dobrou volbou iniciátorů konference pedagogů VŠFS. Proto věřím, že letošní konference přinese mnohé podměty pro rozvoj pedagogické a vědeckovýzkumné činnosti této školy, pro další rozšíření pozitivních výsledků dosažených v minulých letech. Myslím si, že velmi dobrým podmětem a nápadem je studentská sekce, kde mohou studenti prezentovat své seminární bakalářské a diplomové práce věnované tématům konference.
Mezinárodní dimenze je velmi zřetelnou charakteristikou světa finančních trhů a i když z našeho pohledu se jeví jako výsledek integračního procesu v EU, neměli bychom ze zřetele ztrácet skutečnost, že internacionalizace finančních trhů probíhá v celosvětovém měřítku. Že to je globální proces par excelence. Česká republika se v loňském roce stala členskou zemí EU a začíná sbírat své první členské zkušenosti, ale procesům globalizace byla vystavena již dávno předtím a globalizace světové ekonomiky bude i nadále ovlivňovat různé aspekty integrace trhů EU, jíž jsme dnes členem. Naše ekonomika i finanční systém se budou i nadále integrovat do globálního finančního systému, i když především v rámci evropského ekonomického prostoru. Často se hovoří o tom, že globalizace má své stinné stránky, které jsou pociťovány jako ohrožení národní kulturní identity mj. rostoucí váha nadnárodní společností a možná marginalizace národních politik, a mnohdy se i EU chápe jako nějaký nástroj obrany. Hovoří se o pevnosti Evropa. Nemělo by se zapomínat na to, že pozitivní efekty globalizace převažují, i když bilance pozitiv a negativ může být v jednotlivých případech v zemích a regionech odlišná. Tyto efekty však v rozhodující míře záleží na vlastních zemích a hospodářských politikách. Ve vztahu ke skupině zemí, ke které patříme my, je bilance nesporně pozitivní. Rozvoj tranzitivních ekonomik by nemohl proběhnout tak rychle bez pohybu mezinárodních přímých i portfoliových investic, které sebou přináší moderní technologie, nové řídící postupy a vyšší kvalifikaci pracovní síly. A z poněkud širší perspektivy se dá říci, že globalizační tlaky přispěly významně i k tomu, že na přelomu tisíciletí mohlo být dosaženo významného pokroku v rámci téměř padesátitiletého úsilí o vytvoření hospodářské a měnové unie v Evropě.
Mezinárodní integrace trhu finančních služeb spočívá jak v růstu četnosti objemu přeshraničních finančních transakcí, tak i ve vytváření mezinárodních finančních institucí a skupin. V rámci EU

byla tato integrace výrazně podpořena vytvořením měnové unie dvanácti členských států a ve vztahu k původní evropské patnáctce, také ve vztahu k deseti nově přistoupivším zemí, sehrála významnější roli i harmonizace v oblasti finanční regulace a dohledu uskutečňovaná na základě tzv. akčního plánu finanční služby. Navzdory tomu ale evropské finanční trhy poskytují velmi smíšený obrázek. Zatímco integrace výrazně postoupila na velkých neboli wholesale trzích, ke kterým patří finanční kapitálový trh a investiční bankovnictví, a také v oblasti infrastruktury, tzn. hlavně v clearingu a vypořádání transakcí. Vidíme, že na trhu pro drobné klienty neboli retailovém existuje značná fragmentace a rozhodující podíl mají domácí instituce. Evropský trh rizikového kapitálu, určený hlavně pro malé a střední podniky, se pak jeví jako velmi neefektivní a výrazně zaostává např. za trhem americkým. Přetrvává také řada faktorů, které brání přeshraničním a fúzním akvizicím bank a jiných finanční institucí a to zejména z důvodů kulturních, jazykových a daňových, ale patří sem možná i nevhodná regulace a reakce orgánů dohledů a politické vměšování do jejich činnosti. Je třeba si uvědomit, že integrace finančních trhů sleduje podnikatelskou logiku, nikoli logiku hranic národních zemí a logiku národního práva, a to zároveň znamená, že nemůže jít o bezkonfliktní proces. Finanční skupiny expandují přes hranice a samozřejmě využívají synergie plynoucí z centralizace často klíčových funkcí. Z hlediska bankovní regulace a dohledu na národní úrovni pak znamená, že model řízení úvěrového rizika může být vyvinut a spravován mateřskou bankou, zatímco likvidita skupiny může být řízena prostřednictvím jedné ze zahraničních dceřinných bank. Logicky pak vznikají třecí plochy se zavedenou struktury regulace a dohledu, která respektuje národní hranice a je organizována podle národních jurisdikcí. Jsem přesvědčená, že národní orgány dohledů by neměly tyto rozpory využívat ke kladení překážek pro další integraci finančních trhů, od níž se očekává výrazný příspěvek k růstu EU. Ale měly by tyto vznikající problémy řešit. Pro český bankovní dohled, který je vzhledem k vlastnické struktuře našeho bankovního sektoru takřka výlučně v hostitelské pozici, je to problematika zcela klíčová. V současné době na evropské úrovni vítězí pravidlo, že určujícím orgánem dohledu pro danou skupinu je vrcholový konsolidující neboli tzv. domovský orgán dohledu. Pravdou ale je, že řada otázek spojených s tímto konceptem zůstává nedořešena. Vedle fungování centrálních bank v roli věřitele poslední instance jde hlavně o to, že v EU stále existují velmi rozdílné systémy vkladů v jednotlivých zemích EU, a v případě bankovních krizí není zřejmé, jak by se koordinace řešení těchto krizí na nadnárodní úrovni řešila.

Neméně závažnou otázkou je také to, zda opravdu lze vytvořit takovou bankovní regulaci, která by byla dostatečně flexibilní a zajistila rovné konkurenční podmínky a vyhovovala všem zainteresovaným subjektům působícím na trhu i jejim klientům. Snaha zajistit úplně dokonalé konkurenční prostředí by s největší pravděpodobností vyžadovala velmi detailní regulatorní pravidla, která by navíc v každé zemi musela být interpretována a aplikována zcela stejným způsobem. To by nutně vedlo k nadměrné regulaci, která brání rozvoji podnikání a v konečném důsledku zhoršuje kvalitu a dostupnost služeb pro klienty, a vzhledem ke klíčovému významu finančního sektoru pro moderní ekonomiky také podvazuje hospodářský růst. Rozdíly v regulaci a dohledu nelze vymýtit. Tyto rozdíly však musí být zcela zřetelně popsány a zveřejněny tak, aby bylo zřejmé, v čem spočívají a aby jim mohli účastníci trochu přizpůsobit svá očekávání, své podnikatelské záměry a svou obchodní politiku.

Dámy a pánové, pokusila jsem se naznačit některé problémy, před kterými stojí bankovní regulátoři a regulátoři finančního trhu v celé Evropě. Fragmentace retailového trhu v Evropě není jenom problémem, věřím, že je současně obchodní příležitostí a výzvou. Věřím, že tato konference poskytne příležitosti k diskusím a pohledům na tuto problematiku. Myslím, že velkou výzvou v domácím kontextu je aktuální diskuse o adekvátnosti poplatků v domácím bankovnictví, která je současně v obecnější rovině diskusí o míře konkurence v domácím bankovnictví, o nutnosti a přiměřenosti cenové a jiné regulace bankovních produktů a úloze, kterou by v tomto procesu mělo hrát Ministerstvo financí, regulátoři, specifické samoregulační

organizace finančního sektoru a instituty a organizace ochrany spotřebitelů. Děkuji Vám za pozornost a přeji nám všem úspěšný průběh konference.

JUDr. Ing. Zdeněk Radil
generální tajemník České asociace obchodníků s cennými papíry

Dobrý den, dámy a pánové, já se připojuji a vítám Vás na dnešní konferenci. Jak již bylo řečeno, zastupuji zde Českou asociaci obchodníků s cennými papíry, a protože jsme relativně mladá asociace, dovolte mi, abych úvodem představil i asociaci.
Naše asociace byla založena v létě loňského roku. Její jádro tvoří 13 nebankovních obchodníků s cennými papíry a mezi hlavní cíle asociace patří především efektivně napomáhat rozvoji a růstu českého kapitálového trhu. Toho chceme dosáhnout dodržováním základních principů, což je sebevzdělávání, kde se aktivně snažíme o zachování vysokého právního a odborného vědomí našich členů. Dalším principem je partnerství. Pod tímto principem můžeme chápat společné prosazování jednotlivých členů ve vztahu k orgánům a institucím, jejichž činnost se dotýká zájmu našich členů, což jsou především regulátoři. Posledním principem je osvěta. Tím myslíme propagaci kapitálového trhu se zaměřením na oblast obchodování investičními instrumenty. Z těchto důvodů jsme se rozhodli podpořit tuto konferenci jako partner. Domníváme se, že jakákoli diskuse o českém kapitálovém trhu může napomoci jeho rozvoji. Co chápeme jako jednu z hlavních slabin našeho kapitálového trhu je to, že zatím příliš nefunguje jako zdroj akumulace kapitálu pro české podniky a společnosti, takže můžeme doufat a věřit, že tato dnešní konference napomůže tento neblahý stav změnit.

Ing. Martin Gardavský
místopředseda představenstva a generální sekretář Asociace finančích zprostředkovatelů a finančních poradců České republiky

Dámy a pánové, dobrý den. Jsem velice rád, že Vás jménem naší asociace zde také mohu pozdravit, a jsem velmi rád, že jsme se mohli stát partnerem této konference už proto, že před dvěma lety, kdy se konal v těchto prostorách její první ročník, jsme tady seděli a velice poctivě a pečlivě jsme vstřebávali všechny teoretické informace týkající se samoregulace. A ve svém diskusním příspěvku, který přednesu odpoledne, se Vám pokusím sdělit, zda a jak se nám to podařilo či nepodařilo.

Jak se mění a kam směřují finanční trhy ve světě?
Vladislav Pavlát

Fenomén „finančních trhů“ není snadné ani popsat, ani analyzovat. Snažily se o to celé generace ekonomů a finančníků. Jejich výzkumy přinesly řadu brilantních teoretických modelů i pragmatických přístupů pro praxi.
V reálném světě však ani ideální aplikace teoretických modelů nevede k odstranění praktických problémů a nedostatků ve fungování finančního systému, který se stále vyvíjí a mění.
A právě tyto neustálé změny si vynucují, aby se úsilí mezinárodní finanční komunity orientovalo na cesty k dosažení takové míry finanční stability, která by umožňovala co nejméně poruchový chod ekonomiky. Tento požadavek dnes platí ve světovém měřítku. Ačkoliv hrozbu poruch stability finančního systému nikdy nelze úplně eliminovat, je snaha hledat optimální způsoby, jak poruchám předcházet, a pokud se to nezdaří, nalézat způsoby, jak vzniklá „onemocnění“ léčit tak, aby pacient nezemřel.

1. Jak se změnil finanční trh za posledních 15 let?
„Finanční trh“ lze obecně chápat jako součást finanční sféry, v níž probíhá peněžní směna finančních produktů. Finanční trh lze dále chápat jako strukturu, která má více součástí (segmentů) a dimenzí a kterou lze zkoumat z různých hledisek (např. podle předmětu obchodů, způsobu obchodování, způsobu placení, podle doby trvání transakcí, podle objemu obchodů, podle územního rozvrstvení obchodů, podle obchodujících subjektů apod.).
Finanční trhy ve světě se během posledních 30 let vyznačovaly rostoucí složitostí:
(1) Jejím markantním projevem je - již při prvním povrchním pohledu - růst počtu disponibilních druhů finančních produktů, spojený zároveň i s rozvojem finančních služeb a spolu s tím také s posuny v uplatnění různých finančních produktů a změnou jejich významu ve finanční praxi.
(2) Ruku v ruce s touto diferenciací produktů a služeb jde obrovský kvantitativní nárůst objemů obchodů na finančních trzích, odrážející celkový proces pokračujícího ekonomického růstu.
(3) Přitom dynamika růstu finančních trhů je relativně velmi vysoká a je spojena s rostoucí rychlostí průběhu finančních transakcí, s dynamizací obchodování.
(4) Tyto procesy se promítají do významných změn struktury finančních trhů.[1]
(5) Ještě důležitější změnou než dosud uvedené změny však nesporně je rostoucí volatilita a rostoucí nejistota, která dnes patří k výrazným charakteristickým znakům finančních trhů, ať jde o kterýkoliv jejich segment – o trhy cenných papírů, o úvěrové trhy, devizové trhy, trhy derivátů nebo i o trhy s pohledávkami nebo právy, i když projevy volatility a nejistoty se na každém z těchto trhů projevují nestejnou měrou.
(6) Rostoucí složitost finančních trhů se promítá mj. i v tom, že jednotlivé segmenty finančního trhu sice fungují relativně samostatně a v „klidných dobách“ fungují zdánlivě autonomně, avšak leckdy stačí pouhý závan studenějšího větru – nebo dokonce jen očekávání takového závanu – k tomu, aby určitý tržní segment prudce zareagoval. Tím to ovšem ani zdaleka nekončí, neboť takové prudší reakce se mohou lavinovitě přelévat do jiných segmentů trhu. Jsou-li známy přenosové cesty různých reakcí (a jejich zkoumání dnes patří mezi nesporné úkoly teoretického zkoumání), pak lze snáze předvídat i hrozbu případných poruch, v praxi jim předcházet a odvracet je.
Ve svém vystoupení pro ilustraci strukturálních změn probíhajících na finančním trhu pro zjednodušení volím příklad kapitálového trhu jako segmentu finančního trhu, na kterém se spoluvytvářejí finanční základy ekonomického rozvoje. Důvodem této volby je rovněž to, že jsou k dispozici úplnější srovnatelné údaje (alespoň pro segment burzovních obchodů) než pro peněžní trh.

[1] O některých dílčích aspektech těchto změn pojednávám později.

2. Vývoj věcné struktury finančních trhů

Segment burzovních obchodů nesporně je významným indikátorem celkového rozvoje kapitálového trhu, který probíhal během posledních 15 let. Uváděné údaje ze statistiky Světové federace burz se týkají obchodování členských burz této vrcholové mezinárodní organizace „burzovního průmyslu“.

Tab. č. 1
Vývoj tržní kapitalizace a objemů obchodů s akciemi na členských burzách Světové federace (1990- 2003, mld. USD)

	1990	2003	přírůstek v %
tržní kapitalizace	9 400	31 202	+ 179
objem obchodů	6 211	33 330	+ 516

Pramen: „The Significance of the Exchange Industry“, WFE, July 2004

Absolutní růst objemů burzovních obchodů s akciemi výrazně stoupl a zároveň vzrostla i dynamika tohoto růstu. Tyto skutečnosti vedly k tomu, že v posledních letech značně stoupla důvěra v burzovní trhy, i když jejich relativní váha v celkovém objemu burzovních i mimoburzovních obchodů s akciemi klesala. Rozhodující úloha burz v cenotvorném procesu však se nejen nesnížila, ale naopak zvýšila.
Burzovní akciové trhy zůstávají na vyspělých kapitálových trzích rozhodujícím segmentem pro financování rozvoje akciových společností. Jsou dynamickou částí trhů, avšak vzhledem k riziku představují tržní segment s relativně významným prvkem nestability.
Sortiment produktů obchodovaných na burzách se rozšířil. Na burzách ve světě se dnes obchoduje s širokou škálou investičních nástrojů. Na rozdíl od situace na počátku 90tých let minulého století, na většině burz fungují sofistikované elektronické systémy obchodování.

Tab. č. 2
Počet burz Světové federace burz obchodujících s finančními deriváty (r. 2004):

- Celkem 44 z 59, v tom:
- FUT na akcie …….22 burz
- FUT na index ……19 burz
- OPCE na akcie ……...25 burz
- OPCE na indexy ……18 burz

Pramen: „The Significance of the Exchange Industry“, WFE, July 2004

K nejdramatičtějšímu růstu došlo u burzovních obchodů s finančními deriváty, jejichž objem v posledních letech se ročně zvyšoval v průměru o 30 %.

Paleta finančních derivátů je dnes mnohem pestřejší než byla ještě před deseti – patnácti lety. Na burzách ve světě se dnes obchoduje (tak jako již dříve) především s různými druhy futures a různými druhy opcí a zvýšil se počet podkladových aktiv, od nichž se tyto nástroje odvozují.

Výrazně stoupl zejména počet druhů futures a opcí na různé indexy. Rozšířil se i trh syntetických derivátů.

Tab. č. 3
Produkty obchodované na členských burzách Světové federace burz

AKCIE - běžné - preferenční Podílové listy Hybridy **DLUHOPISY** - státní - společností - obcí a měst **JINÉ PRODUKTY** - repo operace s akciemi - reversní repo s akciemi - pokladniční poukázky - střednědobé směnky	**DERIVÁTY** ***Opce na*** - akcie - indexy - úrokovou míru - měny - produkty fondů ***Futures na*** - akcie - indexy - úrokovou míru - měny ***Práva*** - varanty (subskripční a/nebo kryté)

Pramen: statistiky Světové federace burz

Tržní segment finančních derivátů však je nejen nejdynamičtějším, ale také nejrizikovějším prvkem kapitálového trhu. „Dvojí tvář“ tohoto tržního segmentu pramení z dvojí funkce tohoto finančního nástroje – jako nástroje spekulace a jako nástroje jištění. Těžko říci, která z nich má dnes větší význam: pro atraktivnost a dynamiku rozvoje finančních trhů má rozhodující význam spekulace, kdežto pro stabilitu finančních trhů má rozhodující význam funkce jištění. Reálnou skutečností však je to, že spekulant s deriváty kráčí po minovém poli, které kdykoliv může vybuchnout. Neslavným příkladem této riskantní chůze je případ dříve slavné banky Barings. I tento případ - mimo jiné - svědčí o tom, že ani přísná regulace finančních trhů nemůže zcela zabránit selháním, což ovšem není argumentem proti její existenci a nutnosti.

Také trh dlouhodobých dluhopisů se ve sledovaném období uplynulých 15 let značně rozrostl. Tento trh tradičně představuje ve struktuře finančních trhů konservativní a nejstabilnější prvek. Ani obecný pokles úrokové míry nebránil této expanzi. K tomu, aby rentiéři jako majitelé největší části dlouhodobých státních a korporátních obligací byli ochotni držet značnou část svého majetku v těchto dluhopisech, stačí úroková míra nepřevyšující 2% per annum. S dlouhodobými dluhopisy se obchoduje na většině burz na světě.

K věcné struktuře finančních trhů ve světě lze závěrem konstatovat toto: i přes záplavu nejrůznějších statistických údajů o finančních trzích nejsou k dispozici spolehlivé celkové údaje, a proto i většina mezinárodních organizací může pracovat pouze s odhady. Považuje se však za nesporné, že v posledních 15 letech došlo ve věcné (produktové) struktuře finančních trhů ve světě zejména k těmto posunům:

(1) trvale stoupal podíl finančních derivátů na celkových objemech obchodů na finančních trzích (tj. na kapitálovém trhu, na peněžním trhu i na devizovém trhu),
(2) zvyšoval se podíl mimoburzovních obchodů na obchodech na FT,

(3) vzrůstal podíl obchodů s produkty investičních fondů na obchodech na KT,
(4) stoupal podíl elektronicky uskutečňovaných transakcí,
(5) rostl podíl mezinárodních transakcí.

V odpovědi na otázku, zda tyto trendy (a které z nich) budou dále pokračovat a do jaké míry budou modifikovány, dnes mezi odborníky panují rozdílné názory a diskuse o tom pokračují.

3. K vývoji teritoriální struktury finančních trhů a finančních center ve světě

Vývoj teritoriální struktury finančního trhu ve světě je tradičním předmětem analýz. Základní obraz teritoriální struktury finančních trhů, který se vytvořil již před rokem 1989 v tehdejší kapitalistické části světa, na první pohled i dnes zůstává v podstatě nezměněn. Ve skutečnosti však i zde v průběhu posledních 15 let působí síly, které tento obraz začaly měnit.

Tabulka č. 4
Teritoriální struktura obchodů s akciemi na burzách v r. 2004 (v USD a v %)

Oblast	*mil.USD*	*v %*
Severní Amerika	21 797 025	52
Evropa a Střední Východ	13 752 716	32
ASIE	7 887 640	16
Celkem	*42 121 577*	*100*

Pramen: viz tab. č. 1

Existují sice stále tatáž velká světová finanční centra jakožto hlavní ohniska světového dění ve finanční sféře, avšak postupně se začala měnit jejich podoba a spolu s tím i poměr sil mezi nimi.

Největším světovým finančním centrem zůstává stále oblast Severní Ameriky (kde dominují USA), které si zachovává svou převahu. V Evropě jako tradičním finančním centru se jako nová velká síla se vyprofilovala EU, která usiluje o propojení původně partikulárních zájmů řady zemí do velkého proudu. Zdá se však, že Evropa poněkud zaostává ve svém rozvoji za USA i Japonskem. Hegemonní pozice Japonska v Asii dále sílí. V této části světa však se začíná rýsovat zárodek nového finančního centra – Číny.

Při podrobnějším pohledu však ani výše uvedená hlavní finanční centra nepředstavují homogenní celky, nýbrž jsou vnitřně diferencována. Tradiční specializace řady významných center (jako je např. Londýn nebo New York), spojená s obrovskými zkušenostmi v nich operujících subjektů, dodnes magicky přitahuje kapitál z nejrůznějších částí světa. To se v blízké budoucnosti sotva změní.

Významnou skutečností, která do jisté míry již začala měnit situaci, je změna pohledu na čas i prostor – totiž v tom smyslu, že ekonomicko-finanční vzdálenost mezi jednotlivými světovými centry se značně zmenšila: obrazně řečeno z New Yorku do Tokia je dnes stejně blízko jako do Londýna anebo koneckonců do kterékoliv jiného místa na světě disponujícího moderní infrastrukturou, tj. zapojeného do elektronického styku. Obchody dnes lze uzavírat, aniž bychom se sešli s protistranou. Je však otázkou, zda přece jen osobní kontakt a osobní jednání není větší zárukou než elektronický podpis. Na to zřejmě odpoví až budoucnost.

Tyto úvahy však nic nemění na tom, že koncentrace kapitálu a jeho finanční moci spolu s potřebnou infrastrukturou a zkušenými profesionály na určitém místě i dnes odpovídá racionalitě finančního podnikání, a také proto význam velkých finančních světových center v systému složité sítě finančních vztahů ve světě zůstává zachován. Není vyloučeno, že i dále poroste.

Přesto však i zde je mnoho nových prvků: ruku v ruce s rostoucí složitostí finanční sféry, finančních vztahů a finančních trhů je pozorováno zostření konkurence a tendence ke koncentraci kapitálové síly ve větších podnikatelských subjektech. Toto jsou tendence, o jejichž dalším pokračování stěží lze pochybovat. Jsou totiž generovány rostoucí nejistotou a rostoucím rizikem na finančních trzích a zároveň jsou i sebezáchovnou reakcí.

4. K přínosům a novým výzvám spojeným s aplikací moderní techniky, organizace a řízení na finančních trzích

V dějinách nalézáme bezpočet příkladů rozporuplných efektů a důsledků technického pokroku. Uveďme jen jeden z mnoha příkladů: vynález Dieselova motoru umožnil netušený rozvoj automobilismu, avšak vyvolal obrovský růst potřeby ropy a s rozvojem automobilové dopravy spojené permanentní znečišťování ovzduší a zhoršení životního prostředí.

V učebnicích finančnictví jsou inovace spojené s aplikací moderní techniky, organizace a řízení obvykle prezentovány bezkonfliktně. Skutečnost však je složitější.

Je např. nesporné, že aplikace počítačů ve finanční sféře vedla k obrovskému urychlení obchodních transakcí a s nimi spojených operací a zároveň umožnila i pokles jednotkových nákladů. Je nesporné, že zpracování údajů moderními prostředky výpočetní techniky vykazuje větší spolehlivost než při tradičním ručním pracování. Nesporné je i to, že aplikace počítačů ve finanční sféře značně zvyšuje možnosti účinné kontroly. Obrovský pokrok do finanční sféry vneslo i rychlé rozšíření internetu.

Zároveň jsou zde i nechtěné důsledky. I bezchybně fungující počítače obsluhují lidé, – a bohužel – někdy i lidé s nekalými úmysly. Odtud dnešní potřeba budovat a neustále zlepšovat systémy interní kontroly, aby se omezila možnost zneužití výhod moderní techniky k získání osobního prospěchu. Vnější kontrola totiž dnes již nestačí.

Jiný příklad: V konkurenčním prostředí je každé urychlení průběhu obchodních transakcí na základě využití počítačů jedním z momentů, vedoucích k zostřování konkurenčního boje. Odtud nutnost stále znovu a znovu investovat do rozvoje HW i SW.

Poslední příklad: Moderní výpočetní technika je vysoce produktivní, ale zároveň i zranitelná. Jakýkoliv výpadek proudu může finančním institucím způsobit obrovské finanční ztráty. Předejít tomu mohou zdvojováním nebo ztrojováním systémů, tedy opět nákladnými investicemi. Těmito příklady jsem chtěl připomenout to, že zavádění inovací je spojeno s investicemi nejen na začátku, ale i po jejich realizaci a po určité době (někdy i před uplynutím předpokládané doby jejich amortizace) vzniká nutnost dalších, obvykle ještě nákladnějších investic. To je cenou pokroku.

Při zavádění inovací ve finanční sféře obvykle vzniká i možnost jejich zneužití. Důvodem může být neexistence nebo nedokonalost předpisů, které lze obcházet nebo prostě nedodržovat, nebo tímto důvodem je úmysl. Přítomnost organizovaného zločinu ve finanční sféře, jehož činnost je usnadňována využíváním moderní výpočetní techniky, je jedním z dominantních problémů

dnešní doby. Řešení však zřejmě není jen otázkou represivní regulace a dozoru, ale i prevence a promyšlené výchovy. Nehledě na to, že drakonická opatření mohou mít na finanční trhy devastující účinky, ať již jde o kterýkoliv segment těchto trhů.

Nakonec ještě poznámka ke standardizaci finančních produktů, procedur a jejich evidence. Tento proces, který dnes probíhá nejen v národním, ale i v mezinárodním měřítku, dnes směřuje nejen k původnímu cíli, tj. k usnadnění finančních transakcí a ke snížení nákladů, ale směřuje i k posílení možnosti prevence proti poruchám a selháním i k represi podvodu a zločinu.

5. Rostoucí význam mezinárodní spolupráce v oblasti finančních trhů: hledání optimální regulace a dozoru jako ochrany před nejistotou, nestabilitou a rizikem

V posledním desetiletí se velmi výrazně rozvíjela mezinárodní spolupráce různých institucí finanční sféry. Jde přitom o spolupráci mezi státními orgány, centrálními bankami, mezinárodními organizacemi, jako je Světová banka, Mezinárodní měnový fond, IOSCO, Basilejská banka pro mezinárodní platby, Světová federace burz cenných papírů, Mezinárodní obchodní komora, Mezinárodní asociace pro standardizaci apod.

Zvýšená aktivita mezinárodních organizací svědčí o tom, že finanční sféra pociťuje naléhavou nutnost komunikace a spolupráce směřující k nalézání cest a prostředků ochrany před rostoucí nejistotou, nestabilitou a rizikem.

Zdrojem této nejistoty jsou spolu s procesy, které souvisejí s technickým pokrokem, také postupující proces internacionalizace, globalizační a integrační tendence, postupné otevírání národních ekonomik na základě deregulace mezinárodního obchodu a řada dalších skutečností.

Existuje naléhavá potřeba nalézat efektivní prostředky, jak čelit měnovým a finančním krizím, neboť dnešní propustnost ekonomických hranic umožňuje rychlé šíření krizí po celém světě. Existuje potřeba hledat a nalézat efektivní nástroje k boji proti inflaci. Existuje nutnost bránit legalizaci výnosů z nejrůznější trestné činnosti, zejména z činnosti drogových mafií. V posledních letech k tomu přibyla i nutnost čelit mezinárodnímu finančnímu terorismu.

Finanční vztahy byly, jsou a budou velice křehkou součástí ekonomického systému, kterou je nutno chránit. Efektivní hospodářská politika jednotlivých zemí, efektivní mezinárodní spolupráce a efektivní regulace a dozor nad finanční sférou jsou nepostradatelnými nástroji k tomu, aby se finanční svět stal bezpečnějším, než dnes je.

Závěrem: Jaký bude finanční systém v budoucnu?

Americký ekonom profesor Rose napsal ve své učebnici „Kapitálové a peněžní trhy“ již koncem 80. let toto: „Nikdo neví jistě, jak bude finanční systém vypadat v budoucnu. Rozumné se zdají být předpovědi počítající s menším počtem větších a diversifikovanějších institucí, které budou schopny přežít rostoucí konkurenci a které vydrží neustálé fluktuace nejisté ekonomiky. Finanční instituce musí a budou věnovat větší pozornost managementu rizika. Bude to éra soupeření a konkurence, pokusů a omylů.“ [2]

Tato vize se během posledních 15 let postupně naplňovala a neztrácí na své aktuálnosti, jak o tom svědčí např. současná jednání v Basileji o omezení rizik a uplatnění přísnějších regulačních kriterií.

[2] Rose, P. S. : Peněžní a kapitálové trhy, Praha, Victoria Publishing, b. r., str. 1012.

Dnes sice také přesně nevíme, kam finanční systém směřuje a jaká bude jeho konkrétní podoba, leccos však již tušíme, i když některé procesy jsou ještě skryty pod povrchem.

Prozkoumat je a dozvědět se o tom více je velkou výzvou pro teorii i pro praxi. Je to výzvou i pro účastníky této konference.

Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky

Michaela Erbenová

Předmětem této statě jsou některé výzvy a trendy, které přináší globalizace finančních trhů a úsilí o další integraci jednotného trhu finančních služeb Evropské unie. Spolu s podstatnými rysy domácího finančního systému jsou významnými podněty k integraci dozoru nad finančním trhem České republiky.

Globalizace

Globalizace světové ekonomiky a finančních trhů je poháněna dvěma základními faktory. Prvním z nich je liberalizace světového obchodu a devizových režimů, která odstraňuje institucionální bariéry obchodní výměny a kapitálových toků. Jako druhý faktor působí finanční inovace, které jsou do značné míry umožňovány a podporovány dynamickým vývojem telekomunikačních a informačních technologií[3]. Význam posledně jmenovaného faktoru lze například ilustrovat vývojem ceny tříminutového telefonického rozhovoru mezi New Yorkem a Londýnem: ta činila (v kupní síle roku 1990) před druhou světovou válkou 100 amerických dolarů, v padesátých letech minulého století poklesla na polovinu, a na sklonku minulého století se oproti počáteční hodnotě snížila stokrát. O ekonomických důsledcích technického pokroku svědčí i vývoj nákladů modernější formy komunikace, satelitního spojení, které stálo na počátku osmdesátých let minulého století 100 dolarů a na konci století se jeho cena snížila přibližně čtyřicetkrát, tj. na dva dolary.[4]

Pojem „globalizace“ se užívá v různých ohledech. Je proto vhodné vymezit, v čem spočívá globalizace ekonomického života obecně a globalizace finančních trhů zvláště.

Z hlediska ekonomické teorie globalizace znamená především to, že vznikají a fungují celosvětové trhy. „Globální trhy jsou takové trhy, na nichž působí zákon jediné ceny v tom smyslu, že je možné koupit nebo prodat zboží za stejnou cenu bez ohledu na geografické vzdálenosti a místní okolnosti. Příkladem globálních trhů jsou devizové trhy a hlavní (ne všechny) kapitálové a komoditní trhy. Internacionalizovaný trh je předstupněm globalizovaného trhu. Od globalizovaného trhu se liší tím, že na něm při koupi a prodeji téhož zboží existují cenové diference, jež jsou spojeny s vývozem a dovozem a jež se zřetelně liší od cenových diferencí uvnitř určité ekonomiky“.[5]

Reálná globalizace[6] se v užším smyslu týká rozvoje mezinárodní dělby práce a růstu zahraničního obchodu se zbožím a službami, v širším smyslu pak i přímých zahraničních investic a s tím souvisejících otázek zaměstnanosti, vnější rovnováhy a inflace jednotlivých, velkých i malých, uzavřených i otevřených ekonomik.

Finanční globalizace se týká finančního zprostředkování a souvisejí s ní mimo jiné i otázky stability finančních systémů jednotlivých států, integračních seskupení nebo měnových oblastí.

---

[3] Srovnej Trichet (2001) a Issing (2000).
[4] IMF, 2005, str. 113.
[5] Issing (2000).
[6] Srovnej IMF (2005, kap. 3).

Rostoucí dynamiku a rozměr reálné globalizace přibližují údaje o celosvětovém HDP a exportu uvedené v Tabulce 1.

Tabulka 1

Celosvětová tvorba HDP a objem světového exportu

	87 - 96	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
HDP	23 744	29 768	29 528	30 638	31 455	31 195	32 410	36 327	*40 671*	*44 168*	*46 573*
Export zboží a služeb	4 654	6 899	6 788	7 032	7 828	7 567	7 936	9 216	*11 069*	*12 503*	*13 447*
Poměr export /HDP	20%	23%	23%	23%	25%	24%	24%	25%	*27%*	*28%*	*29%*

Zdroj: World economic outlook 2005, IMF, Statistical annex, str. 201, 230

Poznámka:
HDP: Světový output v mld. USD podle tržních směnných kursů
Export zboží a služeb: Světový export v mld. USD podle tržních směnných kursů
1987- 96: desetiletý průměr
Údaje pro léta 2004 – 2006: odhad MMF

Tabulka 2 charakterizuje dynamický rozvoj finanční globalizace, a to prostřednictvím údajů o zahraničních aktivech a pasivech za skupiny zemí a za nejvýznamnější světové ekonomiky v období 1980 až 2003.

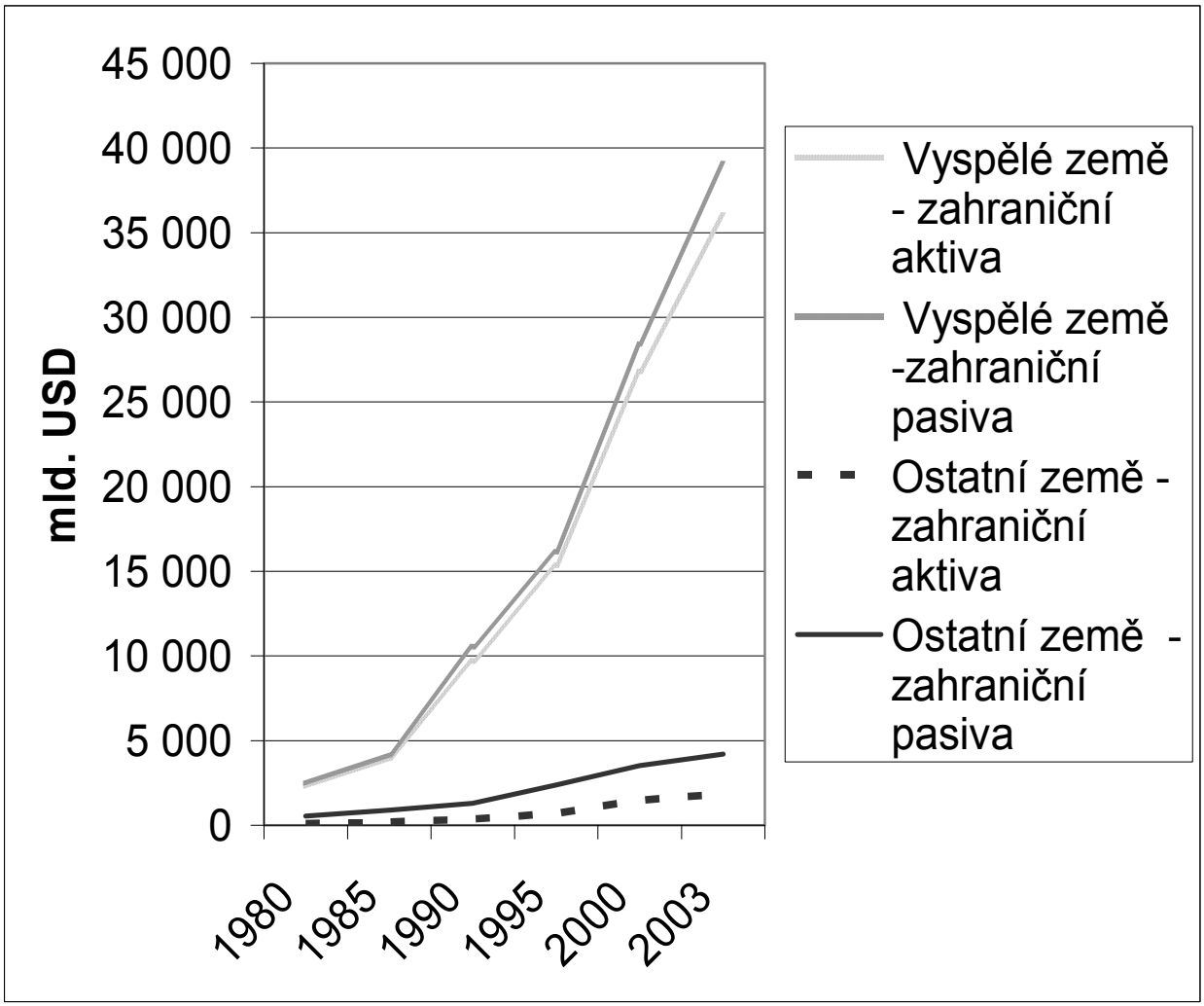
Tabulka 2
Zahraniční aktiva a pasiva

	1980	1985	1990	1995	2000	2003
Zahraniční aktiva						
Vyspělé země	2 287	3 975	9 701	15 334	26 810	36 029
USA	584	1 185	2 119	3 754	7 265	7 680
V. Británie	519	838	1 695	2 432	4 400	6 293
SRN	216	308	1 017	1 579	2 504	3 867
Francie	203	265	722	1 292	2 323	3 317
Japonsko	134	410	1 778	2 445	2 605	2 922
Ostatní země	114	193	366	711	1 479	1 849
Podíl vyspělých zemí	95%	95%	96%	96%	95%	95%
Zahraniční pasiva						
Vyspělé země	2 485	4 186	10 531	16 139	28 419	39 093
USA	525	1 206	2 459	4 274	8 965	10 476
V. Británie	508	755	1 762	2 426	4 497	6 249
SRN	224	289	751	1 535	2 534	3 794
Francie	193	306	845	1 385	2 214	3 247
Japonsko	147	307	1 529	1 812	1 808	1 979
Ostatní země	552	905	1 298	2 378	3 527	4 208
Podíl vyspělých zemí	82%	82%	89%	87%	89%	90%

Zdroj: World economic outlook 2005, IMF, Chapter 3, str. 112.
Poznámka: Údaje v mld. USD podle tržních směnných kursů. Údaje nezahrnují aktiva a pasiva centrálních bank.

Graf 1 nabízí pohled do struktury finanční globalizace. Ukazuje, že se realizuje v daleko větší míře kapitálovými toky mezi vyspělými zeměmi než toky směrem k ostatním zemím a mezi těmito zeměmi.[7] Uvádí se, že v poslední dekádě 20. století poměr zahraničních aktiv a pasiv ku HDP se ve vyspělých zemích prakticky zdvojnásobil zatímco v ostatních zemích byl růst tohoto poměru podstatně menší [8]

Graf 1
Trend vývoje zahraniční aktiv a pasiv za vyspělé a ostatní země



Zdroj: viz Tabulka 1

Údaje o zahraničních aktivech a pasivech jsou v centru pozornosti Mezinárodního měnového fondu, protože odrážejí vliv globálních kapitálových toků na vnější rovnováhu ekonomik jednotlivých zemích a potažmo na jejich solventnost, resp. riziko země (sovereign risk).

[7] Mezi vyspělé země (advanced countries) MMF řadí 29 zemí, jmenovitě USA, 12 členských zemí Evropské měnové a hospodářské unie a Japonsko. Z evropských zemí k tomu přidává Dánsko, Island, Kypr, Norsko, Švédsko a Švýcarsko. Z asijských zemí pak Hong-Kong, Izrael, Koreu, Singapur a Tchajwan. Skupinu vyspělých zemí doplňují Austrálie, Kanada a Nový Zéland. Zbývajících 149 zemí, které MMF monitoruje (včetně nových členských zemí EU ze střední a východní Evropy), je zařazeno do skupiny ostatních zemí (emerging markets and developing countries).
[8] IMF, 2005, str. 110.

Vedle toho lze finanční globalizaci popsat i dalšími charakteristikami, např. údaji o globálních devizových trzích. Ve zprávě Banky pro mezinárodní platy (BIS) a centrálních bank[9] se mimo jiné uvádí, že:

- denní obrat devizových trhů (včetně derivátových) dosahoval v dubnu 2004 v průměru ekvivalentu 1 900 mld. USD, tj. téměř padesátinásobek hodnoty ročního celosvětového HDP;
- hrubá tržní hodnota, představující platby nutné k okamžitému uzavření pozic, činila na konci června 2004 6 100 mld. USD;
- podíly párů měn v transakcích byly následující: USD/EUR 28 %, USD/JPY 17 %, USD/GBP 14 %. Dolar dominoval, byl součástí 89 % transakcí. Podíl obchodů s měnami nových trhů (emerging markets) činil 5 %;
- ke světovým centrům devizových trhů patřily V. Británie (hlavně Londýn) s 31 % obratu, USA (hlavně New York) s 19 %, Japonsko s 8%, Singapur s 5 %, SRN s 5 %, Hong-Kong se 4 %, Austrálie a Švýcarsko s 3 %.

Souvislosti mezi reálnou a finanční globalizací jsou komplikované a dosud ne zcela poznané. Existuje však konsensus o tom, že jsou oboustranné. I když reálná a finanční globalizace sledují shodný trend a i když se ukazuje, že rostoucí obrat zahraničního obratu má tendenci generovat rostoucí kapitálové toky, dění na devizových a finančních trzích zároveň ukazuje, že objem a struktura finančního globalizace není jen pasivním odrazem hospodářského růstu a dynamiky zahraničního obchodu.

Finanční globalizace má své vlastní hybné motivy, „svůj život“ a je i autonomně působícím faktorem, jenž výrazně ovlivňuje ekonomiky prakticky všech států světa už tím, že směnné kursy národních měn se nepřetržitě ustavují na globálních finančních trzích. Finanční globalizace může, vedle svých pozitivních efektů, zhoršovat průběh a zesilovat dopady rizik, které jsou doprovodným jevem obchodování na finančních trzích. Uvedené údaje tak nepřímo ukazují i na rostoucí význam a důležitost řízení tržních rizik bankami i dalšími finančními institucemi, zejména z pohledu měn a oblastí, odkud se projevy nestability mohou šířit, a podtrhují význam institucionalizovaného dohledu nad řízením těchto rizik.

Přínosy a výzvy finanční globalizace

Finanční globalizace má nezanedbatelné přínosy. Uvolnění kapitálových toků a také rozvoj derivátových obchodů pomohly v celosvětovém měřítku sladit nabídku kapitálu s poptávkou po financování státního dluhu, ale také s poptávkou ze strany velkých firem. Globalizované trhy s dluhopisy produkující průběžně aktualizované a velkými objemy obchodů podepřené informace o úvěrovém riziku přispívají k efektivnější alokaci kapitálu v celosvětovém měřítku a rozšiřují možnosti řízení finančních rizik (diverzifikaci a zajištění). Odstraňování institucionálních bariér, jež brání vstupu na jednotlivé národní trhy, posiluje konkurenci a zlepšuje nabídku finančních produktů a služeb. To prospívá spotřebitelům, resp. všem klientům finančních institucí. Mezinárodní kapitálové trhy také současně poskytují investiční příležitosti i pro menší investory z různých zemí světa, zejména prostřednictvím kolektivního investování.

Ke stinným stránkám finanční globalizace na druhé straně patří, kromě pocitu „kulturního“ ohrožení či marginalizace národních politik, který vyvolává také fakt, že zesiluje potenciál pro násobení finančních rizik. To vyplývá ze sklonu trhů k „přestřelování“ cen aktiv a kurzů měn v obou směrech.[10] Může také urychlit přenos krizí přes hranice i do zemí se zdravými

[9] BIS, 2005.

[10] Zasvěcený, instruktivní a moderní pohled na vztah hospodářského a finančního cyklu podávají C. Borio a kol. (2001).

makroekonomickými politikami a prohlubovat výkyvy celosvětového hospodářského cyklu. To může vést k destabilizaci místního finančního systému a vážně poškozovat hospodářský růst. Potvrzují to zkušenosti řady zemí, které byly v devadesátých letech minulého století postiženy bankovními krizemi (příkladem z poslední doby může být Uruguay, která čelila velkým problémům v době krize v Argentině). Proto se v souvislosti se sílící finanční globalizací stala stabilita finančních systémů prominentním tématem v agendě centrálních bank i nadnárodních finančních institucí. Ačkoliv není její definice stále ještě ustálená, za výstižný lze považovat následující citát čelného představitele vedení Evropské centrální banky: "Pojem finanční stability se vztahuje k zachování základní funkce finančního systému, jež spočívá v alokaci úspor do investic a v zajištění efektivního platebního styku. Na základě toho lze finanční stabilitu definovat jako takovou situaci, za níž je finanční systém schopen absorbovat různé ekonomické a finanční šoky, aniž by se nastartovala řetězová reakce, jež poškozuje alokaci úspor do ekonomiky a fungování platebního styku."[11]

Evropský jednotný trh finančních služeb a Česká republika

Ze zorného úhlu České republiky se globalizace dnes jeví především jako výzva k prosazení na jednotném trhu v rámci Evropské unie. Finanční globalizace je nám vedle devizových trhů, na nichž vzniká kurs naší měny, totiž zprostředkována především fungováním evropského trhu finančních služeb. Jeho význam pro naši ekonomiku je dán jednak tím, že na něm dochází k obsluze a vypořádání rozhodující části obratu našeho zahraničního obchodu, jednak tím, že investoři z vyspělých zemí Evropské unie přímo anebo nepřímo kontrolují rozhodující část aktiv bankovního sektoru, jenž je základem finančního systému země. Zatímco první aspekt se týká především perspektiv růstu naší malé a velmi otevřené ekonomiky, perspektiv vývoje zaměstnanosti a inflace, druhý aspekt se týká především finanční stability, finanční regulace a dozoru nad naším finančním systémem.

Rozvoj jednotného evropského trhu finančních služeb a strategie jeho integrace

Letos v květnu předložila Evropská komise k diskusi Zelenou knihu o politice v oblasti poskytování finančních služeb na léta 2005 - 2010.[12] Jejím základem je myšlenka, že další integrace a vytváření jednotného unijního trhu finančních služeb může významně podpořit dynamiku růstu ekonomik členských států. Ta vychází z pozorování[13], že finanční zprostředkování patří v moderních ekonomikách mezi rozhodující faktory hospodářského růstu, vedle růstu populace a technického pokroku. Převažuje názor, že finanční zprostředkování pozitivně ovlivňuje hospodářský růst tím, že umožňuje shromažďovat vklady a krátkodobé vklady transformovat v dlouhodobá aktiva. Tím podporuje nákladné, např. infrastrukturní investice, investice do vzdělání, financování velkých soukromých projektů dluhovými cennými papíry anebo akciemi. Rozvinuté finanční zprostředkování přitom umožňuje lépe diverzifikovat a zajišťovat finanční rizika.

Záměr další (resp. hlubší) integrace evropského trhu finančních služeb má vést k překonávání všeobecně pozorovaného sklonu investorů preferovat alokaci zdrojů do domácích aktiv i za cenu toho, že takto vzniklé portfolio bude z hlediska rizika země a očekávaného výnosu sub-optimální. V literatuře se tento jev nazývá „vychýlením preferencí ve prospěch držby domácích aktiv" (home bias in asset holdings). Tradičně, investoři umisťují podstatnou část svého finančního majetku do aktiv-investic v domovské ekonomice, navzdory lepšímu výhledu návratnosti při srovnatelném riziku diverzifikovaného portfolia (obsahujícího i zahraniční investice). Za vysvětlení tohoto jevu se považují faktory, které snižují pohnutky diverzifikace, zejména vysoké

[11] Paddoa – Schioppa, 2002, str. 20.
[12] European Commission (2005).
[13] King a Levin (1993).

transakční náklady těchto investic ve srovnání s domácími investicemi, problémy s dostupností, srozumitelností a srovnatelností informací, rozdíly v regulaci a regulační bariéry (např. omezení domácích penzijních fondů investovat v zahraničí) i rozdíly ve spotřebitelském koši a ve zvyklostech [14]

Integrace evropského trhu se realizuje různými kanály. Patří k nim přeshraniční poskytování finančních služeb, při kterém je dnes možno využívat možnosti jednotné evropské licence (která opravňuje banky licencované v jedné zemi EU poskytovat služby i ve všech ostatních zemích EU, aniž by musely žádat o novou licenci v těchto zemích). Princip jednotné evropské licence vytváří prostor k zahraniční expanzi i prostřednictvím poboček a může nepřímo (následně) usnadnit konsolidaci finančních služeb prostřednictvím fúzí a akvizic. Nové a sjednocené distribuční sítě lze využívat k prodeji „zahraničních" finančních produktů i na místních trzích.[15] Doposud však integrace finančních služeb v Evropě výrazně pokročila hlavně na tzv. velkých neboli „wholesale" trzích, k nimž patří peněžní trh, kapitálový trh a investiční bankovnictví. Celkem uspokojivě postupuje v infrastruktuře finančních trhů - v clearingu a vypořádání finančních transakcí. Na druhé straně na trhu pro drobné klienty neboli na tzv. „retailovém" trhu přetrvává značná fragmentace a rozhodující podíl na něm mají místní (domácí) finanční instituce nabízející své produkty a služby za podmínek a cen značně se lišících v jednotlivých zemích Unie. Obdobná situace je i v oblasti rizikového kapitálu určeného hlavně pro malé a střední podniky. Zprostředkování v obou těchto oblastech se jeví jako méně efektivní než např. na trhu v USA. Kromě toho přetrvává řada faktorů bránících přeshraničním fúzím a akvizicím bank a jiných finančních institucí. Jde o faktory strukturální, kulturní, jazykové a daňové, ale může sem patřit i nevhodná reakce orgánů dohledu a politické vměšování do jejich činnosti.

Evropská komise identifikovala řadu institucionálních bariér, které brání další integraci evropského trhu finančních služeb i po vytvoření měnové unie dvanácti členských států a rozvíjí konkrétní iniciativy k jejich překonání. Významnou úlohu v tomto směru má harmonizace v oblasti finanční regulace a dohledu uskutečňovaná na základě FSAP (Financial Services Action Plan), zahrnující všechny členské země EU.

Zelená kniha předkládá k diskusi řadu politických cílů a nových opatření. Jejich těžiště spočívá ve využití institucionálního rámce tzv. Lamfalussyho procesu k dalšímu posílení harmonizace národních přístupů v oblasti finanční regulace a dohledu. Mezi cíle Zelené knihy patří rovněž zlepšení regulatorní praxe, zahrnující nejen následné vyhodnocování regulatorních opatření, ale především posouzení účinnosti regulatorních iniciativ před jejich zavedením z pohledu jejich efektivnosti v rámci diskuse se všemi dotčenými. Tento přístup by měl bránit dalšímu komplikování existujícího regulačního rámce.

Evropská komise od toho očekává podporu dynamiky hospodářského růstu zejména tím, že:

- malé a střední podniky, které mají v EU velký význam pro tvorbu pracovních míst, získají lepší přístup k rizikovému kapitálu a že konkurence na trhu finančních služeb pro ně vytvoří inovativní nástroje jejich financování,
- velké podniky budou těžit z všeobecného trendu redukce nákladů na kapitál a širší palety finančních produktů, které tento proces přinese,

[14] IMF (2005, str. 113 – 114).

[15] Např. prodej podílových listů obchodovaných na londýnském trhu prostřednictvím pobočkové sítě bank licencovaných v České republice, viz HM Treasury, FSA, BoE, (2004).

- zlevní se dluhové financování veřejného sektoru,
- spotřebitelé získají možnost zvýšit výnosy svých investic do cenných papírů i v rámci životního pojištění a sníží se jim transakční náklady spojené s nákupem těchto produktů,
- zlevní se přeshraniční platební styk,
- v EU dojde ke zlepšení finanční stability a evropské trhy se stanou pro zahraniční investory ještě atraktivnější než dosud,
- společnost jako celek získá díky efektivnějším finančním trhům lepší možnosti pro financování dlouhodobého deficitu penzijních systémů, jenž pro Evropu představuje dlouhodobou strukturální výzvu zásadní povahy[16].

Finanční regulace a dohled v Evropské unii a Lamfalussyho proces

Integrace finančních trhů sleduje podnikatelskou logiku, ne logiku národních hranic. Historicky vzniklé uspořádání finanční regulace a dohledu ve Evropské unii se však vyznačuje velkou rozmanitostí a úsilí o další pokrok v integraci evropského trhu finančních služeb do značné míry komplikuje. Opírá se o čtyři zásady:

- o harmonizaci finanční regulace prostřednictvím evropského práva, konkrétně prostřednictvím příslušných direktiv,[17]
- vzájemné uznávání těch národních pravidel, která nejsou harmonizována,
- národní kompetence v oblasti výkonu dohledu a nově princip kontroly primárně domovským regulačním orgánem u bank působících ve více zemích EU a
- o předpoklad úzké spolupráce mezi národními regulátory.[18]

Tyto zásady vycházejí z primární role členských států (národních regulátorů) ve finanční regulaci a dohledu a předurčují institucionální formy a strukturu pro slaďování pravidel finanční regulace, standardů výkonu dohledu nad finančními institucemi a trhy a pro výměnu informací mezi regulatorními institucemi a jejich každodenní spolupráci.

Takové uspořádání představuje v současnosti především tzv. Lamfalussyho proces, který byl zahájen v červnu 2000 rozhodnutím Rady ministrů financí (ECOFIN) o ustavení výboru 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 přijata Evropskou radou na jejím summitu ve Stockholmu. Vyúsťuje v doporučení posílit integrační funkci institucionální infrastruktury finančních trhů (rovnost podmínek konkurence, transparentnost, atraktivita přeshraničních operací atd.) opatřeními na čtyřech úrovních (které představují podstatu Lamfalussyho konceptu – nazývaného někdy také „four level concept“ [19]):

---

[16] European Commission, 2005, Annex 1.

[17] Instruktivní přehled vývoje harmonizace finanční regulace v evropském právu podává Avila (2003), str. 12–17.

[18] Srovnej Padoa – Schioppa (2002, str. 32).

[19] Tento koncept byl původně navržen pro oblast kapitálových trhů kolektivního investování. Rada ministrů financí (ECOFIN) jej zhodnotila velmi pozitivně a v prosinci 2002 doporučila Komisi, aby:

a) nový koncept byl aplikován 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 :

- Výbor regulátorů, který bude zprvu pouze poradním orgánem a později obdrží i prerogativa v rámci legislativního procesu evropského práva.
- 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.

1. na úrovni právních norem, tj. nařízení a směrnic ES, schvalovaných Evropskou radou a Evropským parlamentem na základě Smlouvy o založení evropských společenství (tzv. co-decision process), které zpravidla obsahují i zmocňovací ustanovení (propůjčené EK) pro úroveň č. 2,
2. prováděcích předpisů, které EK vydá s cílem, aby technické aspekty směrnic držely krok s dynamickým vývojem finančních trhů,
3. v rámci posílení kooperace mezi národními regulátory s cílem sladit postupy při implementaci evropských právních norem při výkonu dohledu a
4. zvýšení úsilí EK a členských států při vynucování evropského práva (v této oblasti).

Finanční systém České republiky

Finanční systém České republiky je úzce integrován do evropského trhu jak institucionálně (vstupem do Evropské unie Česká republika přijala závazek respektovat základní principy jednotného evropského trhu finančních služeb), tak ekonomicky (v domácím bankovním sektoru a celém finančním systému hrají velmi významnou úlohu finanční skupiny z vyspělých členských států Evropské unie). Následující údaje charakterizují jeho tři nejvýznamnější rysy:

První: tuzemský finanční systém je založen na bankách, jejichž aktiva v roce 2004 představovala téměř tři čtvrtiny aktiv finančního systému. To je zřejmé z Tabulky 3, která také ukazuje, že podíl bankovních aktiv dlouhodobě velmi zvolna klesá, a to hlavně na úkor růstu podílu pojišťoven, penzijních fondů a leasingových společností. Malá váha kolektivního investování v alokaci úspor v České republice (ve vztahu k řadě vyspělých zemí) indikuje, že trend poklesu podílu bankovních aktiv na aktivech celého finančního systému se pravděpodobně udrží i do budoucna.

Tabulka 3

Struktura finančního systému České republiky

Finanční instituce/Podíl na aktivech finančního sektoru v %/rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Banky	78,8	82,1	81,4	80	81	77,5	75,9	74	74,1
2. Družstevní záložny	0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0	0	0,1
3. Pojišťovny	5	4,8	4,9	5,4	5,8	6,3	7,2	7,6	8,3
4. Investiční společnosti, investiční a podílové fondy	8,1	6,3	4,2	4,8	3,4	2,8	3,9	3,3	3
5. Penzijní fondy	1	0,9	1,1	1,3	1,4	1,7	2,1	2,4	2,9
6. Leasingové společnosti	4,1	3,9	4,6	4,5	4,1	5,5	5,8	6,1	6,3
7. Ostatní nebankovní finanční společnosti	3	2	3,6	3,7	4,2	6,1	5,1	6,5	5,4

Zdroj: ČNB

Druhý: velkou úlohu v domácím finančním systému hrají bankovní finanční skupiny (ve své obvyklé podobě zahrnuje bankovní finanční skupina banku, stavební spořitelnu, pojišťovnu, investiční a také leasingovou společnost). Podíl bankovních finančních skupin na aktivech finančního systému činí prakticky 60 procent, přičemž aktiva finančních skupin čtyř největších bank představují více než polovinu aktiv finančního systému.

Tabulka 4

Podíl bankovních a dalších skupin na aktivech finančního systému České republiky

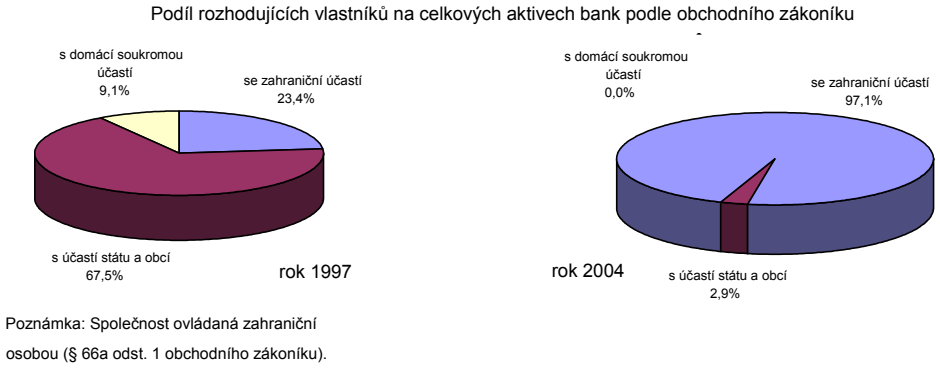
	2001	2002	2003	rok 2004
Aktiva finančních skupin čtyř velkých bank	62,01	52,66	52,28	51,44
Aktiva dalších čtyř bankovních finančních skupin	6,21	6,11	6,66	7,79
Ostatní aktiva finančního systému	31,78	41,24	41,06	40,77
Celkem aktiva finančního systému	100	100	100	100

Zdroj: ČNB

Třetí: dominantní úlohu v bankovním sektoru hraje zahraniční kapitál. Zatímco v roce 1997 zahraniční investoři přímo anebo nepřímo kontrolovali přibližně čtvrtinu aktiv, po privatizaci velkých bank se tento podíl zvýšil na 97%.

Graf 2

Přímá a nepřímá kontrola aktiv bankovního sektoru České republiky zahraničními investory



Projekt integrace dozoru nad tuzemským finančním systémem

Rozhodující podněty pro integraci dozoru nad finančním trhem v tuzemsku přicházejí z vývoje a struktury našeho finančního systému a současně se týkají účinnosti finanční regulace a dohledu a jeho nákladové efektivity. Určité podněty pro integraci dozoru nad tuzemským finančním systémem však vycházejí i ze zkušeností se začleněním Ministerstva financí, Komise pro cenné papíry a České národní banky do práce struktur Lamfalussyho procesu („nadnárodní integrace“). I když se v současnosti nejeví jako rozhodující, existují indicie, které ukazují, že jejich význam

do budoucna poroste. Patří k nim hlavně dosavadní zkušenosti s rozdělením kompetencí mezi orgány domovského a orgány hostitelského dohledu získané při projednávání direktivy ES, kterou se v bankovnictví a v oblasti kolektivního investování bude implementovat nový koncept regulace a dohledu známý jako Basel II[20]. Lze totiž očekávat, že integrace dozoru vytvoří lepší podmínky jak pro slaďování prezentace zájmů České republiky ve strukturách Lamfalussyho procesu, tak i pro operativní spolupráci se zahraničními regulátory, a to zejména v oblasti konsolidovaného dohledu.

Konkrétně tyto podněty vyplývají zejména:

- z velké váhy finančních skupin ve finančním zprostředkování a s tím spojené potřeby konzistentního dohledu na konsolidovaném základě. Hlavní přínos slučování regulátorů spočívá v tom, že se firmy ve skupině i vazby mezi nimi dostanou pod dohled jednoho regulátora. To z pohledu spojeného dohledu zvyšuje transparentnost procesů a jejich řízení v rámci finančních uskupení, která vytváří prevenci a usnadňuje odhalování nekalých praktik;
- z potřeby konzistentní politiky (tj. „stejných měřítek“, odstranění případných mezer i duplicit) dohledu ve vztahu k různým odvětvím finančního zprostředkování, tj. k bankovnictví, k pojišťovnictví a k investování na kapitálovém trhu při co nejmenší administrativní zátěži regulovaných subjektů. To otevírá i možnost sjednocení pravidel obezřetného podnikání pro dozorované instituce, pokud to lze, zjednodušení a zpřehlednění legislativy týkající se finančního trhu, standardizace metod a postupů výkonu dozoru a tím i odstranění nerovných konkurenčních podmínek pro podnikání finančních institucí, pokud nabízejí srovnatelné nebo zastupitelné služby (a přitom nepředstavují významně rozdílné systémové riziko);
- z možnosti dosažení lepšího monitoringu finančního sektoru z jednoho místa, které jednak usnadní provádění analýz finančního sektoru, spolehlivosti jeho jednotlivých segmentů a hodnocení jeho stability a odolnosti proti finančním krizím jako celku;
- ze skutečnosti, že spojený regulátor dosahuje úspory z rozsahu a efektivněji využívá technické a lidské zdroje;
- z rostoucí složitosti nabízených finančních produktů a zvyšujícího se rizika ztrát spojených z obchodováním s nimi. To i na straně dozoru vyžaduje vysokou a nákladnou specializaci pracovníků, kterou je vhodné využít v různých oborech dozoru;
- z potřeby jednotné prezentace domácích specifik (problematiky) v evropských institucích a efektivního (synchronizovaného) zavádění dohodnutých pravidel v domácím prostředí.

Dne 12. května 2004 vláda rozhodla svým usnesením č. 452 o postupné integraci státního dozoru nad finančním trhem České republiky. Po první etapě integrace, která nyní probíhá, bude následovat druhá etapa, v níž dojde (k datu přistoupení České republiky k Hospodářské a měnové unii EMU) k integraci do jediné instituce integrovaného dozoru (jednotného regulátora). Otázku, která instituce se stane jednotným regulátorem, ponechalo vládní usnesení otevřenou s tím, že o umístění integrovaného dozoru vláda rozhodne do 31. prosince 2006, kdy schválí projekt druhé etapy integrace dozoru nad finančním trhem.

Pokud tuto otázku posuzujeme z hledisek uvedených v této stati, existují významné důvody pro to, aby dozor nad celým finančním trhem České republiky byl umístěn v České národní bance. Mezi ty hlavní patří:

[20] Viz European Commission (2005).

1. Finanční systém založený na bankách: Finanční systém České republiky se opírá o banky a ani z pohledu vzdálenější budoucnosti tomu nebude jinak. Aktiva bank a poboček zahraničních bank představují tři čtvrtiny aktiv finančního systému. Aktiva bankovních finančních skupin představují přibližně dvě třetiny aktiv finančního systému. To znamená, že prostřednictvím těchto skupin hrají banky dominantní anebo velmi významnou roli i v kolektivním investování, v pojišťovnictví a v penzijním připojištění. Česká národní banka, která vykonává bankovní dohled, a to včetně dohledu na konsolidovaném základě, zaujímá proto klíčové postavení ve finanční regulaci a dohledu. To ospravedlňuje ambice na převzetí zodpovědnosti za regulaci a dohled nad celým finančním trhem České republiky.

2. Postavení, zdroje a zkušenosti ČNB: Česká národní banka má nezávislé postavení, které odpovídá příslušným mezinárodním standardům, má vybudovanou kvalitní infrastrukturu a technické kapacity a disponuje také lidskými zdroji s velkými zkušenostmi z bankovního dohledu. To vytváří dobré předpoklady pro to, aby efektivně regulovala celý tuzemský finanční trh a vykonávala nad ním dohled.

3. Synergie péče o finanční stabilitu s funkcemi finanční regulace a dohledu: Při jakémkoliv institucionálním uspořádání platí, že funkce věřitele poslední instance a zodpovědnost za finanční stabilitu náleží centrální bance, ať už je či není pověřena dohledem. Spojení péče o finanční stabilitu a funkce věřitele poslední instance na jedné straně s regulací a dohledem nad celým finančním trhem na straně druhé má pak významné přednosti jak z hlediska rozhodování v krizových situacích, tak i z hlediska monitorování finanční stability a podnětů pro řízení měnové politiky. Pregnantně to vyjádřil guvernér Bank of England E. George: „Měnová stabilita a finanční stabilita jsou na sobě navzájem závislé. Je nepředstavitelné, aby měnově politická autorita klidně sledovala svůj měnově politický cíl ve chvíli, když před jejíma očima kolabuje finanční systém, jehož prostřednictvím se měnová politika realizuje a jenž zajišťuje vazbu měnové politiky na reálnou ekonomiku.“[21]

Závěrem

Finanční globalizace a v jejím rámci i vývoj evropského trhu finančních služeb přinášejí významné výzvy pro rozvíjení finanční regulace a dohledu v podmínkách České republiky. Na ně je nutné reagovat nejen v běžné činnosti všech regulatorních institucí, které v současnosti Česká republika má, ať už se týkají koncepčního rozvoje příslušných oblastí regulace nebo každodenního výkonu dozoru nad těmito oblastmi finančního trhu. Nemenší důležitost má i perspektiva institucionálního vývoje finanční regulace a dohledu, který do značné míry spoluurčí výkonnost a efektivnost dohledu nad finančním sektorem. Probíhající změny i očekávané trendy ukazují, že jim je přiměřenější integrace dohledu do jedné dozorové instituce. Je samozřejmé, že nezávislé postavení takové instituce musí být důsledně vyváženo mechanismy odpovědnosti vůči Parlamentu a úzké koordinace politiky regulace a dohledu s vládou.

Literatura

ÁVILA, R.(2003): „Finance and Growth in the EU: New evidence from the liberalisation and harmonisation of the banking industry Working paper ECB no. 266, European Central Bank, Frankfurt am Main.
Zpřístupněno na internetu: www.ecb.int.
BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2005): „The 2004 Triennal Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Aktivity.“ Bank for international settlements, Basel.
Zpřístupněno na internetu: www.bis.org.publ/rpfy05.htm.

[21] Citováno podle Briault, C.: The rationale for Single National Financial Regulator, FSA, Occassional paper 2, May 1999, str. 29.

BORIO, C., FURFINE, C. and LOWE, P. (2001): „Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", in *BIS Papers*, no. 1, pp 1-57. Bank for international settlements, Basel. Zpřístupněno na internetu: www.bis.org
EUROPEAN COMMISSION (2005): „Green Paper on Financial Services Policy (2005 - 2010).
Zpřístupněno na internetu:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm
EUROPEAN COMMISSION (2005): „Proposal for DIRECTIVES OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL Re-casting Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions."
Zpřístupněno na internetu: http://europa.eu.int/
FAVARA, G. (2003): „An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth." IMF Working paper 03/123. International Monetary Fund. Zpřístupněno na internetu: www-imf.org.
GROSS, D. (2001): „Financial intermediation: a contributing factor to economic growth and employment." International Labour Office, Geneva.
Zpřístupněno na internetu: www.ilo.org/public/english/ employment/finance/download/gross.pdf
HARTMAN, P., MADALLONI, A., MANGANELLI, S. (2003): „The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives." ECB working paper no. 230, European Central Bank, Frankfurt am Main.
Zpřístupněno na internetu: www.ecb.int
HM Treasury, FSA, Bank of England (2004): „After the EU Financial Services Action Plan: A new strategic approach." London. Zpřístupněno na internetu: bankofengland.co.uk/publications/other/europe/publications.htm
INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005): „World Economic Outlook." IMF, Washington D.C.
Zpřístupněno na internetu: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/01/index.htm
ISSING, O. (2000): „The globalisation of financial markets." European central bank, Frankfurt am Main.
Zpřístupněno na internetu: http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp000912_2.en.html
KING, B. and LEVINE, R. (1993): „Finance and Growth: Schumpeter Migth be Right," *Quarterly Journal of Economics,* Vol 108, pp.117 -138.
LEVINE, R. (1997): „Financial development and economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature*. 30 June pp. 688-726.
PADOA – SCHIOPPA, T. (2002): „Central bank and financial stability: exploring a land between." Second ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.
Zpřístupněno na internetu: http://www.ecb.int/
TRICHET, J. C. (2001): „Preserving financial stability in an increasingly globalised world." Fifth European Financial Markets Convention, Paris.
Zpřístupněno na internetu: www.fese.be/initiatives/speeches/2001/efmc2001_trichet_speech.htm

Budoucnost dohledu nad finančními trhy

Tomáš Prouza

Integrace dozorů v ČR

- současný stav dozoru
- integrace, díl první
- integrace, díl druhý
- důvody změn
- nebezpečí změn

Současný stav

- čtyři dozorové instituce
  - Česká národní banka
  - Ministerstvo financí
  - Komise pro cenné papíry
  - Úřad pro dohled nad družstevními záložnami

- rozdílné procesy, pravomoci, priority, financování a filozofie
- Výbor pro koordinaci dohledu

Integrace

- bankovní a nebankovní regulátor
- ČNB přebírá dohled nad "kampeličkami"
- vzniká Komise pro finanční trh
- platnost od 1. ledna 2006
- dočasný stav daný politickou nutností
- vznik jednotného regulátora zodpovědného za celý finanční trh
- okolo roku 2010 (spolu s přijetím eura)
- vyřešení otevřených otázek

Otevřené otázky

- rozdělení rolí
  - primární legislativa
  - sekundární legislativa a dozor
  - ochrana spotřebitele

- nepokryté oblasti
  - spotřebitelské úvěry a hypotéky
  - nebankovní půjčky
  - leasing

Důvody pro integraci

- posílení kapacity (finanční skupiny)
  - rozdělené dohledy zaostávají za integrujícím se sektorem
- posílení výměny a využití informací
  - správné informace u nesprávného dozoru
- lepší řízení risk managementu
  - monitorování celého segmentu, spolupráce se zahraničím
- harmonizace regulatorních standardů
  - snižování nákladů, jednotná pravidla a požadavky
- lepší efektivita a nižší náklady
- odstranění soutěžení mezi dozory (věcné i lidské)
- kvalitnější práce s lidskými zdroji
- jasná odpovědnost za výkon dozoru

Rizika integrace

- období nejistoty – odchod klíčových pracovníků
- špatné legislativní zajištění
- špatné technologické zajištění
- dlouhé období bezvládí – pozornost upřena na interní procesy dozoru
- větší byrokracie a rigidita
- nedokonalá corporate governance

Ne/závislost dozoru

- odpovědnost za funkční finanční trh

  - politická: vláda
  - věcná: vedení dozorové instituce
- nezávislé vedení dozoru
- otázka veřejné kontroly
- financování dozorové instituce

Příspěvek uveřejňujeme v přepisu původní verze Power Pointu předložené v programu.

Integrace dozoru
Pavel Hollmann

Integrace dozoru nad finančním trhem je často skloňovaným tématem nejen u nás. Přestože v některých evropských zemích, především skandinávských, má poměrně dlouhou tradici, trend integrovat dozor nad finančním trhem se začal projevovat především v posledních deseti letech. Již to zároveň naznačuje, že není mnoho zkušeností z činností integrovaných dozorů, a přihlédneme-li k určitým rozdílům a specifickým rysům každého dozorovaného trhu, pak lze dovodit, že při hledání optimálního uspořádání dozoru není mnoho zkušeností, o které se lze spolehlivě opřít.

I. Očekávání

Zřejmý je fakt, že integrace dozoru je spojena s velkým očekáváním všemi participujícími stranami. Ať už jsou to dozorované subjekty, regulátor, investor nebo i dozorová instituce. Integrace je pojímána mnohdy jako jakýsi všelék na neduhy regulace a dozoru finančního trhu, jako všelék na nejednotnost přístupů a postupů dozorujících institucí (u nás jsou to čtyři: Česká národní banka, Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, Komise pro cenné papíry, Úřad pro dohled nad družstevními záložnami), na vysoké regulatorní náklady dopadající na dozorované subjekty, na reportování stejných dat různým institucím, na tu více, tu méně závažné nedostatky komunikace mezi dozorujícími institucemi.

Všelék integrace v mnohém připomíná „všelék“ penicilin v počátcích jako aplikace. Avšak zapomíná se na to, že neexistuje univerzální lék, že účinky i toho „nejuniverzálnějšího“ léku jsou omezené a že je nutno připustit, že i ten nejlepší lék může mít či má vedlejší účinky. A termín „vedlejší účinky“ je vlastně marketingový výraz pro negativní účinky. Z tohoto pohledu je nezbytné účinky léku – integrace - posuzovat. Lék „Integrace“, není univerzální, má omezené a vedlejší účinky. Užití derivátů tohoto léku, jednotlivých modelů integrace a časování jejich nasazení pak záleží především na tom, který hlavní neduh chceme léčit a které vedlejší účinky (negativa) považujeme za minoritní a akceptovatelné.

Ale zpět k očekávání. Záměrně vynechávám očekávání dozorových institucí, protože při vší úctě k jejich úrovni a objektivitě může být tento názor ovlivněn subjektivními vlivy. Budu se proto zabývat očekáváním tří základních skupin. Tyto skupiny reprezentují zásadní a rozhodující požadavky na funkci, resp. uspořádání dozoru. Požadavky a potřeby, které vlastně rozhodnou o tom, jaký druh léku, jaký druh modelu integrace se použije.
Těmito třemi zmíněnými skupinami jsou: (i) uživatelé, reprezentující dozorované subjekty, investory, emitenty apod., (ii) občané – daňoví poplatníci a (iii) stát, zodpovědný za vytvoření vhodných podmínek pro řádnou funkci finančního trhu.
Po bližším zkoumání očekávání, potřeb, požadavků těchto tří skupin lze nalézt společný průnik jejich zájmů na poli finančního trhu – kvalitu dozoru (v nejširším slova smyslu) a úspory nákladů

(ať už přímo na výkon činnosti dozorovaných institucí či regulatorních nákladů dopadajících na dozorované subjekty).

Řešení každého složitějšího problému - a sem integrace dozoru rozhodně patří - vyžaduje nezbytně určitá zjednodušení a nalezení byť do určité míry nepřesných, jednoduchých kritérií k posouzení vhodnosti navrhovaných, respektive použitých modelů uspořádání. Zlepšení kvality a úspor v činnosti dozoru lze zjednodušeně měřit například těmito třemi kritérii: náklady na činnost, administrativní zátěží a úrovní efektivity dozoru.

Náklady na činnost rozhodně zahrnou, mimo snížení celkových výdajů státního rozpočtu, rovněž i míru snížení nákladů účastníků trhu a mohou zahrnout i úroveň snížení počtu pracovníků státního aparátu. V kategorii „Administrativní zátěže“ pak lze konkretizovat např. redukce informační povinnosti, sjednocení metod dozoru a nižší regulatorní zátěž. Poslední kategorie může být například naplněna vyšší ochranou investic, podmínkami pro kvalitativní růst dozoru, zvýšením transparentnosti dozoru.

Pro posouzení vhodnosti toho kterého modelu integrace je potřeba provést test nastavenými kritérii. To je jistě nesporné. Předmětem diskuse naopak může být výběr kritérií a stanovení jejich váhy. Co subjekt na trhu, to názor. Zodpovědnost za finalizaci měřítek musí patřit (s nezbytným ohledem na odborná vyjádření ostatních zainteresovaných) státu z titulu jeho nezastupitelné role a zodpovědnosti.

II. Integrace dozoru, vytvoření KFT

Usnesením vlády ČR bylo rozhodnuto o dvou krocích integrace dozoru. Výrazem toho je i tzv. změnový zákon, který byl v minulých dnech předložen k projednání Parlamentu. Z něho, mimo jiné, vyplývá, že na finančním trhu se objeví instituce s novým názvem „Komise pro finanční trh“. Je to nový název pro dozorovou instituci, jíž bude vlastně dnešní Komise pro cenné papíry, do které bude integrován dozor nad pojišťovnami a část dozoru nad penzijními fondy. A právě touto a jen touto částí prvého kroku integrace se chci krátce zabývat.

Vznik integrovaného dozoru nad kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijními fondy zastřešený jedinou institucí je v našich úvahách spojen jednak s minimalizací ztráty výkonnosti sjednocené instituce a současně i se získáním synergických efektů z integrace. Předpokládáme, že při plném respektování know-how dosavadního dozoru nad pojišťovnictvím a penzijními fondy a respektování jeho nositelů, bude část Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění začleněna jako ucelený samostatný celek do struktury Komise s tím, že průnik společných servisních či odborných činnosti bude zdrojem přímých či nepřímých úspor, mezi něž zahrnuji např. snížení provozních nákladů, snížení regulatorních nákladů, sjednocení dozorových postupů, sjednocování reportování. Čím mohou být měřeny? Např. tolik populárním počtem pracovníků, náklady na činnost dozoru, kvalitou dozoru. To se rozhodně projeví, ale dlužno upozornit, že ne ihned, ke dni integrace, ale až po určité době, či zčásti až po realizaci finálního kroku integrace.

III. Druhý krok integrace

V zásadě lze rozdělit možné modely finálního uspořádání integrovaného dozoru do následujících pěti základních modelů:

- nezávislá dozorová autorita NDI,
- plná integrace dozoru v ČNB,
- specifické „autonomní“ postavení dozoru v ČNB,
- statut quo,

- funkcionální uspořádání.

Schematicky jsou tyto modely znázorněny na následujících obrázcích (obrázky 1 – 4).

Podíl různých modelů uspořádání sjednoceného dozoru v zahraničí je, dle dostupných údajů, zhruba následující:
- 46 % (semi-) sektorové uspořádání,
- 40 % plná integrace mimo centrální banku,
- 7 % integrace do centrální banky,
- 7 % funkcionální uspořádání.

(Údaje se týkají 79 států).

To by zdánlivě mohlo být vodítkem, ale jak již uvedeno v úvodu, zkušenost s jednotlivými modely, vzhledem k jejich poměrně nedávné realizaci, vypovídající tohoto rozdělení značně omezuje. Možná více by mohly napovědět současné trendy. Co však říkají? Existuje značná polarizace a poslední realizovaná řešení spadají jak do modelu osamostatnění jediné dozorové instituce, mj. vyčlenění části dohledu z národní banky (Velká Británie, Japonsko atd.), tak do modelu posílení dozorové činnosti centrální banky (Irsko, Slovensko atd.).
Zdá se, že zahraniční „zkušenosti“ nám v řešení příliš nepomohou.

Co by mělo být v České republice vzato v úvahu:

- kapitálový trh v České republice je poměrně malý, a to platí do určité míry i pro pojišťovnictví a penzijní fondy,
- lze (opět s určitou možnou chybou) sledovat růst míry integrace do národní banky s klesající velikostí finančního trhu,
- existuje významná vazba zvoleného řešení na celkové náklady na činnost dozoru (zvláště ze státního rozpočtu),
- převaha komerčního bankovnictví na finančním trhu v tzv. „nových“ zemích EU, tedy i ČR,
- nezbytnost zajištění zdrojů pro technické, provozní a personální vybavení dozorové instituce,
- vývoj sjednoceného dohledu v představách EU,
- vstup ČR do euro zóny,
- politické faktory – nezávislost dozoru.

Který model může být vyhovující?
Z mého pohledu lze hovořit o třech: status-quo, nezávislá dozorová instituce, integrace do ČNB.

Prvý model je a bude stále jen mezistupněm a domnívám se, že je jen modelem pro přechodné, kratší či delší období. Ve svých úvahách si dovedu představit oba zbývající modely. Nezávislou dozorovou instituci i integraci do ČNB jako finální řešení.

Ale oba modely si dovedu představit jen za určitých podmínek. A kdybych měl podmíněnost úspěšného fungování jednoho či druhého modelu vyjádřit pouze v jediné, základní podmínce, pak:

(i) nezávislou dozorovou instituci tehdy a jen tehdy, když bude vyřešeno její dostatečné financování; financování její činnosti technické i správní a v neposlední řadě financování prostředků pro lidské zdroje na konkurenceschopné úrovni, ve srovnání s podmínkami na

finančním trhu. A pokud mám dodat mé současné cítění, pak očekávat toto v rámci státní správy není příliš reálné;

(ii) plně integrovaný dozor v ČNB tehdy a jen tehdy, když by bylo vhodně voleno „autonomní“ postavení v národní bance, mj. tak, aby se postupně neztratila nezbytnost respektování zvláštního charakteru dozoru nad subjekty kapitálového trhu ve srovnání např. s dohledem nad bankovnictvím.

Vynechal jsem zatím ještě jeden zmíněný model, tzv. „funkcionální uspořádání“ (v rámci EU je uplatněn především v Holandsku). Jistě zaslouží detailní rozbor a má bezesporu pozitivní vlastnosti, ale z pohledu integrace dozoru se domnívám, že v sobě skrývá i několik úskalí: (i) riziko překrývání kompetencí a činností, (ii) vyšší náklady na dozor, problémy s koordinací postupu vůči dozorovaným subjektům, (iii) riziko nejasnosti vymezení kompetencí.

Riziká regulácie v minulosti a budúcnosti
Lubor Malina[22]

Ak pripustíme, že regulácia podnikania vo finančnom sektore je potrebná, potom je legitímna aj ďalšia otázka, aké sú riziká spojené s touto činnosťou. Riziko budeme chápať v jeho negatívnom vymedzení, t.j. ako potenciálnu stratu, tak ako je to v oblasti riadenia rizík vo finančnom sektore obvyklé.

Ak sa zamyslíme nad minulosťou regulácie, zistíme, že jej zmeny či už v miere alebo obsahu, sú väčšinou vyvolávané ako reakcia na systémovú krízu, alebo na dosiahnutie istej úrovne rozvoja finančného sektora, jeho nástrojov alebo štruktúry. Prekročenie národných hraníc vyvolalo tlak finančných inštitúcií na konvergenciu regulačných podmienok v istom segmente svetového finančného sektora, ktoré viedlo ku uzavretiu tzv. Konkordátu a neskôr ku prijatiu regulačného rámca známeho aj ako Bazilej I. Krízy osemdesiatych rokov viedli v roku 1991 ku prijatiu zákona Kongresu USA, ktorý postavil prevenciu ako najvýznamnejší princíp regulácie. Okrem iného oficializoval napríklad ratingy ako povinný nástroj pre ohodnotenie rizikovosti finančnej inštitúcie. Krach známej britskej súkromnej banky Barings, z dôvodu uprednostnenia obchodnej činnosti na úkor obozretného riadenia banky, je dodnes frustrujúcim faktorom pre regulátorov. Nie je prekvapujúce, že požiadavka na segregáciu obchodnej činnosti od jej kontroly je dnes jadrom každého fungujúceho systému riadenia rizík.

Všetky tieto prístupy majú jeden spoločný nedostatok, sú to opatrenia prijímané a posteriori a ako také sú výsledkom vplyvu pôsobenia rizikových faktorov na reguláciu v minulosti.

Začnime popisom situácie v slovenskom bankovom sektore v minulosti. Ak hovoríme o minulosti, máme na mysli obdobie od vzniku bankového sektora do privatizácie najväčších bánk, t.j. asi do roku 2001. Situácia na Slovensku nebola nijako výnimočná a charakterizuje väčšinu problémov v celom regióne. K 31. decembru 1994 bola bilančná suma bankového sektora asi 505 mld. SKK. Veľké banky vlastnené štátom sa na tejto sume podieľali 65%. Vplyv zahraničných vlastníkov bol ohraničený, na základnom imaní v sektore sa podieľali iba 23%. Je možné povedať, že bankový sektor bol pod štátnou kontrolou. Toto predstavovalo prvé a najvýznamnejšie riziko regulácie v tomto období. Druhým faktorom, ktorý silne podmieňoval

[22] Názory prezentované v tomto príspevku sú osobnými názormi autora a nereprezentujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

riziko regulácie, bola nedostatočná úroveň manažmentu a neskúsenosť výkonných pracovníkov vo veľkej časti bankového sektora. Vzhľadom na minulosť je to pochopiteľné, veď s trochou preháňania možno povedať, že do roku 1989 bola jedinou skutočnou bankou pobočka Živnobanky v Londýne. Sám o sebe by faktor neskúsenosti a nedostatočnej kvality riadiacich pracovníkov nemusel byť systémovo-rizikovým faktorom. Avšak nástroje regulácie boli viacmenej mechanicky prevzaté z rozvinutých ekonomík a predpoklad istej minimálnej úrovne regulovaných aj regulujúcich pracovníkov v nich bol implicitne obsiahnutý. Tento predpoklad ale nebol naplnený.

Spoločným fenoménom každého primitívneho štádia regulácie je snaha o regulovanie každej úrovne detailu. V kombinácii s nedostatočnou expertnou úrovňou ale nefungujú spätné väzby, ktoré sú v regulácii obsiahnuté. Regulácia sa stáva formálnou, je redukovaná na kontrolu v úzkom zmysle slova a roztvárajú sa „nožnice“ medzi expertnou úrovňou regulovaného a regulujúceho subjektu. To znemožňuje účinné pôsobenie tzv. „presvedčovania“ (*moral suasion*) a otvára cestu pre priame zasahovanie individuálnych vlastníckych záujmov do výkonu regulácie. Pri takej štruktúre bankového sektora, aká bola v spomínanom období v celom stredoeurópskom regióne, to značí neúmerné zasahovanie politickej moci do obchodnej činnosti a funkčnosti bankového a finančného sektora. Dôsledkom takmer bez výnimky býva nízka kvalita aktív bankového sektora, ktorá sa prejavuje jednak vysokým podielom nesplácaných pohľadávok a vo výkaze ziskov a strát neúmerným podielom tzv. rozpúšťania opravných položiek a rezerv do zisku. Môže sa to zdať paradoxné, veď je legitímnou otázkou, z čoho sa rozpúšťané opravné položky vytvorili. Napriek tomu je to logické, pretože pri danej vlastníckej štruktúre boli tieto zdroje tvorené väčšinou na úkor daňových poplatníkov, v rámci rôznych „reštrukturalizačných“ alebo „ozdravných“ projektov. Odpoveď na jednoduchú otázku, či daná banka je schopná pokryť svoje náklady spojené s bežnou prevádzkou z výnosov tejto prevádzky, býva dobrým indikátorom jej životaschopnosti, nezávislej na externej pomoci. Priama cena, ktorú bola nakoniec potrebné zaplatiť za toto riziko regulácie, bola viac ako 110 mld. SKK vo forme úverov, o ktoré bolo treba očistiť portfóliá bánk v štátnom vlastníctve pred ich privatizáciou.

Aké teda boli riziká regulácie v minulosti? V prvom rade prevzatie takého rámca a nástrojov regulácie, pre ktorého použitie v danej krajine nie sú splnené nevyhnutné predpoklady. Medzi faktory, ktoré splnenie, resp. nesplnenie takýchto predpokladov ovplyvňujú, patrí najmä:

- nedostatočná expertná úroveň manažmentu a pracovníkov regulovaných a regulujúcich inštitúcií,
- silné zasahovanie väčšinovej skupiny vlastníkov do výkonu regulácie (najmä politickej moci, ale môže to byť aj silná globálna finančná skupina),
- nedostatočná spätná väzba medzi činnosťou, jej reguláciou a očakávaným výsledkom regulácie.

Druhým rizikom, ktoré ale nemôžeme oddeliť od predchádzajúceho, je miera nezávislosti regulačnej inštitúcie. A to inštitúcie ako takej, ale aj jej manažmentu a pracovníkov v rovine expertných znalostí. V prvom rade treba jasne deklarovať, že každý regulátor má toľko nezávislosti, koľko je jej hoden. V dnešnom svete a asi ani v minulosti neexistuje absolútna nezávislosť. Podstatné je, či regulácia je v dohodnutom a zákonnom rámci nezávislá alebo nie. Všetky vyššie uvedené faktory, ktoré ovplyvňujú prvé riziko regulácie, platia aj pre toto druhé riziko. Preskočme popis prítomnosti a pokúsme sa analyzovať, aké by z nej mohli vyplynúť riziká regulácie v budúcnosti.

Základným rizikom regulácie v budúcnosti sú novelizované smernice 2000/12/EC a 93/6/EEC. Pokúsme sa objasniť toto tvrdenie. Jedným zo základných znakov regulácie bolo, že reaguje až na krízové javy, ktoré nastali. V prevažnej miere je to teda regulácia a posteriori. A to i napriek

tomu, že od konca osemdesiatych rokov sa snaží zasahovať preventívne, najmä v najrozvinutejších ekonomikách sveta. Za celé obdobie existencie regulácie existujú iba veľmi krátke obdobia „mieru“, kedy expertná úroveň regulujúceho aj regulovaného subjektu sú približne rovnaké. Toto obdobie netrvá nikdy príliš dlho a jedno prežívame práve teraz. Existencia efektu „roztvárajúcich sa nožníc“ je prirodzeným fenoménom, ktorý vyplýva z rozdielu cieľov regulujúceho a regulovaného subjektu. Na jednej strane prirodzená stratégia obchodnej dravosti a dosahovania napríklad udržateľného rastu trhovej hodnoty, na druhej strane vytváranie ohraničení, tak aby sa inštitúcia pohybovala v daných hraniciach bankového časopriestoru. Metódy, ktoré sa používajú na meranie pozície, nemusia byť rovnaké a okrem spomínaných období „mieru“ ani také nebývajú. Ak by regulujúci orgán chcel byť „predvídavý“, musel by vlastne mať dostatočnú expertnú úroveň na riadenie veľmi kvalitnej inštitúcie a nahradenie akéhokoľvek manažmentu. Ale cieľ regulácie inštitúcie nie je v riadení regulovanej inštitúcie, ide skôr o poznanie jej činnosti. Tam, kde finančná inštitúcia získava podnety pre svoj rozvoj z činnosti konkurentov, regulujúca inštitúcia naráža na zásadné bariéry legálneho systému, v ktorom pôsobí, národných hraníc, histórie a spoločenskej tradície. Rozvoj poznania efektívnych metód regulácie nových aktivít je viazaný na ich prítomnosť v regulovanom sektore. Preto vzniká spomínaný efekt roztvárajúcich sa nožníc a rastie riziko neefektívnosti regulácie.

Bankový sektor na Slovensku sa oproti stavu v roku 1994 výrazne zmenil. Celkový objem aktív bankového sektora k 31. decembru 2004 bol vyše 1 163 mld. SKK. Pritom štát ako vlastník z neho takmer úplne odišiel a na celkovej výške základného imania sa podieľa iba 2 %. Na zahraničných akcionárov (väčšinou z finančného sektora EU) pripadá vyše 90 % podiel. Výrazne sa zlepšila kvalita aktív v sektore a dcérske spoločnosti zahraničných bánk na Slovensku patria k najziskovejším v celej svojich bankových skupinách. V budúcnosti je prirodzené očakávať ďalšiu konsolidáciu v sektore. Podiel troch najväčších bánk na celkovej bilančnej sume sektora je už viac rokov na takmer rovnakej úrovni a podľa charakteru slovenského sektora a európskych trendov je ešte stále príliš veľa vzájomne si konkurujúcich bankových subjektov. Posledné správy o postoji poľskej centrálnej banky v súvislosti so zahájením rozhovorov medzi skupinou HVB a Unicredito naznačujú, že ani prílišná konsolidácia sektora nie je ideálna.

Vstupom Slovenska do EU sa výrazne zmenili podmienky regulácie. Pripomeňme iba princíp tzv. jednotnej bankovej licencie a na ňu viazaný spôsob výkonu dohľadu nad pobočkami zahraničných bánk. Druhým a najvýraznejším faktorom a rizikom regulácie v budúcnosti je pripravovaná novelizácia Smerníc EU 2000/12/EC a 93/6/EEC. Kým doteraz bola organizácia regulácie podriadená národným hraniciam a hraniciam právneho systému, ktorým sa banková skupina podnikajúca vo viacerých štátoch únie musela podriadiť, prijatím Smerníc nastane výrazná zmena. Spôsob výkonu dohľadu sa bude musieť prispôsobiť organizačnej štruktúre bankovej skupiny. Jednoducho povedané, kým doteraz musel národný regulátor rešpektovať jediný právny systém, ten svoj, podľa novelizovaných směrnic, bude musieť rešpektovať minimálne 25 právnych systémov. Základným princípom, ktorý Európska komisia a niekoľko členských štátov silne presadzujú, je tzv. princíp domovského regulátora. Ten zhruba hovorí, že základným režimom regulácie bankovej skupiny je režim platný v tom členskom štáte, kde je sídlo centrály, a regulácie jej súčastí (hosťovský regulátor) ho musia rešpektovať. Navyše nedávno implementovaná európska regulácia o tzv. Societas Europea (štatút európskej spoločnosti) dáva finančným inštitúciám možnosť vo veľmi krátkom čase meniť sídlo a teda aj domovského regulátora. Aj keď sa zdá, že v súčasnosti to nie je pre komerčné banky veľmi pravdepodobné, prípad NORDEA je zatiaľ ojedinelý, nie je vylúčené, že napríklad investičné banky v spojení s rôznymi výhodami národných daňových systémov by v tejto mobilite nenašli záľubu. To ale značí nebezpečenstvo meniaceho sa a rôzne skúseného „domovského“ regulátora

a možnosť vzniku či už regulatórnej arbitráže alebo regulatórnej laxnosti. Ako perspektíva to pre udržanie stability systému rozhodne nie je radostné.

Bankový dohľad NBS už druhý rok pravidelne, raz za štvrťrok, preberá so všetkými bankami najrôznejšie praktické i koncepčné otázky implementácie novelizovaných Smerníc v sektore. Je až zarážajúce, aké vysoké je percento tých bánk, ktoré skutočne používajú vo svojej každodennej činnosti tie metódy a prístupy, ktoré navrhovaný text novelizovaných smerníc určuje pre výpočet regulatórneho kapitálu[23]. Je to jedným zo znakov, že práve prežívame to spomínané obdobie „mieru“, kedy nožnice sú zatvorené. Má to však jednu chybu, nie všetci sú si vedomí dočasnosti tejto situácie. A to až do tej miery, že zo strany európskeho bankového sektora je veľmi silné volanie na stabilizáciu regulácie, tak aby banky mohli stráviť nový rámec regulácie. Zo strany Komisie už zaznel prísľub, že pre najbližšiu budúcnosť nie sú plánované ďalšie zmeny. Prečo sú teda najväčším rizikom regulácie v budúcnosti práve spomínané novelizované smernice? Odpoveď je jednoduchá, je to regulácia, pripravená a vykonávaná v Európe bez národných hraníc a v jednotnom právnom systéme pre Európsku úniu, ktorá je ešte stále iba zjednotením 25 národných právnych a politických systémov. Z tohto dôvodu je pri implementácii potrebné vykonať kompromis, ktorým je stanovenie určujúceho právneho systému systém členskej krajiny sídla centrály bankovej skupiny – princíp domovského regulátora. Vo väčšine nových členských krajín EU je však podstatná časť domáceho bankového sektora tvorená dcérskymi spoločnosťami zahraničných bánk, ktoré sú navyše v rámci skupiny „nemateriálne“ a nevýznamné. V súčasnosti prebieha silná centralizácia rozhodovania a operácií v niektorých významných európskych bankových skupinách. Tieto vyvíjajú silný lobistický tlak jednak na národnej úrovni, ale aj na úrovni únie na odstránenie prekážok pre riadenie celej skupiny nie ako skupiny relatívne samostatných právnych jednotiek, ale ako jednej homogénnej banky. Dôkazom je napríklad tlak na automatické prenášanie rozhodnutí domovského regulátora na všetky súčasti skupiny podľa princípu tzv. vzájomného uznávania (*mutual recognition*) alebo snaha o presadenie nulovej rizikovej váhy pre vnútro skupinové expozície a pod. Vzniká tak riziko transformácie veľkých bankových skupín na „pobočkoidné“ bankové skupiny a riziko degradácie úlohy tzv. „hosťovských“, tj. lokálnych regulátorov. Toto by sama o sebe nebola riziková tendencia, ak by existovala životaschopná alternatíva celoeurópskeho regulátora a ak by s presunom právomocí bol spojený aj presun zodpovednosti. K tomuto však nedochádza.

Ďalším rizikovým faktorom pre budúcnosť je potenciálne ohraničenie výkonu regulácie nad sofistikovanými expozíciami na úroveň dohľadu nad centrálou bankovej skupiny. Tým sa automaticky blokuje prirodzený rast expertnej úrovne regulátorov v EU ako celku, pretože zatiaľ neexistuje účinný a funkčný paneurópsky systém vzájomného odovzdávania expertných skúseností. To ale môže mať za následok riziko vzniku systémovej poruchy v „nemateriálnej“ expozícii, ktoré veľmi rýchlo prerastie do hrozby pre celý finančný systém EU vďaka neexistencii prirodzených bariér, akými môže byť samostatná právna subjektivita jednotlivých súčastí bankovej skupiny.

Posledným rizikom regulácie pre budúcnosť je veľmi subtílne riziko falošnej spätnej väzby pre tvorcov regulácie. V prvých rokoch diskusie o novom rámci regulácie, známom dnes ako Bazilej II, bola v popredí pozornosti najmä technická stránka výpočtu regulatórneho kapitálu, ktorá dostala názov Pilier 1. Aj počet stránok uzatvorenej dohody, ktoré sú venované tejto časti, svedčí o tom, že ide o pomerne náročnú úlohu. Najmä z technickej stránky. A to i kvôli tomu, že z pôvodne relatívne jednoduchého jednofaktorového modelu s predpokladom nekonečnej

[23] Regulatórnym kapitálom nazývame minimálnu veľkosť kapitálu požadovanú reguláciou na pokrytie určených rizík v expozíciách banky.

granularity a nezávislosti ekonomických subjektov sa vplyvom viac alebo menej politických zásahov stal pomerne komplikovaný systém s nie celkom jasnými vzájomnými vzťahmi. Je zaujímavé pozorovať podvedomé tendencie niektorých strán, zúčastnených na tvorbe regulácie v EU, o stotožnenie vnímania regulatórnych a reálnych metód kvantifikácie napríklad očakávanej a neočakávanej straty a ich využitie v dennom procese riadenia banky. Keďže táto časť regulácie je pomerne statická, jej zafixovanie môže spôsobiť urýchlenie efektu roztvárania nožníc medzi regulatórnymi metódami a rozvojom vo finančnom sektore. Je preto životne dôležité, aby formulácie použité pri stanovení regulatórneho rámca boli dostatočne pružné a nestali sa neprekonateľnou prekážkou pre ďalší vývoj v ekonomike. Je viac ako zrejmé, že nositeľom vývoja nie je regulácia, ale inštitúcie podnikajúce vo finančnom sektore.

Nový zákon o integrovanom dohľade nad finančným trhom
Zdeněk Schraml

Dňa 2. decembra 2004 schválila Národná rada SR zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov (ďalej len „zákon o integrovanom dohľade“), ktorým vytvorila legislatívny rámec integrovaného dohľadu nad finančným trhom. Prijatie zákona o integrovanom dohľade vychádza z Koncepcie integrovaného dohľadu nad finančným trhom, ktorú schválila vláda SR svojím uznesením č. 302 zo dňa 27. marca 2002 a Implementačným plánom integrácie dohľadu nad finančným trhom, ktorý vláda SR prerokovala a schválila dňa 21. augusta 2003 svojím uznesením č. 775/2003.

Integrovaný dohľad nad finančným trhom bude od 1. januára 2006 vykonávať Národná banka Slovenska (ďalej len „NBS“). Doterajšia pôsobnosť NBS ako orgánu dohľadu nad bezpečným fungovaním bankového systému sa týmto výrazne rozšíri, a to o pôsobnosť doterajšieho Úradu pre finančný trh (ďalej len „ÚFT“) v oblasti kapitálového trhu, komerčného poisťovníctva a dôchodkového sporenia. Súčasťou integrovaného dohľadu nad finančným trhom bude:

a) bankový dohľad, ktorý v súčasnosti vykonáva NBS,
b) dohľad nad kapitálovým trhom a poisťovníctvom, ktorý v súčasnosti vykonáva ÚFT,
c) dohľad nad subjektmi kapitalizačného piliera povinného dôchodkového poistenia (teda starobného dôchodkového sporenia) a nad subjektmi doplnkového sporenia, ktoré vzniknú transformáciou súčasných doplnkových dôchodkových poisťovní; dohľad nad týmito inštitúciami bude v období do integrácie dohľadu vykonávať ÚFT,
d) regulácia finančného trhu; pre oblasť bankového dohľadu je v súčasnosti NBS oprávnená vydávať vyhlášky a opatrenia; pre oblasť kapitálového trhu a poistenia vydáva vykonávacie predpisy Ministerstvo financií SR, pre oblasť dôchodkového sporenia vydáva vykonávacie predpisy Ministerstvo financií SR a Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny SR s tým, že ÚFT spolupracuje na príprave návrhov týchto vykonávacích predpisov.

Dohľad nad dohliadanými subjektmi bude NBS vykonávať na individuálnom základe, na konsolidovanom základe a ako doplnkový dohľad nad finančnými konglomerátmi, pričom tieto dohľady nie sú totožné a žiaden z týchto dohľadov nenahrádza ostatné (iba sa navzájom dopĺňajú). Zákon o integrovanom dohľade naviac jednoznačne upravuje, že problémy medzi dohliadanými subjektmi a ich klientmi nepodliehajú dohľadu vykonávanému NBS. Takéto spory majú byť riešené súdmi alebo inými príslušnými inštitúciami, napríklad rozhodcovskými súdmi.

Kľúčovou súčasťou dohľadu nad finančným trhom je dohľad nad dohliadanými subjektmi, ktorý sa člení na tri oblasti, a to:

a) dohľad na mieste,
b) dohľad na diaľku a
c) osobitné procesné konanie vo veciach zverených NBS, v ktorom sa rozhoduje o právach a povinnostiach dohliadaných subjektov alebo iných osôb.

Aj v podmienkach integrovaného dohľadu nad finančným trhom sa naďalej predpokladá zachovanie rozhodovacieho procesu v dvoch stupňoch. V rámci dohľadu nad finančným trhom bude vykonávať dohľad na mieste a dohľad na diaľku, ako aj procesné konanie vrátane vydávania rozhodnutí v prvom stupni organizačný útvar NBS určený organizačným poriadkom NBS (ďalej len „útvar dohľadu nad finančným trhom"), zatiaľ čo v druhostupňovom konaní bude na rozhodovanie príslušná Banková rada NBS. Útvar dohľadu nad finančným trhom bude patriť do riadiacej pôsobnosti viceguvernéra NBS určeného organizačným poriadkom NBS. Rozhodovať o postupe útvaru dohľadu nad finančným trhom pri plnení jeho úloh vrátane prijímania a podpisovania rozhodnutí v prvom stupni za útvar dohľadu nad finančným trhom bude viceguvernér, do ktorého riadiacej pôsobnosti útvar dohľadu nad finančným trhom patrí, alebo ním poverený vedúci zamestnanec, prípadne zástupca vedúceho zamestnanca útvaru dohľadu nad finančným trhom. Oprávnenou osobou na podpisovanie druhostupňových rozhodnutí bude guvernér, alebo ním poverený viceguvernér, alebo iný člen bankovej rady, ktorý nepodpisoval prvostupňové rozhodnutie v tej istej veci.

Vzhľadom na medzinárodné štandardy sa tiež ustanovuje, že útvar dohľadu nad finančným trhom bude pri výkone dohľadu konať a rozhodovať nezávisle, samostatne a nestranne, pričom bude pri konaní a rozhodovaní na prvom stupni viazaný rozhodnutiami vydanými bankovou radou v druhom stupni a taktiež bude viazaný rozhodnutiami súdu vydanými pri preskúmavaní zákonnosti právoplatných rozhodnutí NBS.

NBS popri súčasných právomociach pribudnú aj právomoci v oblasti dohľadu a regulácie všetkých oblastí finančného trhu, a to najmä:

a) právomoc a povinnosť odvolacieho orgánu pri podaní opravného prostriedku účastníkom konania proti rozhodnutiu orgánu príslušného konať v prvom stupni (útvaru dohľadu nad finančným trhom) a
b) právomoc schvaľovať sekundárnu legislatívu a vydávať metodické usmernenia pre oblasť finančného trhu.

Pokiaľ ide o zabezpečenie financovania dohľadu, vychádza sa z princípu jeho viaczdrojového financovania. Útvar dohľadu nad finančným trhom bude financovaný tak z vlastných zdrojov NBS, ako aj z cudzích zdrojov, ktoré budú pozostávať z prijatých príspevkov dohliadaných subjektov a poplatkov za úkony alebo za konania NBS pri dohľade nad dohliadanými subjektmi.

Schválený zákon o integrovanom dohľade predstavuje výsledok viac ako ročnej práce legislatívnej komisie, ktorá bola ustanovená vládou SR a ktorá pozostávala zo zástupcov Úradu pre finančný trh, Národnej banky Slovenska a Ministerstva financií SR. Zákon vo svojom znení zohľadňuje doterajšie teoretické poznatky a praktické skúsenosti s výkonom dohľadu a vedením konaní tak v podmienkach Národnej banky Slovenska, ako aj Úradu pre finančný trh.

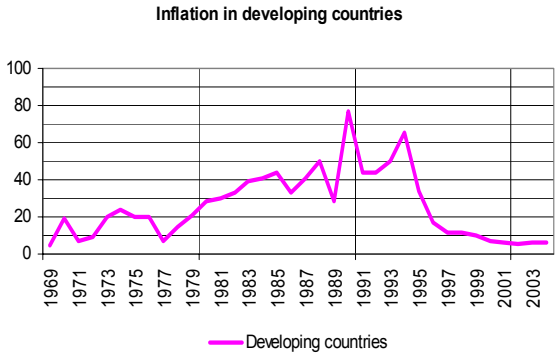
Měnová politika v nízkoinflačním prostředí, ceny aktiv a finanční stabilita

Jan Frait[24]

1. Finanční liberalizace a desinflace

Od počátku 80. let se centrální banky postupně zaměřily na dosažení cenové stability, tj. nízké a stabilní inflace, jako na svůj primární cíl. Ve většině zemí bylo cenové stability již víceméně dosaženo, a to bez ohledu na to, zda centrální banky operují v režimu cílování inflace či v režimu jiném. Inflační očekávání jsou výrazně a úspěšně ovlivňována explicitními či implicitními inflačními cíli. Tento proces však nebyl krátkodobý. Inflaci se podařilo stabilizovat až v 90. letech (obr. 1). Ve vyspělých zemích převládá cenová stabilita již od počátku 90. let, od jejich 2. poloviny se pohybuje v průměru kolem 2 %. V rozvojových a rozvíjejících se zemích se to podařilo až v jejich druhé polovině 90. let, zatímco jejich první polovina byla naopak silně inflační. V posledních pěti letech se průměr inflace v této skupině zemí pohybuje kolem 5 %.

Obr.1: Inflace ve vyspělých (vlevo) a „rozvojových" zemích (vpravo) - průměry v %

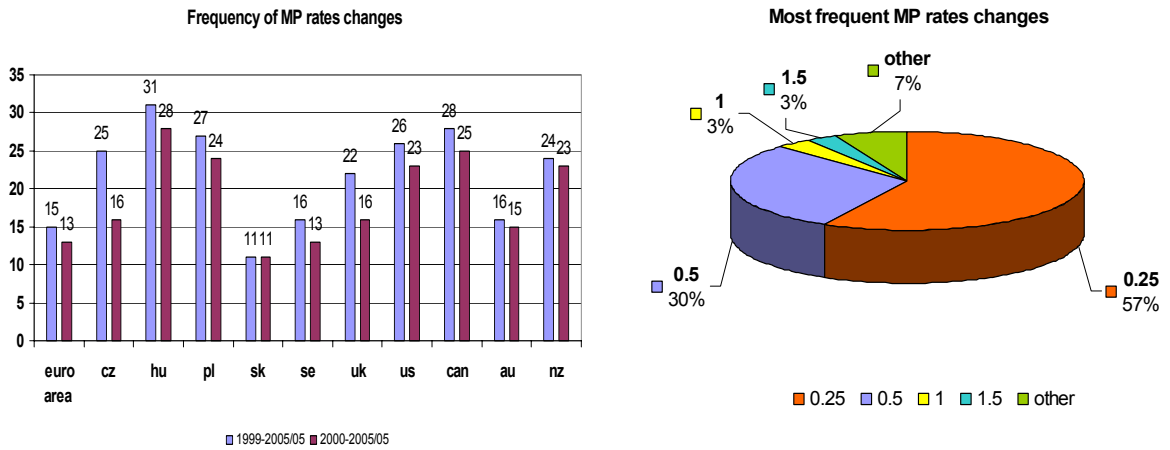


Pramen: databáze IMF IFS

Co stojí za výše uvedeným vývojem? V posledních dvou desetiletích došlo určitě k velkému pokroku v praktickém fungování centrálních bank. Centrální banky jsou operačně nezávislé, daří se jim vysvětlovat veřejnosti nákladnost inflace, jsou lépe technicky vybaveny a disponují profesionálním aparátem i vedením. To vše přispělo k úspěchům v oblasti cenové stability. Zásadní pokles inflace přesto není možno připsat pouze jejich lepším politikám. Naopak, klíčovou úlohu v procesu dezinflace sehrály globalizace světové ekonomiky a liberalizace finančních trhů. Oba trendy zvýšením konkurence utlumily inflační potenciál a snížily tlaky na centrální banky ve směru provádění proinflačních politik. Prostředí nízké inflace a liberalizovaných finančních trhů však centrální banky postavilo před řadu nových výzev a přineslo také nová rizika. Na některé z těchto aspektů reaguje tento příspěvek.

[24] Přednáška byla připravena pro konferenci Vysoké školy finanční a správní „Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor konanou 14.-15.6.2005 v Kongresovém centru ČNB. Názory v tomto příspěvku jsou mé vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici ČNB. Rovněž případné chyby jsou mé vlastní. Děkuji Luboši Komárkovi z ČNB za přípravu dat a cenné poznámky. Text odráží některé z výsledků projektu GAČR 402/05/2758. E-mail: jan.frait@cnb.cz.

Obr. 2: Centrální banky mění sazby často, ale zároveň uplatňují „smoothing“



Pramen: databáze IMF IFS

2. Zvýšená flexibilita měnové politiky

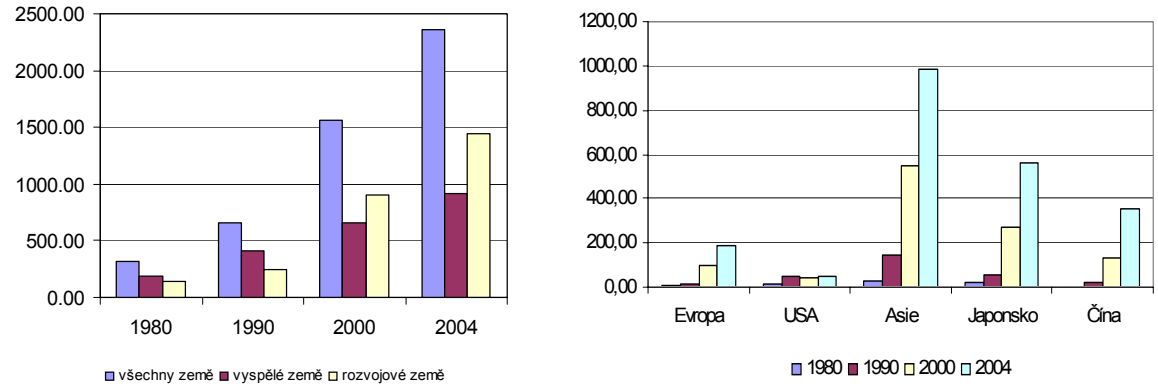
Nízkoinflační prostředí, zvýšená nejistota a nová doporučení měnové teorie se promítly ve zvýšené flexibilitě měnové politiky. Centrální banky pružně a prospektivně reagují na externí vývoj a změny podmínek na finančních trzích. Jedním z projevů je relativně vysoká frekvence změn měnověpolitických sazeb centrálních bank. Centrální banky operující v režimu plovoucích kursů v posledních šesti letech obvykle měnily své sazby v průměru několikrát za rok (viz levá strana obr. 2)[25]. Frekvence těchto změn je v čase stabilní, výjimkou byl rok 2001, což je zřejmě důsledek teroristických útoků v USA. Centrální banky zároveň své úrokové sazby vyhlazují, téměř 60 % změn sazeb z daného vzorku zemí proběhla v rozsahu 25 procentních bodů, dalších 30 % v rozsahu 50 bodů (pravá strana obr. 2).

Součástí flexibilní měnové politiky je i pragmatický přístup k měnovým kursům. V průběhu 90. let se poměrně velké množství zemí přiklonilo k plovoucím kursům. V současných modelech ekonomik s plovoucími kursy (včetně modelů cílování inflace) je role měnových kursů a kursové politiky poměrně nízká. Navzdory tomu je pro řadu centrálních bank kursová politika stále velmi důležitá. Jinými slovy, měnový kurs je natolik významnou veličinou, že zejména u menších zemích si centrální banka nemůže dovolit na významnější pohyby kursu nereagovat.

Nelze vyloučit, že v posledních letech jsme byli svědky procesu akumulace významných nerovnováh. Jednotlivé regiony světa a jednotlivé země se sice nacházejí ve velmi odlišných situacích, nicméně existuje jeden významný společný rys. Tím je obava ze zhodnocení národních měn vedoucí ke snížení cenové konkurenceschopnosti, nadměrným dezinflačním tlakům a rizikům spojeným s recesí. V obavách z nadměrného zhodnocování domácích měn řada centrálních bank (či vládních agentur) akumuluje devizové rezervy prostřednictvím intervencí na devizovém trhu a vytváří tak dodatečnou likviditu. Obr. 3 dokumentuje, že celkové devizové rezervy jsou oproti roku 1990 na více než čtyřnásobné úrovni, přičemž na růstu se podílely jak vyspělé, tak ještě více rozvojové země. Většina přírůstků jde přitom na vrub asijských ekonomik. Zatímco evropské centrální banky se devizových rezerv spíše zbavují, Japonsko a Čína nakupují rezervy v řádu stovek miliard dolarů ve snaze zabránit zhodnocení svých měn.

[25] V této souvislosti bývala ČNB na počátku roku 2005 obviňována z nadměrného aktivismu. V mezinárodních srovnáních však nevybočuje z průměru a pokud abstrahujeme od specifického roku 1999, patří spíše ke konzervativnějším centrálním bankám.

Obr. 3: Vývoj devizových rezerv 1980-2004 (mld. SDR[26], bez zlata)



Pramen: databáze IMF IFS

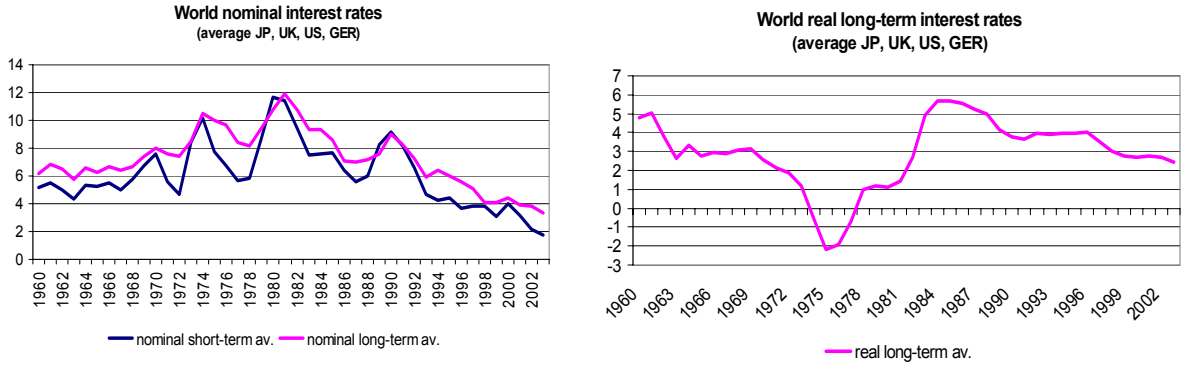
Situace, kdy všechny země chtějí slabší či alespoň ne silnější měnu, čehož nelze pochopitelně dosáhnout, je varovná a je pravděpodobně odrazem nerovnovážných tendencí. Prvopříčiny, kterých může být celá řada, nejsou jednoduše identifikovatelné. Nelze vyloučit, že jednou z nich je snaha centrálních bank velkých zemí „odložit“ do budoucna přizpůsobení akumulovaných nerovnováh. Ty v USA a některých západních ekonomikách mohly vzniknout v souvislosti s „technologickou vlnou“ na konci 90. let a souvisejícím nadměrně optimistickým hodnocením budoucího růstu potenciálního výstupu. Jiné specifické nerovnováhy existují v Číně a dalších asijských ekonomikách.

3. Dezinflační tlaky, politika nízkých úrokových sazeb a globální likvidita

S obnovením cenové stability a poklesem inflačních očekávání došlo rovněž k odpovídajícímu poklesu nominálních úrokových sazeb. Prudké dezinflační až deflační tlaky se pak od počátku dekády začaly projevovat v poklesu krátkodobých i dlouhodobých nominálních úrokových sazeb na historicky nízké hodnoty. Výrazně poklesla rovněž různá měřítka reálných úrokových sazeb.

Srovnáme-li vývoj krátkodobých nominálních sazeb od roku 1960, lze konstatovat, že ty jsou v klíčových ekonomikách skutečně na historicky nízkých hodnotách. Podobně je tomu s nominálními výnosy vládních bondů (viz levá strana obr. 4). Ty se nacházejí sice na hodnotách běžných na počátku 60. let, nicméně srovnatelnost obou období je obtížná, od té doby došlo k zásadním změnám ve finančním zprostředkování a struktuře finančních trhů.

Obr. 4: Krátkodobé a dlouhodobé nominální úrokové sazby klíčových ekonomik (v % p.a.)



Pramen: databáze IMF IFS

[26] V současnosti je hodnota jednoho SDR zhruba 1,5 USD.

V posledních dvou letech se objevila řada diskusí ohledně dopadu udržování reálných úrokových sazeb na historicky nízkých úrovních. Tvrzení ohledně historicky nízkých reálných úrokových sazeb není nicméně zcela podložené. Vzhledem k tomu, že nominální úrokové sazby klíčových měn udržují určitý odstup od inflace, lze reálné úrokové sazby označovat za pouze relativně nízké. To platí samozřejmě pouze za předpokladu, že současné nízké hodnoty inflace nepovažujeme za čistě tranzitorní jev. V obr. 4 (pravá strana) vidíme vývoj reálných úrokových sazeb, které jsou odvozeny pomocí pětiletých klouzavých průměrů nominálních výnosů vládních bondů a spotřebitelské inflace[27]. Data potvrzuji, že reálné sazby jsou v současné době skutečně dosti nízké, nicméně najdeme řadu období, v nichž byly reálné výnosy mnohem nižší, místy i výrazně negativní.

Je evidentní, že z hlediska dlouhodobých průměrů by nominální a tím i reálné úrokové sazby řady centrálních bank, peněžních trhů či vlád měly být na vyšších hodnotách, a to bez ohledu na implikace zvýšených cen ropy a dalších surovin. Stávající nízká úroveň nominálních úrokových sazeb přesto nemusí znamenat, že měnová politika je nadměrně uvolněná. Vždy je nutno posuzovat konkrétní podmínky daného období. Pokud bychom vyšli z období, v němž se formoval stávající finanční systém, tj. od 80. let, mohli bychom konstatovat, že reálné úrokové sazby jsou v relaci s dlouhodobými průměry poměrně nízké. Existuje shoda v tom, že od dlouhodobé „normální“ úrovně reálných sazeb řadu ekonomik včetně té české vzdálila kombinace specifických šoků a že návrat k dlouhodobému „normálu“ může trvat dosti dlouho.

To je z praktického hlediska poměrně vágní konstatování. Z hlediska měnové politiky jsou proto důležitější spíše střednědobé rovnovážné reálné úrokové sazby, které se mohou od těch dlouhodobých odchylovat právě v důsledku existence zmíněných šoků. Střednědobé rovnovážné reálné úrokové sazby jsou takové, které by v případě několikaletého působení (období, v němž převažují cyklické síly) přivedly ekonomickou aktivitu k potenciálu a inflaci k úrovni cenové stability. Expanzivnost či restriktivnost měnové politiky by měla být posuzována ve vztahu k těmto sazbám.

To, jaká reálná úroková sazba zajistí ve středním období udržení cenové stability a zároveň ekonomickou aktivitu na úrovni potenciálu, je obtížné stanovit. V tomto smyslu existuje zásadní nejistota ohledně střednědobé rovnovážné úrovně reálných úrokových sazeb. Pro její stanovení nejsou příliš vhodná historická měřítka reálných sazeb, neboť v jednotlivých obdobích mohou být velmi odlišné ekonomické podmínky (vývoj poptávky, situace ve světové ekonomice, nabídkové šoky a další faktory). Odhady střednědobých rovnovážných reálných sazeb na základě predikce vývoje produktivity, spořivosti a vládního dluhu jsou taktéž sporné, neboť neexistuje žádná obecně přijímaná metoda a konečné odhady jsou silně ovlivňovány aktuálním a nedávným vývojem. Odhady v rámci strukturálních modelů centrálních bank jsou vystaveny stejným obtížím. V důsledku toho nejsou tyto odhady vhodným měřítkem pro praktické měnověpolitické rozhodování.

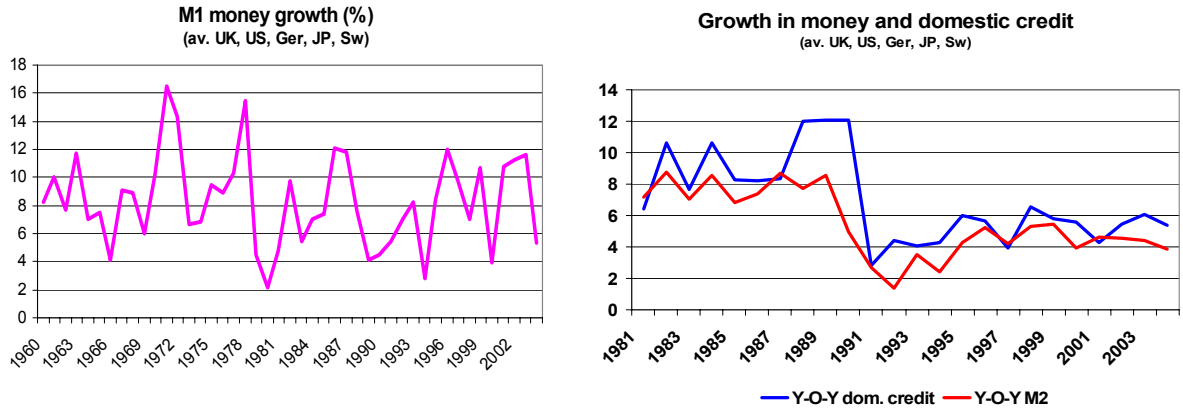
Vzhledem k výše uvedeným nejistotám se musíme při posuzování adekvátnosti reálných sazeb spoléhat na svůj úsudek odvozený z hodnocení trendů v produktivitě, spořivosti, a dalších střednědobých determinant reálné ekonomické aktivity. Centrální bankéři řady zemí v posledních letech vyhodnotili data o ekonomickém vývoji tak, že snižovali úrokové sazby nejen v obavě z poklesu poptávky, ale i na základě představy o poklesu reálných rovnovážných sazeb[28]. Zároveň

[27] Existuje řada alternativních způsobů výpočtu reálných úrokových sazeb. Každý z nich má určitá pro a proti. Nicméně i jiné metody by dospěly k podobným výsledkům.

[28] Např. představitelé FEDu uvádějí jako argumenty pro pokles odhadu rovnovážných sazeb neochotu firem investovat, skandály v oblasti corporate governance, růst cen surovin nebo válku v Iráku (viz Fergusson, 2004). Je

hovoří o nutnosti tyto sazby postupně normalizovat s tím, jak odezní efekty negativních šoků, uzavře se mezera výstupu a pominou nadměrné dezinflační tlaky. Pro jednotlivé země je rychlost normalizace kriticky závislá na vývoji měnových kursů.

Obr. 5: Peněžní zásoba a úvěrová dynamika (v % p.a.)



Pramen: databáze IMF IFS

Jedním z klíčových projevů nízkých nominálních úrokových sazeb a rozsáhlých nákupů devizových rezerv je značný nárůst globální likvidity. V souvislosti s tím se často hovoří o nadměrné likviditě a neadekvátně volné měnové politice. Rychlý růst likvidity by se měl odrazit primárně v rychlém růstu vysoce likvidní části peněžní zásoby, která je měřena agregátem M1. Nadměrně uvolněnou měnovou politiku by měl indikovat rychlý růst úvěrů, který by se měl promítat také do růstu širších měnových agregátů M2 a M3. Dalšími indikátory nárůstu likvidity by mohly být značný pokles bid-ask spreads na peněžním trhu a bankovních marží. Kombinace silné likvidity, vysokých vládních deficitů a slabé investiční poptávky firem se projevuje také v poklesu rozdílu výnosů firemních a vládních bondů, který je od roku 2003 ve vyspělých ekonomikách prakticky blízko nuly. V prvním pololetí 2005 pak docházelo ke zploštění výnosových křivek, což může indikovat kombinaci silné likvidity a nedůvěry v oživení ekonomik.

To, zda je růst likvidity nadměrný, nelze jednoznačně potvrdit. Tempa růstu agregátu M1 nevybočují z historického normálu, což platí i pro agregát M2 nebo domácí úvěry (obr. 5). Pokud ovšem srovnáme tempa růstu těchto agregátů s aktuální inflací a růstem HDP, nelze určitou nadměrnost vyloučit. V každém případě platí, že úvěry rostou v řadě zemí nezvykle rychle, což se promítá i do víc než svižného růstu peněžní zásoby. Nejen v Eurozóně, v níž je peněžní zásoba důležitým prvkem měnověpolitického rozhodování, získal tento ukazatel v poslední době opět možná neadekvátně ztracenou pozornost. Ani relativně vyšší růst vysoce likvidní části peněžní zásoby nelze automaticky chápat jako proinflační riziko. Může to totiž být dočasný fenomén způsobený poklesem inflace a nominálních úrokových sazeb na dlouhodobě nižší úrovně. V Eurozóně se k tomu mohou přidat další faktory jako obnovování určité úrovně držby oběživa účastníky šedé ekonomiky apod. po výměně národních bankovek za eura. Významnou příčinou růstu méně likvidních částí peněžní zásoby pak může být rychlý růst cen nemovitostí v řadě zemí. Pokud věříme tomu, že rychlejší růst peněžní zásoby je vyvolán růstem poptávky po penězích přes efekt bohatství spojený s růstem cen nemovitostí (tedy nikoli tomu, že aktuální světový růst cen nemovitostí je důsledkem zrychlení růstu peněžní zásoby), nemusí se projevit v inflačních tlacích, neboť po skončení růstu cen nemovitostí poptávka po penězích opět

zajímavé, že jako argument pro nízké úrokové sazby v USA je dnes uváděn i dramatický pokles spořivosti. Logika je přitom jednoduchá – pokud se míra úspor vrátí k dřívějším hodnotám, dojde ke zpomalení spotřeby a sníží se poptávkové inflační tlaky.

poklesne. Je možné, že poté co výše uvedené dočasné faktory přestanou působit, mohou se tempa růstu peněžních agregátů vrátit zpět k nižším hodnotám.

Nelze ovšem vyloučit, že rychlejší růst peněžní zásoby je příčinou růstu cen nemovitostí a ne jeho důsledkem. Koneckonců relativně rychlý růst úvěrů se odvíjí především z růstu úvěrů na bydlení. V řadě zemí rostou ceny nemovitostí v posledních letech běžně o více než 10 % ročně (Francie, Řecko, Irsko, Itálie, Španělsko, Velká Británie, Jižní Afrika, Nový Zéland, USA nebo Austrálie). V relaci k příjmům dosáhly historicky nejvyšší úrovně v roce 2004 ceny nemovitostí podle The Economist, který pravidelně zveřejňuje srovnatelné indexy cen nemovitostí, v USA, Austrálii, Británii, Francii, Irsku, Nizozemí, Novém Zélandu a Španělsku[29]. Růst cen nemovitostí má v jednotlivých zemích rozdílné příčiny. Někde je to zlepšení přístupu k úvěrovým zdrojům, k čemuž přispěly strukturální změny na finančním trhu (liberalizace, nárůst konkurence na trhu hypoték). Zejména u zemí Eurozóny, které měly dříve vyšší inflaci a tím pádem i vyšší nominální úrokové sazby z hypoték, představoval pokles sazeb na německou úroveň poměrně silný šok.

V jednotlivých zemích se také dosti liší dopad změn cen nemovitostí na spotřebitelskou poptávku. Je obecně známým faktem, že charakteristiky trhu nemovitostí a hypoték jsou v kontinentální Evropě dosti odlišné oproti USA nebo Velké Británii. Zejména jde o sekundární trh hypoték, který je klíčový pro domácnosti z vyhlazování spotřeby v průběhu cyklu (zejména schopnost vlastníků domů půjčit si oproti hodnotě nemovitostí). Právě v těchto zemích mohou být ceny nemovitostí náchylné k bublinám a jedním z jejich významných zdrojů může být pokles reálných úrokových sazeb a následná rychlá úvěrová kreace. Růst cen nemovitostí se pak může promítnout v rychlém růstu spotřeby. Na druhé straně lze v takové ekonomice předpokládat silnější transmisi měnové politiky prostřednictvím spotřebního kanálu. Např. americký FED na spotřební kanál operující přes ceny nemovitostí v současnosti dosti spoléhá. Jeho představitelé pravidelně argumentují, že postupné zvyšování úrokových sazeb v USA povede k poklesu cen nemovitostí, následně k poklesu tempa růstu domácí poptávky a ke zlepšení externí bilance.

Je otázkou, zda a jak mají centrální banky na růst cen aktiv, zejména cen nemovitostí, reagovat. Reakce měnové politiky na růst cen aktiv závisí primárně na příčině růstu. Zároveň je velmi obtížné rozpoznat v reálném čase, zda je růst cen aktiv důsledkem zlepšené produktivity nebo nadměrně optimistických očekávání. Navíc se oba faktory mohou projevit najednou. Napříč ekonomickou literaturou existuje shoda, že centrální banka by měla vývoj na trzích aktiv bedlivě sledovat a analyzovat. Pokud však jde o reakci měnové politiky na vývoj cen aktiv, názory se velmi různí. Jeden názorový proud tvrdí, že cenová stabilita v dlouhém období vytváří podmínky pro stabilitu cen aktiv. Druhý názorový proud se naopak domnívá, že cenová stabilita měřená vývojem spotřebitelských cen dostatečně nezohledňuje makroekonomické aspekty spojené s dynamikou cen aktiv. Centrální banky by proto měly rozšířit koncept cenové stability i o vývoj cen aktiv a jeho důsledky pro hospodářský cyklus. Měnová politika by pak měla přímo reagovat na určité aspekty vývoje cen aktiv.

V centrálních bankách spíše převažuje pohled, který nepovažuje růst cen aktiv za inflaci, neboť neovlivňuje hodnotu peněz vyjádřenou ve zboží a službách. Naopak, budoucí inflace by již měla být v cenách aktiv zabudována. Ceny aktiv by měly být diskontovanou hodnotou budoucích příjmů z držby aktiv a diskontním faktorem u reálných aktiv by měla být reálná úroková sazba. Pokud centrální banky provádějí politiku podle očekávané inflace, stabilizují určitým způsobem reálnou úrokovou sazbu a ceny reálných aktiv by pak nemusely být novou informací. U

[29] Existují nicméně signály, že v současnosti již v některých zemích ceny nemovitostí klesají.

nemovitostí je však tento argument tak trochu pochybný, neboť řada cen služeb spojených s nemovitostmi ovlivňuje hodnotu peněz ve vztahu ke spotřebě zboží a služeb. Změny v cenách nemovitostí pak ovlivňují domácí poptávku přes efekt bohatství nebo přes schopnost půjčit si oproti kolaterálu.

4. Globální vývoj a aktuální měnová politika ČNB: osobní pohled

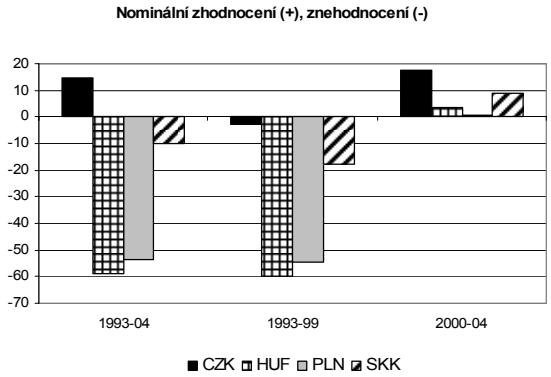
ČR, která se již sedmým rokem pohybuje v režimu charakterizovaným explicitním inflačním cílem, je v současnosti nízkoinflační ekonomikou s kredibilní měnovou politikou. Ve flexibilním cílování inflace, které ČNB aplikuje, není cílovou proměnnou zdaleka jen inflace. Naopak, v rozsahu, v jakém je inflace sama o sobě konečným odrazem různých nerovnováh, musí být flexibilní cílování inflace rámcem, jehož účelem je přinejmenším oslabit ty procesy, které vedou k nerovnováhám, které se nakonec projeví v inflaci (nebo koneckonců i v deflaci). Přitom nemůže jít o snahu eliminovat jakékoli zdroje nerovnováhy, ale pouze ty, které jsou primárně makroekonomické povahy nebo jejichž hlavní příčinou jsou hospodářské politiky.

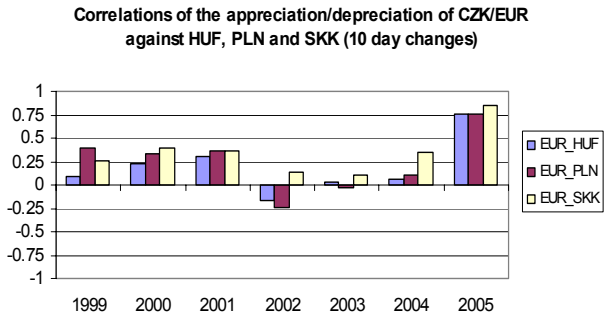
Specifickým rysem českého cílování inflace je to, že po převažující část aplikace tohoto režimu se skutečná inflace nacházela pod cílem, což modelový rámec vysvětluje zejména v posledních letech sérií exogenních šoků (v anglosaské literatuře se ujal termín headwinds), které asymetricky vychylují poptávku směrem dolů nebo exogenně zpřísňují měnové podmínky. V důsledku nich je dlouhodobě udržována negativní mezera výstupu (output gap).

ČNB používá podobně jako řada jiných centrálních bank ve své komunikaci extenzivně výše uvedený koncept mezery výstupu. Tento přístup lze jednoduše kritizovat, odpovídá nicméně stávajícím standardům analýzy měnové politiky. Mezera výstupu v prognostickém modelu přitom není jednoduchým rozdílem mezi odhadem potenciálního produktu podle produkční funkce a jeho skutečnou hodnotou. Jde spíše o teoretickou složku modelu transmise měnové politiky než o empirické zhodnocení rozdílu mezi výstupem ekonomiky a jeho potenciálem. Mezeru výstupu v modelu ČNB je proto nutno chápat jako aproximaci souhrnných poptávkových tlaků, která je odvozena z historické analýzy celkového makroekonomického vývoje v simultánním modelu[30]. Konkrétně je aplikován strukturální Kalmanův filtr, což je specifická aplikace určité představy o vztazích mezi mezerou výstupu a klíčovými makroekonomickými ukazateli na minulá data. V takovém rámci může vzniknout významně kladná mezera výstupu jen tehdy, pokud vidíme významné poptávkové tlaky. Jelikož jsme takové tlaky v posledních letech neviděli, musí být výsledkem modelových úvah spíše negativní mezera výstupu, která se zavírá jen pozvolna.

[30] Tato specifická definice mezery výstupu je spojena s výše uvedenou koncepcí přirozené reálné úrokové sazby. Ta je rozdílem mezi skutečným výstupem a přirozeným výstupem, což je úroveň, která se mění v reakci na šoky. Přirozený výstup není příliš dobře korelován s tradičními odhady potenciálu (detrendovaný výstup nebo výstup odhadovaný z produkční funkce), ale spíše s vývojem inflace. Přirozená reálná sazba je pak taková, která je konsistentní s uzavřenou mezerou výstupu definovanou na základě přirozeného výstupu.

Obr. 6: Kursový vývoj ve střední Evropě





Pramen: databáze IMF IFS a databáze ARAD ČNB

V první polovině roku 2005 klesly měnověpolitické sazby ČNB na historicky nejnižší hodnotu (1,75 %) a jsou dlouhodobě nejnižší v regionu. V posledních dvou letech klesají i sazby dalších centrálních bank v regionu a domnívám se, že měnový vývoj v zemích střední Evropy zemích je stále podobnější. Především došlo k tomu, že snaha o rychlé přijetí eura snížila v těchto zemích výrazně inflaci. Od roku 2000 měny středoevropských zemí nominálně apreciují (levá strana obr. 6) a zároveň u nich začíná převládat očekávání nominálního zhodnocování v období před přijetím eura. Donedávna platilo, že nominální i reálné kursy středoevropských měn dlouhodobě korelují. Po vstupu do EU pak došlo k výraznému nárůstu korelace krátkodobých změn kursů (pravá strana obr. 6).

V ČNB i mimo ni logicky probíhá debata, zda jsou nízké nominální úrokové sazby adekvátní pro konvergující ekonomiku. Podle mého názoru pro současnou českou ekonomiku ano, neboť jsou zčásti štítem proti externím vlivům. Měny zemí s plovoucím kursem se s růstem kredibility centrálních bank stávají blízkými substituty v důsledku toho, že centrální banky mají podobné inflační cíle, shodné instrumentárium, podobnou komunikaci, stabilní inflační očekávání i další aspekty své politiky. Pokud se něčím liší, tak to jsou kursové trendy. Ignorování globální měnové situace a rozdílných kursových trendů by mohlo podle mého názoru asymetricky dopadnout do české ekonomiky prostřednictvím finančních toků a kursových očekávání. Fundamentálně podložené reálné zhodnocování koruny (podle stávajících odhadů 2-3 % ročně) je důležité pro stabilitu ekonomické aktivity, rychlejší reálné zhodnocování by mohlo přinést řadu rizik. Zároveň samozřejmě nelze ignorovat aspekty finanční stability, zejména úvěrovou dynamiku a ceny nemovitostí. Tyto prvky ČNB permanentně sleduje a o analýzách informuje veřejnost prostřednictvím Zprávy o finanční stabilitě.

Pro mě je z hlediska měnověpolitického rozhodování důležitý spíše střednědobý horizont, který jde místy i za rámec existujícího horizontu měnové politiky v prognostickém aparátu ČNB. Jinými slovy, krátkodobým indikátorům přisuzuji relativně malý význam a snažím se odhadovat vývoj zejména ve střednědobém horizontu. V něm převažují makroekonomické faktory – jejich dlouhodobé trendy a cyklické odchylky od nich. V tomto smyslu je důležitý odhad střednědobých rovnovážných reálných úrokových sazeb. Posuzování této proměnné v ČR je ještě složitější než ve vyspělých ekonomikách. Pro ČR proto nemusí být dlouhodobý vývoj reálných sazeb ve vyspělých ekonomikách příliš dobrým vodítkem. V konvergující ekonomice je součástí výnosu měny i její reálné zhodnocování např. v důsledku zlepšování směnných relací. V souhrnu podle mě existuje řada důvodů pro to, aby byly v současnosti střednědobé rovnovážné reálné úrokové sazby v ČR na poměrně nízkých hodnotách a aby proto i k návratu nominálních sazeb k dlouhodobě průměrným hodnotám docházelo pozvolna.

Již několik čtvrtletí probíhá v ČR také diskuse ohledně tempa normalizace úrokových sazeb. Diskuse vychází z předpokladu, že kombinace faktorů a šoků, které omezily poptávku a zvýšily potenciální nabídku, by měla odeznívat a měnová politika by se měla postupně vrátit k normálu. Osobně se přikláním k názoru, že odeznívání šoků bude natolik postupné, že nehrozí rychlé vyčerpání kapacit a vznik náhlých inflačních tlaků. Za důležité považuji brát v potaz i náklady chyby na tu či onu stranu z hlediska nastavení úrokových sazeb. Vezmeme-li v úvahu vývoj v posledních letech a nízká inflační očekávání, jsou pro mě náklady toho, že by ekonomika začala růst rychleji, než je předpokládáno, nižší, než náklady toho, že by ekonomika opět neočekávaně zpomalila. Jinými slovy, nelze než přiznat, že navzdory tomu, že většina kroků ČNB má preventivní (pre-emptive) povahu a zároveň nelze v současnosti postupovat jinak, sledovat vývoj aktuální inflace a zakládat změny měnověpolitických úrokových sazeb do značné míry na analýze dat přicházejících z ekonomiky.

V situaci charakterizované velmi nízkou inflací, nízkými inflačními očekáváními, existencí negativní mezery výstupu a nejistotami ohledně dlouhodobých trendů považuji za adekvátní reakci centrální banky udržování měnověpolitických sazeb na relativně nízké úrovni, dokud nebudou indikátory uzavírání mezery výstupu a stabilizace inflace na cílové úrovni dostatečně robustní. Vycházím z toho, že neexistují jednoznačné znaky toho, že by se ekonomika přehřívala. Naopak, růst produktivity brání nadměrnému růstu jednotkových mzdových nákladů. Nezdá se ani, že by růst cen aktiv odrážel rostoucí inflační očekávání. Zároveň neregistruji ani známky rostoucí intertemporální nerovnováhy. K tomu v loňském roce a možná i v letošním roce přispívá také překvapivě proticyklické chování fiskální politiky. Za pozitivní považuji také to, že uzavírání mezery výstupu bylo v loňském roce spojeno primárně s růstem taženým investicemi a exportem. Právě zde vidím nemalá rizika související s vývojem světové ekonomiky.

Na druhé straně, pokud by inflace začala neočekávaně růst a hrozilo riziko výraznějšího růstu inflačních očekávání, bylo by nezbytné udržet nákladně získanou kredibilitu neinflační měnové politiky. Signálem pro přehodnocení pozice by pro mě byla i situace, v níž by nízké úrokové sazby přispívaly k takovému růstu cen aktiv, který by ohrožoval finanční stabilitu nebo k nárůstu externího deficitu, který by ohrožoval stabilitu platební bilance. K tomu podle mého názoru v současnosti nedochází (viz ČNB, 2005). V souhrnu konstatuji, že v nejbližším období bude muset být politika ČNB podobně jako politika řady jiných centrálních bank nadále velmi obezřetná. Přechod od akomodativní k neutrální politice by měl být proveden tak, aby nebyla ohrožena ani cenová stabilita ani ekonomická aktivita. Zároveň je třeba brát v potaz i efekty velmi nízkých nominálních úrokových sazeb na finanční sektor a jeho stabilitu.

Literatura:

- Borio, C. - White, W. (2003): Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? BIS Working Paper, No. 128, February 2003; http://www.bis.org/publ/work128.pdf.
- Borio, C. - White, W. (2004): Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes. BIS Working Paper, No. 147, February 2004; http://www.bis.org/publ/work147.pdf
- ČNB (2003): The Czech National Bank´s forecasting and policy analysis system (Edited by Coats W., Laxton, D. and Rose, D.). Česká národní banka, http://www.cnb.cz/pdf/Forecasting_2003_1-4.pdf, http://www.cnb.cz/pdf/Forecasting_2003_5-6.pdf.
- ČNB (2005): Zpráva o finanční stabilitě 2004. Česká národní banka, leden 2005, http://www.cnb.cz/fs_index.php.
- Ferguson, R. W. (2004): Equilibrium Real Interest Rate: Theory and Application. Lecture at the University of Connecticut School of Business Graduate Learning Center, Hartford, Connecticut, October 29, 2004; http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041029/default.htm.
- Frait, J. (2004): Convergence Criteria - How Tight a Constraint under Inflation Targeting? 10th Dubrovnik Economic Conference; Croatian National Bank, Dubrovník, 23.-26. června 2004; http://www.cnb.cz/pdf/Jan Frait_MP_under_ERM2.pdf.

- Frait, J. (2003): Měnová politika v období velmi nízké inflace. In: Ekonomické teorie a česká ekonomika, II. sborník příspěvků ze série ekonomických seminářů, Praha, Česká společnost ekonomická, 2003, ss. 7-20; http://www.cnb.cz/pdf/JF_Deflace_text.pdf.
- Goodfriend, M. - King, R. (1997): The New Classical Synthesis and the Role of Monetary Policy. Marvin Goodfriend et Robert King, "The new classical synthesis and the role of monetary policy", NBER Macroeconomics Annual, 1997, Vol. 12, 231-83.
- Greenspan, A. (2004): Euro in Wider Circles: Panel discussion at the European Banking Congress 2004, Frankfurt, Germany, November 19, 2004; http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041119/default.htm.
- Greenspan, A. (2003): Monetary Policy under Uncertainty. Remarks at a symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29, 2003; http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030829.
- Obstfeld, M. - Rogoff, K. (2004): The Unsustainable US Current Account Positron Revisited. NBER Working Paper Series, No. 10869, October 2004; http://www.nber.org/papers/w10869.pdf.
- Svensson, L. E. O. - Woodford, M. (2003): Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting. NBER Working Papers, No. 9747, 2003; http://www.nber.org/papers/w9747.pdf.

Krize bankovního systému – prevence a následná řešení

Zbyněk Revenda

1. Krize bankovního systému v širším pojetí

Bankovní systémy v tržních ekonomikách jsou z funkčního hlediska dvoustupňové. První stupeň je reprezentován vrcholnou měnovou autoritou, nejčastěji centrální bankou. Smysl její existence, cíle činnosti a postavení v tržní ekonomice se podstatně liší od druhého stupně reprezentovaného obchodními a dalšími bankovními institucemi, jejichž základním cílem činnosti je – až na výjimky některých specializovaných bank – kapitalizace majetku vlastníků. Druhý stupeň je tedy v zásadě založen na soukromém vlastnictví.

Obchodní a další banky však současně zabezpečují řadu velmi důležitých činností, resp. se na nich výrazně podílejí. Mezi jinými činnostmi jde např. o platební styk, emisi bezhotovostních peněz či finanční zprostředkování. Proto lze bez nadsázky akceptovat tvrzení, že jednou ze základních podmínek zdravého ekonomického vývoje je vyspělý a kvalitně fungující bankovní systém.

1.1 Krize bankovního systému – základní vymezení

Přes nesporný význam bank se až na výjimky každá vyspělejší tržní ekonomika dostávala (a bude dostávat) do situací, kdy se v problémech, které mohly vést či vedly k úpadkům, ocitly významnější banky či větší počet bank. Protože terminologie finančních krizí, kam lze zařadit také krizi bankovního systému, není ustálena, budou pro potřeby tohoto příspěvku za krizi bankovního sytému považovány právě tyto situace. V širším pojetí lze tedy o krizi bankovního systému, resp. o bankovní krizi hovořit v případech, kdy *v problémech se solventností je větší počet bank nebo hrozí úpadek velké banky, který může ohrozit další banky*. Dochází tak k negativnímu naplnění tzv. systémového rizika (domino-efekt, riziko nákazy), samozřejmě ve druhém stupni bankovního systému.

Do bankovní krize zde tedy nejsou řazeny případy problémů relativně nízkého počtu menších bank nebo situace spojené s nedostatečnou likviditou bank. V těchto případech nedochází k naplnění hrozby systémového rizika v podobě úpadku většího počtu bank.

Příspěvek není věnován otázkám hlavních důvodů krizí, možným ukazatelům rozsahu (hloubky) krizí ani nákladům spojeným s řešením následků krizí. Abstrahuje se rovněž od možností

rozšíření krize z jedné země do jiné země. Příspěvek je naopak zaměřen na možné základní způsoby prevence před vznikem krizí a na řešení následků krizí. Vzhledem k potenciálně destrukčnímu charakteru důsledků pro ekonomiku do řešení krize obvykle vstupují centrální banka a/nebo stát. V těchto oblastech je příspěvek dále zaměřen především na Českou republiku a Evropskou unii.

Krizím bankovního systému se nevyhnula celá řada vyspělých zemí. Jako příklady lze uvést těžkou krizi amerických spořitelních bank (Savings and Loan Associations) v 80. letech 20. století či krize bank ve Švédsku, Norsku, Finsku a Japonsku v posledním desetiletí 20. století. Naopak za krize nelze považovat tragické problémy spojené s Bank of Credit and Commerce International (1991) či Barings Bank (1995).

1.2 Krize bankovního systému v České republice

Český bankovní systém se přes relativně krátkou dobu existence dvoustupňového bankovnictví také setkal s krizemi a několika dalšími problémovými situacemi.

Základním problémem se postupně staly špatné úvěry, poskytnuté především podnikatelskému, na začátku 90. let 20. stol. často „podnikovému" sektoru. Úvěrování tohoto sektoru se začaly věnovat jak státní obchodní banky, tak nově zakládané soukromé obchodní banky. Ve srovnání s minulostí začínaly při poskytování úvěrů hlavní roli hrát ekonomická kritéria, v zásadě schopnost dlužníka splatit úvěr včas a v plné výši včetně úroků.

U špatných úvěrů proto musíme rozlišovat dvě skupiny úvěrů. První skupinu - „*staré úvěry*" - tvořily úvěry poskytnuté před rokem 1990, především bývalou Státní bankou československou. Tyto úvěry byly převedeny na některé obchodní banky. Vzhledem k dřívějším „nárokům podniků na úvěry" je zřejmé, že nemalá část starých úvěrů měla pochybnou kvalitu. Problém špatných starých úvěrů tedy byl „dědictvím minulosti".

Problém špatných starých úvěrů na sebe zcela logicky převzal stát. K řešení byly zvoleny dva základní přístupy. První přístup je spojen s tzv. Konsolidačním programem I, druhý přístup představoval nepřímou pomoc ze strany státu a Fondu národního majetku. Oba přístupy se týkaly pouze *bank se státní účastí*.

Druhou skupinu - „*nové úvěry*" - představují úvěry poskytnuté obchodními bankami po vzniku dvoustupňového bankovního systému. I zde se začaly objevovat úvěry, které dlužníci nespláceli. Objem těchto úvěrů začal růst do velmi varovných čísel. Například podíl tzv. *klasifikovaných úvěrů* (to je úvěrů s 31 a více dny po lhůtě splatnosti) na celkovém stavu úvěrů se v období 1996-2000 pohyboval kolem 30 %. Vývoj tohoto podílu navíc uměle snižovaly odpisy nedobytných úvěrů a převody některých špatných úvěrů do Konsolidační banky a dalších specializovaných institucí.

Špatné nové úvěry byly primární příčinou problémů bank a dvou bankovních krizí, kterými Česká republika prošla v 90. letech 20. století.

První banky se do problémů dostaly již v letech 1993-1995. Ve všech případech šlo o malé banky.

Rok 1996 již lze označit za rok bankovní krize – problémy vyššího počtu malých bank a jedné větší banky (Agrobanka) skončily s jedinou výjimkou úpadkem bank. Hlavní řešení krize bylo

spojeno s Konsolidačním programem II. Další problémové banky byly zapojeny do ozdravného Stabilizačního programu v roce 1997. Program ale nevedl k vyřešení problémů těchto bank.

V letech 1998-2000 se krize naopak týkala tří velkých bank. Dvěma bankám se státním podílem - České spořitelně a Komerční bance - pomáhal stát a banky byly později privatizovány. Třetí v té době již privatizovaná Investiční a Poštovní banka byla po kratičké epizodě nucené správy odprodána Československé obchodní bance a následně „pročišťována“ odkupem špatných aktiv. Řešení obou krizí a dalších případů problémů bank je samozřejmě spojeno s náklady na pomoc bankovnímu systému. Je nutné ale konstatovat, že tyto náklady vznikaly po celé období, nikoli pouze při bankovních krizích. Nikoli nevýznamnou část nákladů je nutné spojit dokonce s obdobím před bankovní reformou. Obě krize jsou tak „zarámovány“ transformací české ekonomiky.

V období po roce 2000 se do vážných problémů dostaly dvě banky - Union banka i Plzeňská banka, jimž nakonec byla odebrána bankovní licence.

2. Prevence před krizemi

Druhý stupeň bankovního systému v tržní ekonomice je regulován a dohlížen. Mezi základní cíle regulace a dohledu bank patří podpora zdraví, bezpečnosti, důvěryhodnosti a efektivnosti bankovního systému. Regulace a dohled bank proto představují jednak základní způsob prevence před bankovními krizemi, jednak mechanismus řešení následků krizí.

2.1 Regulace a dohled bank

Celý systém regulace a dohledu bank lze členit do čtyř částí:

Regulace vstupu do bankovní sféry – základní podmínky pro získání bankovní licence mohou preventivně bránit vstupu rizikových subjektů. Do těchto podmínek se řadí především minimální výše základního kapitálu, personální požadavky, či technologické a bezpečnostní požadavky. V Evropské unii jsou licenční podmínky založeny na tzv. *společném pasu*, který představuje v zásadě automatické povolování činnosti bankám v kterékoli členské zemi bez nutnosti získat licenci v každé zemi působení - stačí získat licenci v tzv. domovské zemi, tj. zemi, kde má banka hlavní sídlo;

Stanovení prověřování základních činností bank – jde především o pravidla kapitálové přiměřenosti, požadavky na diverzifikaci aktiv (u nás tzv. hrubá angažovanost), povinnost poskytovat informace mj. institucím dohledu, pravidla ochrany před nelegálními praktikami v bankovní sféře aj. V Evropské unii jsou pravidla založena na koordinačních direktivách, které vymezují regulační rámec pro všechny banky zde působící;

Působení centrální banky v úloze věřitele poslední instance – v širším pojetí jde o mechanismus úvěrové a jiné finanční pomoci bankám, které se dostaly do problémů s likviditou nebo dokonce se solventností, přičemž v této pomoci se výrazně může angažovat nejen centrální banka, ale také stát (obvykle specializovaná instituce napojená na státní rozpočet). Tato část systému regulace a dohledu není v Evropské *měnové* unii uspokojivě vyřešena;

Povinné pojištění vkladů v bankách – základní pravidla jsou v Evropské unii spojena s direktivami, které stanoví základní úroveň ochrany vkladatelů, způsoby financování pojištění vkladů a další otázky.

S určitou mírou nepřesnosti či neexistence přesné hranice lze první dvě části považovat za preventivní přístupy. Třetí část obsahuje preventivní přístup i způsob řešení krize. Čtvrtá část je zaměřena především na řešení některých následků krize.

Všechny části tvoří rámec regulačních pravidel. Dohled je zaměřen především na prověřování základních pravidel činnosti bank. Lze jej tedy považovat také za činnost, při které může dojít ke včasnému odhalení problémů, které by mohly vést ke krizi bankovního systému. Zde je však nutné uvést, že zdaleka ne vždy skutečně dojde k identifikaci existence potenciálních příčin vzniku krize, mj. např. z důvodu skrývání problémů samotnými bankami a často jen omezeným možnostem k odhalení problémů institucemi dohledu. „Včasné signály“ blížící se bankovní krize navíc v řadě případů neexistují, resp. stále je neznáme.

2.2 Dohled bank na dálku a na místě

Zjišťování situace v bankách patří mezi základní cíle dohledu. Zde je vhodné zmínit dva základní způsoby dohledu. Členění je důležité také v přímé souvislosti s otázkami institucionálního uspořádání dohledu bank v České republice.

Dohled na dálku (off-site examinations) je primárně zaměřen na zjišťování situace v bankovním systému jako celku, a současně také plní některé nezbytné předpoklady pro efektivní provádění měnové politiky (informace o vývojových trendech v bankovním sektoru, „monitorování bank“). Spočívá v prověřování bankovních a statistických výkazů na základě pravidelně zasílaných údajů bankami orgánům dohledu. Základními a nespornými výhodami tohoto způsobu jsou průběžné informace o situaci v příslušné bance i bankovním systému jako celku, a nízké náklady.

Mezi nevýhody patří nejistota o úplnosti a správnosti údajů a nemožnost získat detailnější přehled o situaci příslušné banky. Matematické metody nebývají podle poznatků z vyspělých ekonomik účinné pro včasnou signalizaci úpadku banky, který je způsoben podvody a zneužitím, a nelze je použít pro zhodnocení nekvantifikovatelných údajů. Tento způsob dohledu je tedy spíše jen orientační a lze jej dlouhodoběji používat jako hlavní pouze u bezproblémových bank.

Dohled na místě (on-site examinations) představuje zjišťování situace v každé jednotlivé bance. Převládá především u problémových bank, nicméně i u zdravých bank je v delších časových intervalech nevyhnutelný. Pomocí dohledu na místě lze získat detailní přehled o aktivitách banky. Bývá zaměřen nejen na prověření poctivosti, správnosti a úplnosti příslušných výkazů, ale také na zjišťování dalších skutečností, které matematické metody obvykle nemohou zabezpečit. Dohledem na místě lze například prověřit a posoudit kvalitu zajištění pohledávek, informační toky uvnitř i vně banky, organizační strukturu a z ní vyplývající pravomoci a odpovědnost, technickou, metodickou a personální úroveň řízení rizik aj.

Základním nedostatkem dohledu na místě jsou výrazně vyšší náklady ve srovnání s předchozím způsobem, které se stávají hlavním limitujícím faktorem četnosti jeho provádění. Další bariéru může vytvářet nedostatek kvalifikovaných pracovníků dohledu, který může být do určité míry eliminován dohledem ze strany více institucí.

Důležitou otázkou je institucionální uspořádání dohledu bank. Pokud jde o dohled na dálku, je vždy touto institucí vrcholná měnová autorita, resp. centrální banka. Důvod je zřejmý - je to centrální banka, která provádí měnovou politiku, a k tomu potřebuje základní informace o vývoji v bankovním systému. Tyto informace získává dohledem na dálku. Případné rozdíly se týkají postavení centrální banky - zda je či není jedinou institucí dohledu.

Současné diskuse nad institucionálním uspořádáním dohledu v České republice se tedy vztahují na dohled na místě. Protože tato problematika není hlavním předmětem příspěvku, omezíme se na uvedení základních problémů:

- dohled bank jako samostatný nebo jako součást dohledu nad celým finančním trhem,
- jedna či více institucí dohledu na místě,
- postavení centrální banky v této oblasti.

Z širšího pohledu jsou stejně důležité:
- mezinárodní uspořádání dohledu,
- spolupráce institucí,
- dohled na domovském či hostitelském principu,
- dohled mezinárodně působících bank, aj.

2.3 Dohled v České republice a v Evropské měnové unii

V České republice je jedinou institucí dohledu bank (a brzy také družstevních záložen) na místě Česká národní banka. Podle představ v současnosti by asi do tří až pěti let měl být dohled bank součástí dohledu nad celým finančním trhem. Otázka instituce dohledu je otevřená, v úvahu v zásadě připadají tři možnosti - Česká národní banka, Komise pro cenné papíry, nová instituce.

V celé Evropské unii i v Evropské *měnové* unii je dohled bank na místě založen na národním principu. Rozdíly jsou spojeny s jeho postavením (samostatný nebo jako součást širšího dohledu nad finančním trhem), rozdílná je také úloha národních centrálních bank. Evropská centrální banka se výrazněji angažuje při dohledu multinacionálních bankovních holdingů a jako koordinátor spolupráce národních institucí dohledu. Z obou výše zmíněných principů dostal přednost princip domovské země, se kterým je také spojen společný pas.

3. Řešení krizových situací

Regulace vstupu do bankovní sféry, základní pravidla činnosti bank a pojištění vkladů jsou ve všech zemích Evropské unie řešeny společným postupem založeným především na příslušných direktivách. Lze proto hovořit o poměrně vysokém stupni harmonizace. V případě pomoci ohroženým bankám, resp. preventivních zásahů či řešení krizových situací je ale situace zcela jiná. Žádný společný mechanismus na úrovni Evropské unie či Evropské měnové unie dosud nebyl vytvořen, snad jen s výjimkou několika ustanovení v direktivách v podobě zákazu poskytovat úvěrovou pomoc nesolventním bankám. Pomoc ohroženým bankám tak zůstává na národní úrovni. K problému se vrátíme v části 3.3.

Pod řešením krizových situací se zde rozumějí jak preventivní zásahy, tak zásahy po vypuknutí bankovní krize. Termín pomoc ohroženým bankám zahrnuje jak pomoc bankám, které již mají problémy, tak pomoc bankám, které by se z různých důvodů do problémů mohly dostat.

3.1 Pomoc ohroženým bankám – instituce, formy a zdroje

Již bylo uvedeno, mezi základní cíle systému regulace a dohledu bank v každé vyspělejší ekonomice patří podpora zdraví, bezpečnosti, důvěryhodnosti a efektivnosti bankovního systému. Cíl mimo jiné vyžaduje vytvoření mechanismu, který by bankám, při splnění určitých podmínek, pomohl z problémů za situace, kdy již nemohou získat chybějící prostředky ani na mezibankovním trhu. Tento mechanismus je reprezentován především úvěrovou pomocí tzv. *věřitele poslední instance* (lender of last resort), kterým obvykle bývají centrální banky.

Pomoc však nemusí nutně mít úvěrovou podobu ani nemusí být poskytována pouze centrální bankou.[31] Především tehdy, kdy se ve vážných problémech ocitne velká banka s vlastnickým podílem státu, se do řešení zapojuje stát - buď přímým způsobem (různé formy pomoci ze státního rozpočtu), nebo nepřímo (prostřednictvím založení specializované instituce). Konkrétní příklady těchto forem a způsobů pomoci lze nalézt i v českém bankovním systému ve druhé polovině 90. let minulého století.

Pomoc ohroženým bankám lze členit například podle:

- poskytovatele pomoci:
  - centrální banka,
  - státní specializovaná instituce,
  - soukromá specializovaná instituce (s možností určitého napojení na státní rozpočet),
  - „vláda“, resp. „parlament“ schválením pomoci přímo ze státního rozpočtu,
  - jiné obchodní a další banky;

- formy pomoci:
  - přímá úvěrová pomoc,
  - přímá neúvěrová pomoc (např. odkup cenných papírů),
  - nepřímá úvěrová a neúvěrová pomoc (pomoc jiné, potenciálně ohrožené bance);

- zdrojů pomoci:
  - zdroje centrální banky,
  - rozpočtové prostředky,
  - peníze soukromých subjektů.

Centrální banka může pomoci především *krátkodobým úvěrem na doplnění likvidity*, ale také jinými způsoby. Obvykle jde o doplňky úvěrové pomoci, zejména při *poskytnutí garance na vklady*. Další možnosti jsou spojeny s *poskytnutím nenávratných prostředků*:

- ohrožené bance nikoli přímo úvěrem, ale přes přímé operace na volném trhu s tím, že centrální banka je od této banky připravena odkoupit další cenné papíry, které by za běžné situace v rámci přímých operací na volném trhu nepřijímala;
- bance, která přebírá problémovou banku. V tomto případě jde opět o pomoc především přes přímé operace na volném trhu. Další možností je nenávratná pomoc z rezerv centrální banky vytvořených právě za těmito účely, což také může představovat kombinaci zdrojů v podobě peněz centrální banky a rozpočtových peněz, a to ve smyslu snížení odvodů ze zisku centrální banky do státního rozpočtu nebo zvýšení ztráty centrální banky a úhrady této ztráty z prostředků státního rozpočtu;
- bance, která bude následně nabídnuta k prodeji jinému investorovi. Zde je velmi sporné, zda by mělo jít o peníze centrální banky. Prioritně by měly být použity samozřejmě rozpočtové peníze buď státu, nebo státní specializované instituce. Otázka hlavního koordinátora této formy pomoci - zda centrální banka nebo jiný subjekt - je v této souvislosti vedlejší;
- celému bankovnímu systému pomocí *nástrojů měnové politiky*. Vedle (přímých) operací na volném trhu se především nabízejí snížení úrokových sazeb centrální banky a snížení sazeb (a základny) povinných minimálních rezerv. V těchto případech centrální banka žádné nenávratné prostředky bankám neposkytuje, ale mění strukturu rezerv bank, resp. snižuje nákladovost zdrojů bank. V obou případech povzbuzuje likviditu bank jen nepřímo. Přístup přes měnové

[31] Podrobný rozbor viz Revenda (2001), kap. 25.

nástroje - společně s úvěrovou pomocí centrální banky - je aktuální zejména při vysokém systémovém riziku, a je tedy obvykle spojen s předchozím úpadkem jedné banky či většího počtu bank;

- (státním) *pojišťovnám nebo fondům pro pojištění vkladů v bankách*, a to v přímé souvislosti s bankovní krizí, resp. úpadkem většího počtu bank. Krize se může projevit v nedostatku prostředků na výplatu vkladů. V rámci *povinného* pojištění pak musí někdo zasáhnout - v úvahu přicházejí buď centrální banka, nebo stát, popřípadě oba společně. Pomoc centrální banky nebankovním institucím však má ve vyspělých ekonomikách výrazná zákonná omezení.
-

Za formu pomoci lze také považovat preventivní zásahy, a to především zvýšením úvěrových rámců pro doplňování likvidity. Dokonalou ukázkou preventivních zásahů *na mezinárodní úrovni* byly dohody o úvěrových linkách mezi Federálním rezervním systémem a Evropskou centrální bankou a snížení úrokových sazeb těchto a dalších centrálních bank bezprostředně po teroristických útocích na Spojené státy americké 11. září 2001.

V případech pomoci ***státními*** či ***soukromými specializovanými institucemi*** jde v pravém smyslu slova o pomoc především u státních specializovaných institucí. Obdobné instituce soukromého charakteru „pomáhají“ samozřejmě na ziskovém principu, který je u státních specializovaných institucí více či méně v pozadí.

Základní formou je návratné či nenávratné *odkoupení problémových* aktiv. Tyto operace pro banky představují nejen možné řešení problémů s likviditou, ale navíc často vedou jak ke snížení rizikově vážených aktiv a následnému zvýšení ukazatele kapitálové přiměřenosti, tak ke snížení institucemi dohledu často sledovaného podílu „špatných úvěrů” na celkových úvěrech, resp. aktivech banky. Odkoupení (špatných) aktiv současně snižuje potřebu tvorby rezerv a opravných položek na tato aktiva. Pomoc státních specializovaných institucí je někdy spojena se „záchrannými programy“ organizovanými státem.

Specializované státní instituce mohou bankám rovněž pomoci převzetím některých závazků v kombinaci s převzetím („odkoupením”) některých aktiv. V tomto případě je prioritní snahou obou zainteresovaných subjektů - banky a specializované instituce - obnovení likvidity, resp. dokonce „životaschopnosti” banky.

Další základní možnost představuje ***pomoc ze státního rozpočtu***, která může mít několik forem. Na úkor státního rozpočtu je možné hradit některé závazky příslušné banky, například splácet bankou přijaté úvěry. Ze státního rozpočtu lze bance také poskytnout další zdroje, a to na zvýšení základního kapitálu banky, na doplnění rezervních fondů banky za účelem odpisu špatných úvěrů či na zvýšení dodatkového kapitálu. Tato řešení bude stát preferovat u bank, ve kterých má vlastnický podíl. U akciových bank bez státního podílu pomoc ve formě zvýšení základního kapitálu cestou odkoupení dalších (nově emitovaných) akcií vede k takové změně vlastnické struktury, kterou lze považovat za „částečné znárodňování”. Pomoc ze státního rozpočtu - bez ohledu na to, zda přímá nebo přes specializovanou státní instituci - se může také setkat s tvrdým odporem nejen ze strany politické opozice, ale i ze strany jiných bank. Příkladem je francouzská banka Crédit Lyonnais (1995), u které pomoc vyvolala protesty velkých francouzských bank.

Státní rozpočet také může od banky převzít (a na svůj účet odepsat) některé ztrátové pohledávky nebo poskytnout ohrožené bance úvěr. Nejradikálnějším řešením je sanace banky, která v zásadě představuje komplexní využití všech předchozích možností a často je doprovázena převedením banky pod režim nucené správy a poskytnutím garance na vklady.

V širokém pojetí může mít pomoc od státu několik dalších nepřímých podob. Například rozsáhlejší sanace (státních) podniků či jejich oddlužování z prostředků státního rozpočtu se pozitivně dotkne věřitelských bank. Obdobný charakter takto chápané nepřímé pomoci mohou mít i některé kroky centrální banky. Sníží-li centrální banka své vlastní úrokové sazby, můžeme očekávat pokles úrokové míry v ekonomice a určité odlehčení dlužníkům při úrokových splátkách. To zvyšuje pravděpodobnost včasného splácení úvěrů a tedy i zvýšení kvality aktiv v bankách.

Obecně tak platí, že pomoc ekonomice nepřímo pomáhá i bankám. Otázkami zůstávají efektivnost této pomoci, časový horizont jejích pozitivních dopadů a vliv na chování ekonomických subjektů. Především státní pomoc se může negativně projevit v poklesu finanční disciplíny v ekonomice, rostoucím přesvědčení, že stát „vždy pomůže" atd.

Pomoc ohroženým bankám může také přijít ze strany ***obchodních a dalších bank***, a to na základě výzvy centrální banky, která pak hraje hlavní roli organizátora pomoci. Prostředky však poskytují především - a někdy výhradně - obchodní banky. Jde o úvěry tzv. *věřitelů předposlední instance* (lenders of penultimate resort).

3.2 Rozhodování centrální banky o pomoci ohroženým bankám

Nyní se zaměříme pouze na pomoc centrální banky. Základním požadavkem při rozhodování o pomoci bankám je respektování výhradně ekonomických kritérií, svou roli ale mohou také hrát politické aspekty. Centrální banka by měla zvažovat

- *nebezpečí systémového rizika*: kritérium nesmí být spojováno pouze s velikostí ohrožené banky, neměla by tedy platit „doktrína" *too-large-to-fail*, kdy některé banky „jsou tak velké, že je nelze nechat zbankrotovat". Systémové riziko lze snížit nejen pomocí ohrožené bance, ale také všem dalším - zdravým - bankám, které by mohly být ohroženy úpadkem problémové banky. Tento druhý způsob řešení je vhodnější v především v případě, kdy ohrožená banka je nesolventní;
- *náklady na záchranu ohrožené banky*: stěžejním požadavkem je, aby byly nižší než přínosy. Problém spočívá především ve velmi obtížném vyčíslení nákladů i přínosů;
- *důvody problémů banky*: pokud jde například o podvodné machinace členů vedení či vlastníků, je z tohoto pohledu vhodné banku co nejrychleji uzavřít nebo donutit akcionáře k jejímu odprodeji jiným investorům (a pohnat k odpovědnosti osoby, které se podvodů účastnily). Naopak, je-li hlavním důvodem problémů například ekonomická recese vedoucí k nízké likviditě bank, věřitel poslední instance by měl chybějící likviditu doplnit;
- *likviditu a solventnost ohrožené banky*: nyní předpokládáme, že lze relativně přesně určit, zda banka je či není solventní. V zásadě platí, že pomoc by měla získat pouze *dočasně nelikvidní, ale solventní* banka. Nesolventní bance by věřitel poslední instance pomáhat neměl bez ohledu na to, zda tato banka je nebo není likvidní. Z toho opět vyplývá, že jde-li o velkou banku, „nákaze" z jejího úpadku lze čelit úvěrovou a další pomocí zdravým bankám. *Pomoc nesolventní bance by tak měla přijít od akcionářů banky* – situace se samozřejmě komplikuje, je-li důležitým akcionářem stát.

Cíl regulace a dohledu bank v podobě zabezpečování efektivnosti, bezpečnosti a důvěryhodnosti bankovního systému tedy rozhodně nelze vykládat jako povinnost pomáhat kterékoli bance. V řadě případů je ekonomicky mnohem správnější pomoc některým bankám odmítnout, a řešit pouze potenciální negativní dopady na jiné banky.

V zásadě lze skutečně zachránit každou banku, otázkou ale je „kolik (a koho) to bude stát" a také jaký „příklad" případná záchrana dá dalším bankám. Snaha o záchranu bank za každou cenu je nejen neefektivní a velmi nákladná, ale může také vést k přesvědčení dalších bank, že budou vždy zachráněny - to v nich posiluje přesvědčení o tom, že mohou podstupovat jinak neúnosná rizika. Finanční disciplína bank klesá a naopak roste jejich morální hazard. Relativně vysoká pravděpodobnost pomoci bankám tak dokonce může působit *proti* bezpečnosti a zdraví bank v ekonomice.

Vedle těchto aspektů je ještě nutné uvést, že pomoc centrální banky má emisní účinky, a může se tak dostat do rozporu s cíli měnové politiky. Přímé emisní účinky v podobě zvýšení rezerv bank mají úvěrová pomoc a odkup cenných papírů, nepřímé dopady se projevují přes záměrné či poskytnutou pomocí vyvolané snížení krátkodobé úrokové míry.

3.3 Řešení v České republice a v Evropské měnové unii

V **České republice** se od zahájení bankovní reformy v roce 1990 dostala do problémů řada bank. Dvě problémové situace lze označit za bankovní krize. Základním obecným důvodem problémů bank byly špatné úvěry.

Pomoc se špatnými *starými* úvěry lze označit za objektivní ve smyslu hlavních příčin existence těchto úvěrů. Problémy bank v souvislosti se špatnými *novými* úvěry lze zase do jisté míry považovat za problémy spojené s transformací ekonomiky vyvolané i takovými příčinami, jakými byly nekvalitní právní úprava, nezkušenosti bankovního dohledu, tlaky na „proúvěrování privatizace" a samozřejmě také zcela subjektivní zájmy a cíle některých subjektů.

Obě bankovní krize se lišily počtem a velikostí bank a „způsobem vzniku", což také výrazně ovlivnilo přístupy k řešení.

V roce 1996 byla bankovní krize spojena s úpadkem vyššího počtu malých bank, které vznikly až po roce 1989. Při řešení krize se výrazně angažovala Česká národní banka. Tato pomoc měla dvě základní podoby - Konsolidační program II a Stabilizační program. Samostatně byla řešena situace Agrobanky.

Konsolidační program II představoval:

- přitvrzení přístupu České národní banky k problémovým bankám a z toho vyplývající potřebu zabránit systémové krizi a ztrátě důvěryhodnosti českého bankovnictví;
- vyšší zapojení akcionářů do řešení problémů (zejména cestou zvýšení kapitálu), značné zvýšení pojistné ochrany vkladatelů a celkově výrazně aktivnější spoluúčast centrální banky v podobě pomoci při vyhledávání nových investorů;
- zaměření na malé banky - program se obecně týkal patnácti bank s důsledky pro devět z nich v podobě prodeje jiným investorům, zavedení nucené správy či dokonce odebrání licence. Šlo o banky, jejichž podíl na bilanční sumě celého druhého stupně bankovního systému v době zařazení do Konsolidačního programu II činil celkem 3,75 %.

Konsolidační program II byl v roce 1997 nahrazen ***Stabilizačním programem***, který byl opět zaměřen pouze na malé banky. Podstatou programu, do kterého vstoupilo šest bank, bylo nahrazení nekvalitních úvěrů a dalších aktiv likvidními prostředky - v podobě rezerv a pokladničních poukázek - na základě návratného odkupu aktiv specializovanou společností Česká finanční, s. r. o., založenou v roce 1997. Banky měly prodaná aktiva odkupovat zpátky v časovém horizontu pěti až sedmi let, během kterých musely tvořit na zpětný odkup rezervy.

Samostatné řešení v případě Agrobanky - největší banky bez státní účasti, s podílem 3,57 % na bilanční sumě bankovního systému - znamenalo nucenou správu a souběžně poskytnutí neodvolatelné garance na vklady banky Českou národní bankou. Později byla Agrobanka rozdělena na „špatnou část", likvidovanou centrální bankou, a „dobrou část", která byla v červnu 1998 prodána firmě General Electric, resp. nově založené bance GE Capital Bank. Česká národní banka se pak podílela na úhradě ztráty GE Capital Bank za rok 1998.

V letech 1998-2000 se krize naopak týkala tří velkých bank, z nichž dvě působily již v období před bankovní reformou a třetí byla založena v přímé souvislosti s touto reformou. Dvěma bankám se státním podílem pomáhal stát a banky byly později privatizovány. Třetí v té době již privatizovaná banka byla po kratičké epizodě nucené správy odprodána jiné bance a následně „pročišťována" odkupem špatných aktiv.

Vedle těchto krizí vznikaly problémové situace u řady menších bank. V letech 1993 - 1995 Česká národní banka využívala ***zavedení nucené správy (a odebírání licencí)***, a to nejen u bank s velkým podílem špatných nových úvěrů a dalších pohledávek, ale také u těch bank, kde existovalo důvodné podezření ze spojení problémových úvěrů s podvodnými praktikami členů vedení nebo hlavních akcionářů bank. ***Licence byly odebrány*** také dvěma menším bankám v roce 2003. Šlo o Union Banku a Plzeňskou banku.

V současnosti mají banky v České republice uloženo u České národní banky téměř 460 mld. Kč - 60 % pasív ČNB - v rámci repo operací, tj. v podobě vysoce likvidních rezerv. Jde o situaci ve světě značně ojedinělou. To samozřejmě neznamená, že některé banky se nemohou setkat s problémem nedostatečné likvidity či dokonce s problémem insolvence. Vzhledem k členství České republiky v Evropské unii lze však přepokládat, že státní pomoc bankám je minulostí a že potenciální pomoc mohou banky očekávat pouze od centrální banky v roli věřitele poslední instance pouze při krátkodobých problémech s likviditou. Náklady na řešení možných *nových* problémů bank by tak v budoucnosti měly být zcela zanedbatelné. Tento závěr podporují dvě skutečnosti - privatizace bank a spojení již přes 90 % všech bankovních aktiv v současnosti s bankami se zahraničním kapitálem.

V **Evropské měnové unii** jsou možnosti řešení krize bankovního systému členské země mnohem složitější. Důvody tohoto tvrzení jsou jednotná měnová politika a společná měna euro.

Řešení bankovní krize či pomoc problémovým bankám lze obecně opět spojovat s jinými bankami, členským státem (státní specializovanou institucí) a centrální bankou.

Řešení spojené s pomocí ***jiných bank*** je sice „plně tržní", ale také velmi omezené v případech hlubších krizí bankovního systému jako celku.

Státní pomoc může mít formy uvedené v předchozích částech, nicméně je nutné zdůraznit, že zde abstrahujeme od právních aspektů. Státní pomoc pro členské země celé Evropské unie by vyžadovala souhlas Evropské komise a v současnosti je v zásadě zakázána. Ostatně, nepřímým příkladem velmi problematické možnosti pomoci od státu je prověřování oprávněnosti dříve poskytnuté státní pomoci několika bankám v České republice v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie. Navíc je zřejmé, že vzhledem k „napjatosti" většiny státních rozpočtů členských zemí Evropské měnové unie by se příslušný stát mohl dostat do problémů s nedostatkem prostředků pro poskytnutí pomoci.

Vracíme se opět k pomoci ***centrální banky*** jako věřitele poslední instance. Základní otázkou pro Evropskou měnovou unii je, která centrální banka by tuto roli měla plnit. *Národní centrální banky* mají v souvislosti s jednotnou měnovou politikou značně omezené možnosti pomoci, ať již v podobě poskytnutí úvěru, či odkupu cenných papírů. O jiných formách pomoci, např. snížením úrokových sazeb či sazeb povinných minimálních rezerv, nelze v zásadě vůbec uvažovat.

Evropská centrální banka provádí jednotnou měnovou politiku na území Evropské měnové unie a je - samozřejmě s výjimkou celého druhého stupně bankovního systému s emisí peněz prostřednictvím multiplikace - v podstatě výsadním emitentem peněz. Mohla by tedy plnit také roli věřitele poslední instance. Pomoc by však jistě vyvolala střet zájmů mezi členskými zeměmi. Pomoc bance s hlavním sídlem v jedné ze zemí Evropské měnové unie by zakládala „nárok" jiných zemí na pomoc v případech problémů „jejich" bank.

Evropská centrální banka ale může snížit úrokové sazby či sazby povinných minimálních rezerv - samozřejmě jednotně ve všech členských zemích, a nikoli tedy pouze v zemi, které hrozí bankovní krize. To by také znamenalo, že na nákladech řešení krize by se nepřímo podílely všechny státy měnové unie.

V případě systémové krize, která by se týkala bankovních systémů více zemí Evropské měnové unie, by Evropská centrální banka zřejmě musela převzít za řešení této krize odpovědnost. V současnosti k tomu ale jednak nemá oprávnění a jednak ani ze strany národních institucí dohledu dostatek informací nutných k rychlému a popřípadě i preventivnímu zásahu.

Země Evropské měnové unie zatím neprošly bankovními krizemi, problémy bank byly řešeny především formou pomoci ze strany jiných bank při koordinaci a nepřímé podpoře národních centrálních bank. Současný relativně bezproblémový vývoj však samozřejmě neznamená, že se zemím Evropské měnové unie vyhnou vážné problémy také v budoucnosti.

Bez jakéhokoli náznaku ze strany autora příspěvku, že některým členským zemím Evropské měnové unie hrozí krize bankovního systému, je rozhodně možné pochybovat, zda víra ve zdravý vývoj, spojená např. s úpravou pravidel kapitálové přiměřenosti bank, by mohla být dostatečným argumentem pro současný neujasněný stav.

Literatura:

[1] Bordo, M. D., Wheelock, D. C. (1998): „Price Stability and Financial Stability: The Historical Record", *Review*, 80 (5), Federal Reserve Bank of St. Louis, 41-62.

[2] Goodhart, C. A. E. et al. (2000): „Which Lender of Last Resort for Europe?", Central Banking Publications, London.

[3] Goodhart, C. A. E., Haizhou Huang (2000): „A Model of the Lender of Last Resort", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, p. 49, www-siepr-stanford.edu.

[4] Kaufman, G. G. (2000): „Banking and currency crises and systemic risk: Lessons from recent events", *Economic Perspectives*, XXIV (3), Federal Reserve Bank of Chicago, 9-28.

[5] Revenda, Z. (2001): „Centrální bankovnictví", Management Press, Praha, 2. vydání.

[6] Revenda, Z. (2000): „Centrální banka jako věřitel poslední instance ve světle problémů české ekonomiky", *Politická ekonomie*, XLVIII (3), 335-351.

[7] Velde, F. R. (1998): „Lessons from the history of money", *Economic Perspectives*, XXII (1), Federal Reserve Bank of Chicago, 2-16.

Regulácia finančného trhu v SR po vstupe do EÚ
Richard Hulín

Pred vstupom do EÚ

- 1999 – zákon o kolektívnom investovaní
- 2000 – zákon o burze cenných papierov
  – zákon o Úrade pre finančný trh
- 2001 – zákon o cenných papieroch a investičných službách
- 2002 – zákon o burze cenných papierov
  – zákon o poisťovníctve
  – zákon o dohľade nad finančným trhom
- 2003 – zákon o kolektívnom investovaní
- 2004 – zákon o dohľade nad finančným trhom

Vstup do EÚ

- vnútorný trh EÚ
  - sloboda pohybu tovarov, osôb, služieb a kapitálu
- zosúladenie minimálnych podmienok pre udelenie povolenia a uznávanie národných noriem dohľadu
- spoločnosť spĺňajúca podmienky v jednom členskom štáte ich automaticky spĺňa aj vo všetkých ostatných (single passport)
- výkon dohľadu domovským štátom

Princíp jednotnej licencie - zahraničné subjekty v SR

- sloboda usadiť sa
  - 3 pobočky zahraničných bánk
  - 2 pobočky zahraničných obchodníkov s cennými papiermi
  - 2 pobočky zahraničných poisťovní
- sloboda poskytovať služby
  - 76 zahraničných bánk
  - 143 zahraničných obchodníkov s cennými papiermi
  - 160 zahraničných poisťovní
  - 218 zahraničných UCITS fondov

Princíp jednotnej licencie - slovenské subjekty v zahraničí

- sloboda usadiť sa
  - 2 poisťovne
- sloboda poskytovať služby
  - 4 obchodníci s cennými papiermi
  - 4 poisťovne

Regulácia finančného trhu

- ÚFT nemá regulačnú právomoc
  - metodické usmernenia a odporúčania Rady
- účasť na príprave európskej legislatívy

- Lamfalussyho proces – 4 úrovne
- CESR, CEIOPS – 2. a 3. úroveň

Aktuálne úlohy ÚFT

- kapitálový trh, poisťovníctvo, starobné dôchodkové sporenie
  - dohľad a medzinárodná spolupráca v harmonizovaných odvetviach
  - 2. a 3. pilier dôchodkovej reformy
- integrácia dohľadu nad finančným trhom
- účasť na príprave a tvorbe regulácie finančného trhu

Příspěvek uveřejňujeme v přepisu původní verze předložené v programu Power Point.

Bratislavská burza po vstupe Slovenska do EÚ
Mária Hurajová

Implementácia smerníc EÚ do legislatívy SR

* 2002 - 2005
  19 smerníc pre oblasť kapitálového trhu už zapracovaných do národnej legislatívy
* 2005
  budú zapracované 3 smernice s lehotou pre transpozíciu od 1. 7. 2005 do 30. 6. 2006

Zákony novelizované v súvislosti so vstupom SR do EÚ (oblasť kapitálového trhu)

* **Zákon** č. 429/2002 Z.z. **o burze cenných papierov** v znení neskorších predpisov (ZoB)
* **Zákon** č. 566/2001 Z.z. **o cenných papieroch a investičných službách** a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ZoCP)
* **Zákon o dohľade nad finančným trhom** v znení neskorších predpisov
* **Zákon** č. 594 **o kolektívnom investovaní**
* **Zákon** č. 483/2001 Z.z. **o bankách** a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
* Ďalšie zákony upravujúce oblasť kapitálového trhu, vyhlášky Ministerstva financií a i.

Dopad legislatívnych zmien
Hlavné oblasti:

* **Členovia**
* **Emitenti**
* **Transparentnosť trhu**
* **Inšpekčná činnosť**

Členovia

* **zrušila sa podmienka členstva - povinnosť mať sídlo v SR;**
* **upresnenie definície, aké osoby môžu byť členmi burzy a aké podmienky musia byť splnené.**

§ 20 odsek 1
a) právnická osoba oprávnená na poskytovanie investičných služieb podľa osobitného zákona, na ktorú sa vzťahuje povinnosť dodržiavať ustanovenia o primeranosti vlastných zdrojov podľa osobitných predpisov alebo podľa právnych aktov iného štátu, ktoré sú rovnocenné s ustanoveniami právnych aktov Európskeho spoločenstva a Európskej únie upravujúcimi primeranosť vlastných zdrojov bánk alebo obchodníkov s cennými papiermi,
b) správcovská spoločnosť alebo zahraničná správcovská spoločnosť, ak táto právnická osoba, správcovská spoločnosť alebo zahraničná správcovská spoločnosť spĺňa podmienky členstva uvedené v burzových pravidlách."

Emitenti

* zjednotenie doterajšieho kótovacieho prospektu a prospektu cenného papiera do jedného formátu, platného v celej EÚ,
* zjednodušenie administratívnych postupov schvaľovania prospektov určením jediného zodpovedného orgánu za ich schvaľovanie (Úrad pre finančný trh) a skrátenie lehoty na schválenie prospektu z 3 mesiacov na 10 dní,
* zavedenie jednorázového povolenia pre emitenta platného v celom spoločenstve (európsky pas),
* umožňuje sa emitentom väčšia flexibilita pri zostavovaní prospektov – bude ho možné zostaviť nielen ako jeden dokument ako doteraz, ale aj zložiť ho z troch dokumentov (registračný dokument, opis cenných papierov a súhrn),
* predĺženie platnosti prospektu zo súčasných 6 mesiacov na 12 mesiacov za podmienky aktualizácie údajov v ňom obsiahnutých,
* rozširuje sa rozsah výnimiek, kedy nie je pri verejne ponuke, resp. pri prijatí na trh burzy potrebné zostaviť prospekt, napríklad jeho zostavenie sa nevyžaduje u ponúk vyhradených len pre kvalifikovaných investorov,
* umožňuje sa eminentom uvádzať údaje v prospekte prostredníctvom odkazov na dokumenty už predtým podané na Úrad pre finančný trh,
* možnosť využívať nové metódy zverejňovania prospektov a informácií určených investorom prostredníctvom zariadení elektronickej komunikácie, napríklad internetových stránok emitenta alebo regulovaného trhu,
* na uľahčenie cezhraničných ponúk sa odstraňuje povinnosť emitenta preložiť prospekt do všetkých príslušných úradných jazykov štátov, v ktorých vykonáva verejnú ponuku alebo kde sú jeho cenné papiere prijaté na regulovaný trh, ale postačí jeho vyhotovenie v jazyku používanom vo sfére medzinárodných financií a preklad súhrnu do úradných jazykov dotknutých členských štátov.

Transparentnosť trhu

Ciele, sledované novelou zákona o cenných papieroch:

* plne harmonizovať zákazy manipulácie s trhom s pravidlami EÚ, najmä so smernicou Európskeho parlamentu a Európskej rady zo dňa 28. januára 2003 o obchodovaní s využitím dôverných informácií (zneužívanie trhu) č. 2003/6/ES a s implementačnými opatreniami prijatými na jej vykonanie,
* harmonizovať úpravu dohľadu nad činnosťou obchodníkov s cennými papiermi a správcovskými spoločnosťami so smernicou Európskeho parlamentu a Európskej rady č.2002/87/ES o doplňujúcom dohľade nad finančnými konglomerátmi,

* harmonizovať úpravu záložného práva k cenným papierom so smernicou Európskeho parlamentu a Európskej rady č. 2002/47/ES o finančných kolateráloch,
* posilniť právomoci orgánu dohľadu nad obchodovaním s finančnými nástrojmi a vybaviť ho ďalšími nástrojmi, prostredníctvom ktorých bude môcť účinne zasahovať v prípade porušenia zákona,
* reagovať na zmeny v eurolegislatíve v oblasti kapitálového trhu, ktoré boli vykonané v roku 2003,
* zvýšiť úroveň ochrany účastníkov finančného trhu.

Manipulácia s trhom

a) obchod alebo pokyn na vykonanie obchodu vrátane ich kombinácie vydávajúci alebo spôsobilý vydať nepravdivé, poplašné alebo zavádzajúce signály o ponuke, dopyte alebo cenách finančných nástrojov alebo ktorý vykonávaný samostatne jednou osobou alebo v spolupráci s viacerými osobami spôsobí dosiahnutie alebo udržanie ceny jedného finančného nástroja alebo viacerých finančných nástrojov na neprirodzenej alebo umelej úrovni; manipulácia s trhom nie je, ak osoba uskutočňujúca obchod alebo osoba dávajúca pokyn na vykonanie obchodu preukáže, že má zákonný dôvod na vykonanie takého obchodu a tento obchod je v súlade s burzovými pravidlami a s prijatou trhovou praxou,

b) obchod alebo pokyn na vykonanie obchodu vykonávaný s použitím akejkoľvek formy podvodného konania alebo machinácie,

c) šírenie informácií prostriedkami zverejnenia 103) alebo akýmikoľvek inými prostriedkami, ktoré vydávajú alebo sú spôsobilé vydať falošné alebo zavádzajúce signály o ponuke, dopyte a cenách finančných nástrojov vrátane šírenia nepravdivých, zavádzajúcich alebo poplašných správ; manipulácia s trhom nie je 1. šírenie nepravdivej alebo zavádzajúcej správy osobou, ktorá nemohla vedieť, že táto správa je nepravdivá alebo zavádzajúca, 2. rozširovanie informácie novinárom pri výkone jeho povolania, ak pritom koná v súlade s pravidlami novinárskeho povolania, pričom tento novinár v súvislosti s rozširovaním tejto informácie nezískal priamo alebo nepriamo prospech.

Za manipuláciu s trhom podľa odseku 1 sa považuje najmä

a) činnosť vykonávaná samostatne jednou osobou alebo v spolupráci s viacerými osobami, ktorých účelom je zabezpečenie dominantného postavenia vo vzťahu k ponuke alebo dopytu finančného nástroja a ktoré majú za následok priamo alebo nepriamo zafixovanie cien finančných nástrojov alebo vytvorenie iných nespravodlivých obchodných podmienok pre ostatných účastníkov trhu,

b) nákup alebo predaj finančných nástrojov v záverečnej fáze obchodného dňa na regulovanom trhu na účely zavádzania investorov konajúcich podľa záverečných cien,

c) využitie príležitostného alebo pravidelného prístupu k prostriedkom zverejnenia na vyjadrenie názoru o finančnom nástroji alebo o jeho emitentovi a následné dosiahnutie zisku alebo iného prospechu z vplyvu vyjadrenia tohto názoru na vývoj ceny tohto finančného nástroja, ak osoba vyjadrujúca názor o finančnom nástroji alebo o jeho emitentovi je zainteresovaná na obchode s týmto finančným nástrojom a tento konflikt záujmov nebol zverejnený.

Zneužitie dôverných informácií

(1) Za dôvernú informáciu sa na účely tohto zákona považuje presná informácia, ktorá nebola zverejnená, ktorá sa priamo alebo nepriamo týka jedného emitenta alebo niekoľkých emitentov

finančných nástrojov, alebo jedného finančného nástroja alebo niekoľkých finančných nástrojov a ktorá by po tom, čo bola zverejnená, pravdepodobne významne ovplyvnila kurz alebo cenu týchto finančných nástrojov alebo cenu súvisiacich derivátov týchto finančných nástrojov.

(2) Za presnú informáciu sa na účely tohto zákona považuje informácia, ktorá naznačuje súbor okolností, ktoré nastali alebo o ktorých sa môže odôvodnene predpokladať, že nastanú, alebo udalosť, ktorá nastala alebo je odôvodnené očakávať, že nastane a ktorá je dostatočne konkrétna, aby umožnila vyvodenie záveru o možnom vplyve tohto súboru okolností alebo udalostí na kurz alebo cenu finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich derivátov týchto finančných nástrojov.

(3) V prípade derivátov odvodených od komodít sa za dôvernú informáciu na účely tohto zákona považuje presná informácia, ktorá nebola zverejnená, ktorá sa priamo alebo nepriamo týka jedného derivátu alebo viacerých takých derivátov a ktorú by účastníci trhov, na ktorých sa s takými derivátmi obchoduje, očakávali, že dostanú v súlade so všeobecne záväznými právnymi predpismi, burzovými pravidlami alebo v súlade s prijatou trhovou praxou na trhoch, na ktorých sa s takými derivátmi alebo s podkladovými nástrojmi týchto derivátov obchoduje.

(4) V prípade osôb, ktoré vykonávajú pokyny týkajúce sa finančných nástrojov, sa za dôvernú informáciu na účely tohto zákona považuje aj presná informácia, ktorú takýmto osobám oznámil klient a ktorá sa týka ním podaných nevybavených pokynov a ktorá sa priamo alebo nepriamo týka jedného emitenta alebo niekoľkých emitentov finančných nástrojov alebo jedného finančného nástroja alebo niekoľkých finančných nástrojov a ktorá by po tom, čo bola zverejnená, pravdepodobne významne ovplyvnila kurz alebo cenu týchto finančných nástrojov alebo cenu súvisiacich derivátov týchto finančných nástrojov.

(5) Za informáciu, ktorá by po tom, čo bola zverejnená, pravdepodobne významne ovplyvnila kurz alebo cenu finančných nástrojov alebo cenu súvisiacich derivátov týchto finančných nástrojov, sa na účely tohto zákona považuje informácia, ktorú by uvážlivý investor pravdepodobne použil ako súčasť východísk svojich investičných rozhodnutí; uvážlivým investorom sa na účely tohto zákona rozumie investor, ktorý vychádza pri svojich investičných rozhodnutiach z informácií, ktoré má k dispozícii pred uskutočnením investičného rozhodnutia.

(6) Prijatou trhovou praxou sa na účely tohto zákona rozumejú zaužívané postupy uplatňované na príslušných finančných trhoch a ktoré sú uvedené v zozname vydanom úradom podľa odseku 7. Všeobecne záväzný právny predpis, ktorý vydá ministerstvo, ustanoví kritériá posudzovania trhovej praxe.

(7) Úrad vydá zoznam uznaných prijatých trhových praxí spolu so zdôvodnením ich zaradenia do zoznamu a oznámi ich Výboru európskych regulátorov. Pred zaradením prijatej trhovej praxe do zoznamu alebo pred zmenou tohto zoznamu si úrad vyžiada stanovisko záujmového združenia zastupujúceho emitentov, poskytovateľov investičných služieb, investorov pôsobiacich na príslušnom trhu, organizátorov príslušného trhu a príslušného orgánu zodpovedného za dohľad nad týmto trhom; ak prebieha výkon dohľadu, ktorý sa dotýka subjektu, s ktorým sa má vykonať konzultácia, môže úrad odložiť jej vykonanie až do ukončenia dohľadu alebo udelenia sankcie. Zdôvodnenie zaradenia prijatej trhovej praxe do zoznamu musí obsahovať vysvetlenie faktorov, ktoré boli rozhodujúce na jej uznanie. Pri zmene zaradenia prijatej trhovej praxe je úrad povinný vyžiadať si stanovisko subjektov, s ktorými konzultoval zaradenie prijatej trhovej praxe do zoznamu podľa prvej vety. Úrad je povinný pravidelne preskúmavať zaradenie trhovej praxe do zoznamu podľa prvej vety a tento zoznam aktualizovať.

(8) Zasvätenou osobou sa na účely tohto zákona rozumie právnická osoba alebo fyzická osoba, ktorá získala dôvernú informáciu
a) na základe členstva v štatutárnych, riadiacich a dozorných orgánoch emitenta,
b) na základe svojej účasti na základnom imaní emitenta,
c) na základe prístupu k informáciám pri výkone svojho zamestnania, povolania alebo svojej funkcie,
d) v súvislosti so spáchaním trestného činu.

(9) Zasvätená osoba
a) nesmie využiť dôvernú informáciu tak, že na svoj účet alebo na účet tretej osoby priamo alebo nepriamo kúpi, predá alebo inak nakladá s finančným nástrojom, ktorého sa táto informácia týka, alebo sa o takú kúpu, predaj alebo nakladanie pokúsiť; to neplatí, ak zasvätená osoba je kúpou, predajom alebo nakladaním s týmto finančným nástrojom povinná splniť svoj záväzok zo zmluvy uzavretej pred získaním dôvernej informácie,
b) nesmie oznámiť alebo sprístupniť inej právnickej osobe alebo fyzickej osobe dôvernú informáciu, pokiaľ oznamovanie tejto informácie nie je súčasťou jej zamestnania, povolania alebo funkcie,
c) nesmie presviedčať inú osobu alebo odporúčať inej osobe nadobudnutie, predaj alebo iné nakladanie s finančným nástrojom na základe znalosti dôvernej informácie týkajúcej sa tohto investičného nástroja.

(10) Ak je zasvätenou osobou právnická osoba, zákaz využiť dôvernú informáciu podľa odseku 9 sa vzťahuje aj na fyzické osoby, ktoré sa zúčastňujú na rozhodovaní o vykonaní obchodu na účet tejto právnickej osoby.

(11) Zákaz podľa odseku 9 sa vzťahuje aj na právnické osoby alebo fyzické osoby neuvedené v odsekoch 8 a 10, ktoré získali dôvernú informáciu, ak tieto osoby vedia alebo by mali vedieť, že ide o dôvernú informáciu.

O Burze cenných papírů v Praze
Petr Koblic

Za nosné téma svého vystoupení jsem zvolil informaci o pozitivních novinkách z českého kapitálového trhu a z Burzy cenných papírů v Praze.

Nemohu si odepřít potěšení vám oznámit, že během příštího týdne se na Pražskou burzu během třinácti měsíců dostane již třetí nová emise. Bude to emise společnosti CME, vlastník televize Nova. Tato emise je od r. 1994 obchodována na systému NASDAQ ve Spojených státech a prošla si svým od emisních cen někde kolem 10 – 15 dolarům až k 15 – 60 dolarům. Potom na cenu 10 centů ve chvíli, kdy došlo k nešťastné situaci s vlastnictvím TV Nova. Teď stojí zpátky 50 dolarů. Jako účastníci kapitálového trhu jsme si mysleli, že máme recepty na nějaké výborné investice v zahraničí, a přitom jedna z výborných investicí nám ležela přímo před očima - šlo o to, vsadit si proti Českému státu v arbitráži o TV Nova. Výnos z 10 centů na 50 dolarů je 500-ti násobek. Za každých investovaných 1000 dolarů výnos půl milionu dolarů je poměrně zajímavá záležitost. Takže tato emise, byť s ne garancí obdobného vývoje do budoucna, ale s relativně dobrým renomé a s relativně zajímavým portfoliem ve svých dceřiných společnostech přichází

na pražskou burzu. Doufám, že kotace se povede do konce června. Prakticky v cestě stojí už jen administrativní kroky.

Další dobrou zprávou, která se objevila minulý týden, je náš objem obchodů na pražské burze, který minulý čtvrtek překonal objem obchodů za celý loňský rok, to je 479, 9 miliardy korun. Samozřejmě uvádím pouze objemy obchodů u akcií, protože směšování s dluhopisy je značně zavádějící.

Třetí dobrou zprávou je regionální srovnání burz ve Střední Evropě. Tento výsledek nám zaručuje poměrně se značnou převahou vedoucí pozici v regionálních burzách ve Střední Evropě se zobchodovanými 15,3 miliardy euro od začátku roku relativně s velkým odstupem před Vídeňskou burzou, která zobchodovala 12,7 miliard euro, před Varšavskou s 8,7 a Budapešťí s 7,2 miliardy euro. Prakticky objem obchodování na pražské burze za prvních pět měsíců tohoto roku jen v akciích představoval stejný objem jako Varšava a Budapešť dohromady a dokonce za měsíc duben to byl vyšší objem než Vídeň a Varšava dohromady.

Jsou to obrovské překvapující pozitivní výsledky pro český kapitálový trh, zejména pro naše členy. Protože to jsou výsledky obchodníků, kteří přicházejí s obrovským know-how a dobrou likviditou na pražskou burzu. Myslím si, že v tom je hlavní deviza českého kapitálového trhu. Největší obchodníci u nás jsou naprosto srovnatelní se zahraničními obchodníky z Londýna, co se týče kvality a jejich přístupu k práci. Za to vděčíme asi tomu, že před jsme před několika lety implementovali tzv. quote-driven systém na rozdíl od tzv.order-driven systému, který význam obchodníků lehce potlačuje. V order-driven systému kvalita obchodníků, kteří jen posílají objednávky na burzu, nemusí být tak vysoká. Domnívám se, že výsledky naší burzy - ve srovnání s jinými trhy, které provozují order-driven systém - to potvrzují.

Nyní bych chtěl pohovořit o jednom segmentu trhu, o který se nyní burza začíná zajímat.Jedná se o obchodování instrumentů, které jsou podobné derivátům, ale deriváty to úplně nejsou. Jsou to instrumenty, které jsou obvyklé na ostatních kapitálových trzích v okolí. Mluvíme o Warrant Investment Certificates a ETFs (Exchange Traded Funds). Na tyto instrumenty se při přípravě našeho zákona o cenných papírech a později i při přípravě zákona o podnikání na kapitálovém trhu tak trochu zapomnělo. I nyní v diskusích s regulátorem narážíme na společné problémy, kam tyto instrumenty zařadit. V celku se shodujeme, že v zásadě to deriváty zcela nejsou, ale normální akcie to také nejsou. Tady narážíme na interpretační problémy některých ustanovení a otázkou je, zda budeme schopni obchodní aktivitu s těmito instrumenty zahájit, aniž bychom upravovali zákon.

Varanty a certifikáty jsou v zásadě úplně totéž. Záleží na té které legislativě. Jsou legislativy, které raději používají pojem certifikáty, některé jiné používají pojem varanty. Varanty jsou v zásadě velice jednoduché put nebo call opce, ale s tím, že nemají všechny charakteristiky normálních opcí (tzn. neomezené potenciály ztrát atd.). První emise varantů v Evropě vznikla již v roce 1986 tuším v Německu. Momentálně ten trh je relativně obrovský v Německu. Pokud jsem se dobře díval na statistiky – za prvních pět měsíců roku bylo zobchodováno zhruba za 6 mld euro hodnoty těchto varantů. Celková hodnota podkladových aktiv vypsaných na německém trhu je zhruba 60 miliard, což je obrovská částka. Zajímavé je, že výsledky obchodování těchto instrumentů jsem našel vždy mezi normálními akciemi, nikoliv mezi deriváty, takže je zde jasný názor legislativ okolních zemí a regulátorů na tyto instrumenty. Existují samozřejmě i určité speciální druhy těchto instrumentů. Byli bychom rádi, kdybychom utvořili prostor na burze pro obchodování těch nejjednodušších z nich. Jsou to plain vanila varanty. Strukturované produkty jsou trošku složitější a prodávají se ve formě fondů. Pravděpodobně by přicházely na řadu až jako další fáze.

V Evropě se obvykle obchodují tyto instrumenty na podkladová aktiva, většinou akcie (asi 45 %) nebo akciové indexy (asi 50 %). Tím by se zde mělo začít. Tyto produkty jsou dobrým výchozím produktem pro obchodování drobných investorů na burze, byť mají stále nálepku, že je to něco jako deriváty. V zásadě ale derivátové riziko neomezené ztráty nepřinášejí, naopak přinášejí možnost investovat do celého indexu, aniž by se investor musel složitě přizpůsobovat relativně problematickému institucionálnímu trhu futures, který u nás navíc stále neexistuje. Za to, co jsem teď řekl, mě nebudou mít možná úplně rádi emitenti klasických a strukturovaných fondů, kteří samozřejmě podobné instrumenty, ať už strukturované, garantované, prodávají přímo svým investorům přes distribuční sítě. Prodávají je samozřejmě s poplatkem, který je efektivně o mnoho vyšší, než za kolik by si to zájemci mohli koupit na burzách. Výhodou je naprostá jednoduchost, bezpečnost a u některých varantů i možnost jištění portfolia, které máte v akciích a které potřebujete zajistit proti případným poklesům.

Rád bych se nyní zmínil o procesu kotace takovýchto emisí. Vycházel jsem z údajů, které mám z německé burzy. Tam v zásadě říkají, že registrace první emise nějaké nové série, se kterou někdo přijde, trvá zhruba dva dny. V našich poměrech bychom byli rádi, kdyby to bylo možné za dva týdny. Ale musím říci, že právě v oblasti emise cenných papírů jsme navázali výbornou spolupráci s Komisí pro cenné papíry.

Zaregistrování každé další emise nebo každá další tranše derivátů (jsou-li u opakovány stejné struktury) na německém trhu trvá zhruba jeden den, což trvá zhruba stejně dlouho jako zaregistrování cenných papírů na volném trhu Deutsche Burse. Z této praxe bychom se mohli poučit, protože volný trh v zákoně máme.

Zmiňoval jsem se zde o otázce derivátů. Možná se hned někdo ozve, proč burza konečně po tolika letech nespustí projekt obchodování derivátů. Tato otázka je o něco složitější, deriváty potřebují trošku něco jiného než instrumenty, o kterých jsem mluvil. Potřebují poněkud komplexnější systémy řízení rizik na straně členů, protože opravdové deriváty (nikoliv varanty nebo ETF a certifikáty) umožňují realizovat neomezenou ztrátu, což je samozřejmě problém pro některé instituce, které mají relativně přísný systém řízení rizik. Nicméně i tak mohu konstatovat, že se začínáme intenzivně zajímat o možnost oživení projektu obchodování futures. Téměř s jistotou mohu uvést, že zatím nijakým způsobem neřešíme obchodování opcí, protože si myslíme, že to je segment, na který v ČR zatím trh neexistuje. Je nesmírně softwarově drahé něco takého připravit. Systém, který burza koupila před lety, je v principu nepoužitelný. Ale obchodování futures je něčím, co určitě má relativně velkou možnost se prosadit. Když mluvíme o futures, mluvíme hlavně o futures na akciový index, a to jak na český, tak případně i na nějaké jiné akciové indexy. Menší pravděpodobnost dávám futures na úrokové sazby.

Projekt centrálního depozitáře
Helena Čacká

Základní data z kapitálového trhu za rok 2004

Objem vypořádaných obchodů	**2 766** mld. Kč	
◆ z toho burzovní obchody	**1 042** mld. Kč	(37,0 %)
Počet vypořádaných obchodů	**294** tis.	
◆ z toho burzovních obchodů	**245** tis.	(83,3 %)

Celkový počet převodů
v evidenci UNIVYCu **338** tis.

Změny na českém kapitálovém trhu

Nová legislativa 05/2004

Harmonizace českého práva s direktivami EU - finalita vypořádání
Zákon o podnikání na kapitálovém trhu
Dvoustupňová evidence cenných papírů
Centrální depozitář (CD)

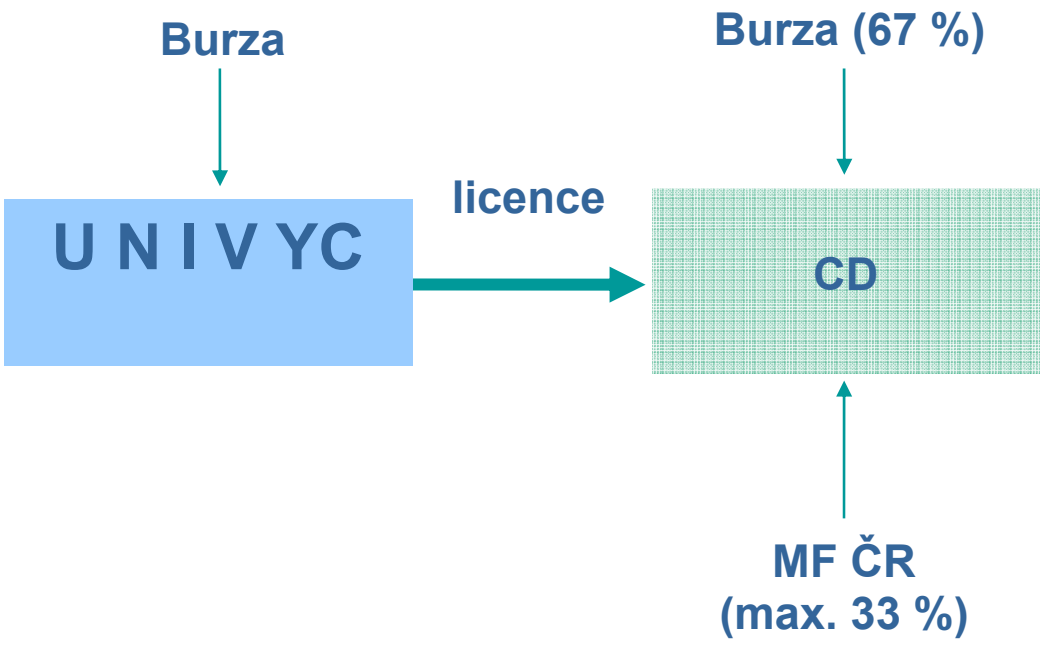
Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

Dvoustupňová evidence cenných papírů (CP)
Účty vlastníků
Účty zákazníků
Legislativní platforma CD
Depozitář pro tuzemské zaknihované a immobilizované CP
Depozitář pro zahraniční a listinné CP
Zúčtovací a vypořádací subjekt
Subjekt s licencí KCP
Akcionáři CD

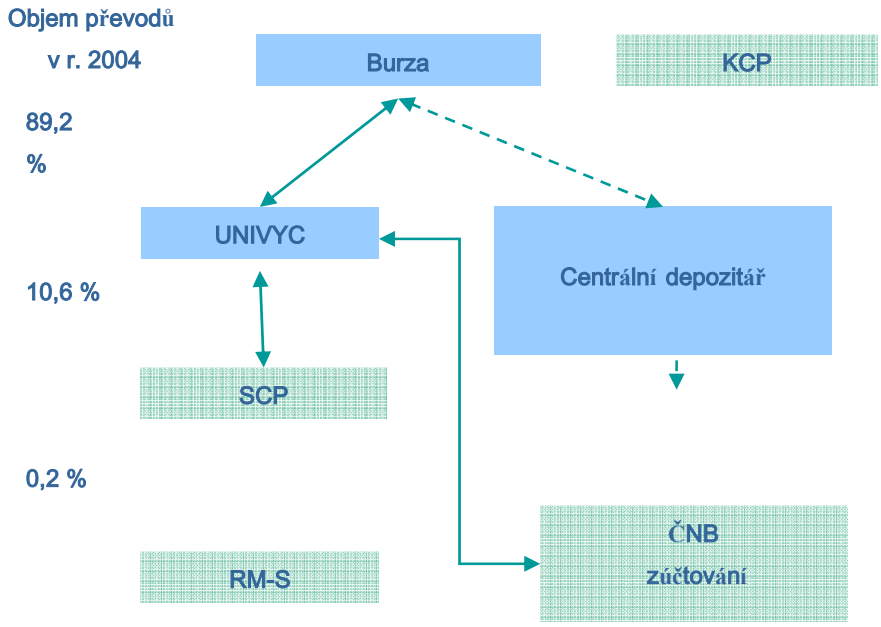
Činnosti CD

Vedení centrální evidence
Vedení samostatné evidence
Zúčtovací a vypořádací systém
Přidělování ISIN
Úschova a správa CP
Poskytování informací státní správě

Akcionářská struktura CD



Struktura českého kapitál. trhu



Příspěvek uveřejňujeme v přepisu původní verze předložené v programu Power Point

Projekt samoregulace AFIZ
Martin Gardavský

Před dvěma lety, 24 a 25. června 2003, na prvním ročníku této konference, zaznělo v těchto prostorách mnoho zajímavých názorů na systémy regulace a dozoru nad finančními trhy ve světě a také nad pravděpodobným vývojem regulace a dozoru v České republice. Často zmiňována byla i samoregulace. Rád přiznávám, že pro Asociaci finančních zprostředkovatelů a finančních poradců České republiky (AFIZ) byla konference studnicí teoretických návodů, jak přistupovat k praktické výstavbě samoregulační organizace na finančním trhu. Ve svém příspěvku budu hovořit o praktických výsledcích dvouleté práce. Vymezený čas mi však umožní pouze letmý pohled na v současné době velmi bohatou činnost asociace.

Asociace byla založena 7. 12. 2002 jako Asociace registrovaných investičních zprostředkovatelů České republiky. Často s trochou nadsázky říkáme, že důvodem bylo vlastně leknutí. Základním impulsem založení byla totiž novela zákona o cenných papírech 308/2002 Sb., jejímž důsledkem byl nárůst investičních zprostředkovatelů z cca 50 v roce 2002 na několik tisíc v roce 2003. Mimochodem, v současné době Komise pro cenné papíry uvádí číslo blížící se sedmi tisícovkám a o problémech (z hlediska státního dozoru) s tak vysokým počtem investičních zprostředkovatelů hovořil ve svém dopoledním vystoupení i předseda prezidia Komise pro cenné papíry Pavel Hollmann. Členy asociace jsou jak právnické osoby (**korporativní členství**), tak fyzické osoby (**individuální členství**) a propracovaný systém vzájemných vztahů (stanovy) umožňuje doposud celkem bezproblémovou koexistenci. Asociace má v současné době **19** korporativních a **1728** individuálních členů. Vzhledem k tomu, že členové asociace ve velké většině vykonávají svoji činnost současně i v oblasti pojišťovnictví, stavebního spoření, hypotečních úvěrů a penzijního připojištění, byl rozsah činnosti v listopadu 2004 rozšířen i do těchto oblastí a asociace byla přejmenována z Asociace registrovaných investičních zprostředkovatelů České republiky (ARIZ) na Asociaci finančních zprostředkovatelů a finančních poradců České publiky (AFIZ). Asociace je členem Evropské federace finančních poradců a finančních zprostředkovatelů **FECIF** a jako jediná z východoevropských zemí má svého představitele ve vedení federace (board of directors). V současné době má AFIZ 8 zaměstnanců a spolupracuje s 14 odbornými konzultanty.

V roce 2003 a 2004 byli členové asociace postaveni před problém, jak co nejlépe a současně za pokud možno rozumné náklady implementovat do své činnosti přísné regulatorní požadavky Komise pro cenné papíry. Od asociace pak oprávněně očekávali aktivní účast v tomto procesu. Zde je základní důvod, proč byl AFIZ od samého počátku budován jako samoregulační organizace se silným servisním prvkem. Odborné služby pro členy byly a zřejmě i stále více budou významným úkolem asociace. V současné době provozujeme například službu INFO, v rámci které do 72 hodin obdrží člen asociace odborně garantovanou odpověď na jakýkoliv dotaz z oblasti finančních služeb, a službu HELP, v rámci které se mu dostane odborné pomoci při řešení sporů s klientem nebo při správním řízení v rámci státního dozoru. Za zmínku stojí snad i to, že odborné služby jsou diferencované pro právnické a fyzické osoby, obě skupiny mají své specifické požadavky. Právnické osoby mohou využívat službu AUDIT, v rámci které je posuzována správnost implementace požadavků státního dozoru do činnosti společnosti. Není zřejmě potřebné dodávat, jak je tento přístup náročný na budování odborného zázemí a s tímto úzce související náklady. Činnost asociace je postavena na třech základních pilířích:

1. Prosazování zájmu členů.
2. Dodržování etických principů a pravidel.
3. Odbornosti členů.

V rámci prvního pilíře AFIZ spolupracuje s Ministerstvem financí a Komisí pro cenné papíry a rád zde konstatuji, že v rámci daných možností považujeme úroveň spolupráce za výtečnou. AFIZ je připomínkovým místem pro oblast primární i sekundární legislativy a i když ne všechny legislativní počiny v nás vyvolávají nadšení, cítíme, že náš hlas má svoji váhu a stále více se stáváme pro státní správu partnery. Doufám, že i obě tyto instituce chápou situaci obdobně. Kontakty s jinými profesními organizacemi považujeme za samozřejmé a v dubnu tohoto roku jsme zahájili spolupráci se dvěma spotřebitelskými organizacemi, se Sdružením českých spotřebitelů jsme podepsali memorandum o spolupráci.

V druhém pilíři se chováme standardně, máme vytvořen etický kodex jako obecný rámec a konkrétně jej postupně naplňujeme vnitřními, pro členy závaznými normami. Vnitřní normy pokryjí postupně celou oblast činnosti asociace, od oblasti odborné péče vůči klientům až po oblast informační povinnosti členů vůči asociaci. Etický výbor asociace je garantem pro tuto oblast činnosti asociace a jeho činnost je postupně modelována tak, aby měl odborné i technické zázemí na řešení sporů. V současné době je Etický výbor složen z členů asociace, stanovy asociace však umožňují jeho postupné doplňování o osoby mimo asociaci. Od této možnosti očekáváme zprůhlednění činnosti asociace vůči odborné i laické veřejnosti.

Třetí pilíř je vedle nepravidelných vzdělávacích aktivit pro členy a komerčních vzdělávacích seminářů (zejména pro oblast kapitálového trhu), určených široké odborné veřejnosti, naplněn zejména přípravou rozsáhlého projektu certifikace finančních specialistů (zprostředkovatelů a poradců) pro oblasti pojišťovnictví, investičního zprostředkovatelství, penzijního připojištění a finančních služeb souvisejících s bydlením, na kterém spolupracujeme s Ekonomicko správní fakultou Masarykovy univerzity v Brně a od kterého očekáváme výrazné zvýšení odbornosti zprostředkovatelské a poradenské komunity. Spolupráci na projektu jsme nabídli několika profesním organizacím, vždy podle odbornosti, kterou pokrývají. Naši nabídku přijala ČAP a ČAOCP. Zkušební provoz systému bude probíhat v červenci a srpnu. Ostré zahájení provozu předpokládáme v září 2005. V druhé polovině letošního roku zahájí AFIZ činnost rekvalifikační agentury, získali jsme oprávnění Ministerstva školství, mládeže a tělovýchovy pro pořádání rekvalifikačních kursů pro obor Finanční specialista.

AFIZ je občanským sdružením a podstatnou část prostředků na činnost získává od svých členů formou členských příspěvků a vstupních poplatků. Zhruba třetina příjmů pochází z vlastní obchodní činnosti (semináře, vzdělávací aktivity). V příštím roce počítáme i s prostředky z EU (granty), na několika projektech spolupracujeme s několika vysokými školami, mimo jiné i s pořadatelem této konference VŠFS.

Nedá mně nevzpomenout předloňského vystoupení Pavla Hollmanna, tehdy ještě jako představitele BCPP a.s., a jsem rád, že se ke svým slovům přihlásil i jako předseda prezidia KCP. Pavel Hollmann hovořil o stanovení standardů pro činnost samoregulačních organizací, kontrole plnění těchto standardů ze strany státního dozoru s tím, že vše ostatní by mělo zůstat v kompetenci samoregulátorů. Domnívám se, že je to správný přístup, a jsem přesvědčen, že je to cesta jednak ke zkvalitnění kontroly a dozoru a současně i ke snížení zbytečné administrativy a nákladů pro dozorované subjekty.

Role a místo ČAOCP na kapitálovém trhu
Zdeněk Radil

Pracovní skupiny

- Pracovní skupina členů Burzy cenných papírů Praha
- Pracovní skupina pro legislativu a interní otázky
- Pracovní komise pro komunikaci

Pracovní skupina členů Burzy cenných papírů Praha

Diskusní okruhy pro pracovní skupinu:

- Funkce centrálního depozitáře v budoucnu
- Problémy vypořádání cenných papírů
- Problémy půjčování cenných papírů
- Analýza burzovních pravidel a předpisů a jejich výklad
- Fungování inspekce BCPP
- Zastoupení v jednotlivých výborech
- Ostatní problémové otázky spojené s BCPP

Pracovní skupina pro legislativu a interní otázky
Cíle a úkoly pracovní skupiny pro legislativu:

- Sledování změn a vydání nových právních předpisů upravujících poskytování investičních služeb
- Návrhy změn právních předpisů upravujících poskytování investičních služeb včetně jejich prosazení při jejich novelizaci
- Připomínkování návrhů nových právních předpisů upravujících poskytování investičních služeb či návrhů novelizace stávajících právních předpisů
- Osvojení znalosti příslušných předpisů EU týkajících se činnosti obchodníků s cennými papíry včetně sledování jejich změn či vydání nových předpisů

Pracovní skupina pro legislativu a interní otázky
Cíle a úkoly pracovní skupiny pro legislativu - pokračování:

- Spolupráce s Komisí pro cenné papíry na tvorbě metodik, stanovisek, apod. včetně vypracovávání připomínek a návrhů k nim v rámci účasti na veřejných diskusích vyhlašovaných KCP
- Sledování vydání nových či změn metodik, stanovisek či rozhodnutí KCP týkajících se činnosti obchodníků s cennými papíry
- Evidence správních řízení či zahájení výkonu státního dozoru vedených KCP u jednotlivých členů asociace

Pracovní skupina pro legislativu a interní otázky
Cíle a úkoly pracovní skupiny pro legislativu - dokončení:

- Existence diskusního fóra pracovníků jednotlivých členů asociace pověřených výkonem compliance
- Tvorba vzorových vnitřních předpisů, případně stanovení konceptu vnitřních předpisů
- Zpracování podkladů pro ostatní pracovní skupiny
- Sdělování a výměna poznatků a zkušeností z dosavadní činnosti

Pracovní skupina pro komunikaci
Cíle a úkoly pracovní skupiny pro komunikaci:

- Komunikace s KCP, MF, GFOCP či jinými orgány - zajištění pravidelných info meetingů (kvartálně), kde budou projednány návrhy předložené na jednotlivých zasedáních ČAOCP
- Komunikaci s ostatními asociacemi
- Komunikace s veřejností - webové stránky, semináře a konference, tisková prohlášení
- Komunikace s médii - webové stránky, tiskové konference, rozhovoy a tisková prohlášení
- Komunikace mezinárodní - komunikace s ostatními sdruženími OCP ve světě (zejména Evropa, Amerika a Japonsko), prezentace nově vzniklé ČAOCP, naší vize a případné nabídky spolupráce

Pracovní skupina pro etiku a členské otázky
Cíle a úkoly pracovní skupiny pro etiku a členské otázky:

- Sledování dodržování Etického kodexu a dalších etických standardů členy ČAOCP
- Sledování etických standardů na vyspělých kapitálových trzích a doporučování předmětných změn Etického kodexu
- Připomínkování připravovaných či vydaných vyhlášek, manuálů a doporučení Komise pro cenné papíry v oblasti etiky a dodržování etických standardů
- Návrh nových vyhlášek, manuálů a doporučení Komisi pro cenné papíry či Ministerstvu financí ČR v oblasti dodržování etických standardů a hodnot
- Výklad etických standardů a Etického kodexu, doporučení členům ČAOCP
- Disciplinární řízení se členy ČAOCP, kteří porušili Etický kodex
- Návrh na vyloučení člena ČAOCP z důvodu porušení etických standardů
- Vyřizování stížností investiční komunity na neetické chování členů ČAOCP
- Upozorňování veřejnosti na webových stránkách ČAOCP na neetické chování účastníků kapitálového trhu

Příspěvek uveřejňujeme v přepisu původní verze předložené v programu Power Point.

Funkce věřitele poslední instance a bankovní regulace a dohled
Ivan Babouček

Následující úvahy jsou věnovány centrální bance jako věřiteli poslední instance. Problematika je to rozsáhlá a složitá. Proto se omezíme jen na vymezení podstaty této funkce a některých jejích souvislostí s bankovní regulací a dohledem. Na závěr se zmíníme o významných případech praktické realizace funkce věřitele poslední instance.
Vhled do relevantní literatury ukazuje, že úvahy funkci věřitele poslední instance se týkají centrální banky a že navazují jednak na klasickou teorii, jejíž původ sahá až k Bagehotovi (1873) a Thorntonovi (1802), jednak na moderní teorie tržního selhání, využívající matematickou ekonomii a ekonometrii. V rámci prvého proudu se jako dostatečně reprezentativní jeví práce Freixas a kol. (1999), Humphrey (1989), Padoa - Schioppa (2002) a Rochet (2004); druhý směr zkoumání navazuje na Diamond – Dybvigův (1983) model systémového rizika bankovního sektoru a reprezentuje ho např. Niskanenen (2002) a Kahn a Santos (2001).

1. Ke genezi funkce věřitele poslední instance

Společenská poptávka po funkci věřitele poslední instance vznikla s tím, jak se začaly emitovat neplnohodnotné peníze, a význam této funkce rostl úměrně tomu, jak rostl podíl bankovních vkladů na peněžní zásobě. V Evropě byl již v 19. století přijat model banky, která měla monopol na emisi oběživa. V některých zemích, k nimž patří např. V. Británie, se emisní bankou stala původně komerční banka, které zákon výměnou za zmíněný monopol zakázal konkurovat ostatním bankám v nabídce vkladů a úvěrů pro nebankovní subjekty. V jiných zemích, k nimž patří např. Belgie a Francie, byla emisní banka založena na zelené louce. I v tomto případě se dříve či později vyprofilovala v banku bank, která nekonkurovala komerčním bankám. V USA byl vývoj delší a komplikovanější. V devatenáctém století tam obíhaly stovky druhů bankovek, které vydávaly různé komerční banky. Vzdor stejnému nominálu měly různé bankovky různou kupní sílu v závislosti na důvěryhodnosti banky, která je emitovala, a věci došly tak daleko, že se pravidelně zveřejňoval kurz různých dolarových bankovek. Tato situace skončila v roce 1913, kdy byl založen Federální systém rezervních bank obdařený státním monopolem na emisi peněz. (Padoa - Schioppa, 2002, str. 4). Spolu se zřízením státního monopolu na emisi peněz se začala rozlišovat měna od peněz a vznikl žargon, v němž se měna označovala jako „mocné peníze“, „konečné peníze“, „externí peníze“. Zavedení emisního monopolu zároveň znamenalo vznik dvoustupňového (tzv. two – tier) bankovního systému.

V tomto systému se emisní banka musela starat o finanční stabilitu, a to ze tří důvodů. Za prvé proto, že podporovala vypořádání transakcí mezi komerčními bankami eskontem směnek, popř. lombardním úvěrem; za druhé proto, že komerční banky sice neemitovaly peníze tiskem bankovek, ale emitovaly je prostřednictvím úvěrů; za třetí proto, že klientské vklady u bank postupně získaly velký podíl na peněžní zásobě. Vyjdeme–li z definice, že funkce věřitele poslední instance spočívá v tom, že „centrální banka poskytne nelikvidní, avšak pravděpodobně solventní bance dodatečnou likviditu“ (Padoa - Schioppa, 2001), jeví se tato funkce jako logický důsledek historicky vzniklého monopolu na „mocné peníze“[32]. S tímto monopolem totiž centrální banka převzala i zodpovědnost za péči o fungování peněz jako všeobecného ekvivalentu, resp. za

[32] It is important to stress that it is the peculiar position of the monopoly issuer and holder and provider of the ultimate means of payment that allows-almost obliges – it to behave as the lender -of – last resort. That is the only institution that can supply *without* limit (but at an increasing price) the ultimate means of payment. It is the knowledge in the markets that supply cannot run out that serves to assure the market and allay the panic. Capie (1998, str. 315)

stabilní měnu jako veřejný statek, jenž plní funkci důvěryhodného platebního prostředku, stabilního měřítka cen a uchovatele hodnot (Padoa- Schioppa, 2002, str. 4).

Klasické a dodnes platné zásady pro funkci věřitele poslední instance zformulovali již Thornton a Bagehot.

- Cílem je ochrana peněžní zásoby a zajištění likvidity bankovního systému.
- Centrální banka půjčuje jen solventním komerčním bankám, a to proti zajištění kvalitními, resp. dobře obchodovatelnými cennými papíry. Tato zásada je předmětem diskusí. Zvláště v poslední třetině minulého století se opakovaně zdůrazňovalo, že existují likvidní mezibankovní trhy, které jsou navíc mezinárodně propojené, a pojem „nelikvidní, ale solventní banka“ obsahuje *contradictio in adjecto*. Banka, která je schopna nabídnout kvalitní zajištění, by měla mít i důvěru na mezibankovním trhu a nemá důvod poptávat peníze u centrální banky. To znamená, že každá banka, která poptává u centrální banky urgentní likviditní podporu, se zároveň vystavuje reputačnímu riziku, že je pravděpodobně nesolventní[33]. Nesolventní banky je nutné nechat zbankrotovat.
- Dodatečná likvidita se poskytuje za sazbu, která je vyšší než cena půjček na mezibankovním trhu za běžných okolností.
- Transparentnost: Centrální banka oznámí předem (to znamená nikoliv až v reakci na likviditní krizi) principy, jimiž se bude řídit ve funkci věřitele poslední instance tak, aby snížila nejistotu účastníků trhu. Toto prohlášení by mělo vyjadřovat její připravenost poskytnout komerčním bankám úvěry v prakticky neomezené výši, avšak zároveň by
- mělo respektovat princip konstruktivní nejistoty ve vztahu ke každé jednotlivé bance tak, aby akcionáři a manažeři bank byli udržováni v nejistotě, jaké ponesou v případě likviditní krize náklady a aby se tímto způsobem předcházelo morálnímu hazardu.

Uvedené zásady do značné míry vymezují prostor, v němž se diskuse o funkci veřitele poslední instance pohybují i v současném světě charakterizovaném komputerizovanými a globálně propojenými platebními systémy a devizovými trhy, liberalizovaným devizovým režimem a nebývale širokou paletou finančních nástrojů užívaných v bankovnictví.

Funkce věřitele poslední instance se vyvinula jako nástroj na ochranu peněžní zásoby před důsledky panického výběru vkladů a neodůvodněné nedůvěry v solventnost bank. Má tedy aspekt měnově politický v tom smyslu, že jde o ochranu fungování peněžního multiplikátoru a aspekt finanční stability v tom smyslu, že jde o ochranu bankovního sektoru před materializací systémového rizika.

2. Měnově politický aspekt funkce věřitele poslední instance

Capie (1998) objasňuje měnově politický aspekt pomocí rovnice (1). Rovnice říká, že měnový agregát je roven měnové bázi násobené peněžním multiplikátorem. Ukazuje roli veřejnosti, resp. podniků a domácností při určování peněžního multiplikátoru tím, nakolik preferuje držbu oběživa ve vztahu k vkladům u bank. A ukazuje zároveň i roli bank v určování peněžního multiplikátoru tím, nakolik kryjí vklady oběživem. Situace, kdy roste poptávka veřejnosti po oběživu na úkor držby vkladů, tj. kdy roste poměr C/D, nutí banky k tomu, aby zvyšovaly krytí vkladů oběživem, což vede k růstu poměru R/D. Oba procesy představují spojité nádoby, vedou k redukci peněžního multiplikátoru a vyžadují, aby centrální banka kompenzovala zmenšení multiplikátoru zvětšením měnové báze, a to tím, že emituje oběživo. V případě, že se množství

[33] Srovnej např. Heinsohn a Steiner (2002), str.7.

peněz v oběhu zvětší dramaticky, může dojít k prudkému růstu inflace. Alternativou známou např. z řady zemí z let po druhé světové válce je administrativní zmrazení vkladů s chmurnou perspektivou řešení dané situace měnovou reformou.

(1) M = B ((1+C/D)/ (C/D +R/D))

kde
M … širší měnový agregát
B …. měnová báze
C….. oběživo v oběhu
D…. klientské vklady[34]
R …. oběživo v pokladnách bank[35]
(1+C/D)/ (C/D +R/D)… peněžní multiplikátor

Měnově politické dopady plnění funkce věřitele poslední instance závisí do značné míry na tom, jaké nástroje centrální banka na urgentní podporu likvidity bank[34] použije. Dilema spočívá v tom, zda si má a může vystačit s operacemi na volném trhu a prostřednictvím podpory likvidity peněžního trhu podpořit likviditu bank, anebo zda má poskytnout úvěr, resp. úvěrovou linku té které bance. V prvním případě se obchody, v nichž centrální banka vystupuje v roli funkce věřitele poslední instance, kvalitativně neliší od standardních repo operací, lombardních úvěrů a eskontování směnek. Kvantitativní rozdíl tu ovšem je, protože centrální banka poskytuje (solventním) bankám likviditu podle jejich poptávky a bez ohledu na limity růstu peněžní zásoby, jež by za jiných podmínek odpovídaly její měnové politice. A v tom je právě kámen úrazu, protože jde o rozpor mezi měnově politickým cílem a cílem finanční stability. Východisko se nachází v hypotéze, že urgentní likviditní podpora představuje mimořádnou a krátkodobou výchylku od dlouhodobě neinflačního růstu peněžní zásoby, který lze teoreticky odvodit např. z Fischerovy rovnice. Poté, kdy panika opadne, věci se vrátí tam, kam mají. Jak referují Freixas a kol. (1999), Goodhard zastává opačné stanovisko: Aby k uvedenému konfliktu nedošlo, má být urgentní likviditní podpora realizována prostřednictvím úvěrů poskytnutých cíleně jednotlivým bankám.

3. Stabilizační aspekt funkce věřitele poslední instance

Systémové riziko je riziko hromadné platební neschopnosti. Toto riziko se realizuje systémovou událostí a tou může být:

- Náhlá ztráta důvěry v bankovní sektor projevující se hromadným vybíráním vkladů. Jde o tak zvaný run na banky. Krize může být spuštěna specifickým šokem, tj. ztrátou likvidity systémově významné banky anebo makroekonomickým šokem, tedy prudkým poklesem kurzu měny, zhroucením státního dluhu, rychlým odlivem zahraničních portfoliových investic anebo souběhem těchto faktorů. Mechanismus působení krize má povahu nákazy, kdy likvidita mezibankovního trhu mizí, úvěrové linky jsou vyčerpány nebo stornovány, likviditní problémy se dominovým efektem přenášejí z jedné banky na druhou. Protože vkladové účty bank jsou koncovým místem platebního styku, ztráta likvidity bank způsobuje řetězovou platební neschopnost v celé ekonomice.
- Závažné selhání platebních systémů z technických příčin anebo z důvodů selhání lidského činitele.

[34] Tj. vklady nebankovních subjektů u bank.
[35] Emergency liquidity support.

Klasický model insolvence banky způsobené hromadným výběrem vkladů vytvořili v roce 1983 Diamond a Dybving. Základní myšlenka je jednoduchá. Uvažovanými agenty jsou vkladatel, dlužník banky a banka. Model abstrahuje od mezibankovního trhu i od centrální banky ve funkci věřitele poslední instance. Zahrnuje počáteční období t_0 a dvě následující období t_1 a t_2.

Banka v čase t_0 emituje úvěr ve výši dejme tomu 100 Kč. Úvěr je splatný v čase t_2 . Emise proběhne tak, že banka připíše kreditní zůstatek na účet osoby A. Tato osoba nakoupí u obchodníka C zboží a ten uloží částku 100 Kč na svůj běžný účet v dané bance. V čase t_1 dá obchodník bance příkaz, aby z jeho účtu uhradila částku 100 Kč. Avšak banka tou dobou obdržela zatím jen první splátku úvěru, ve výši dejme tomu 10 Kč. Příkaz ji nutí prodat pohledávku za dlužníkem za likvidační cenu, která je dána současnou hodnotou (*present value*) této pohledávky. Ta je při kladné úrokové sazbě nižší než 100 Kč a vkladatel utrpí ztrátu. Dodejme, že model abstrahuje od kapitálu banky.

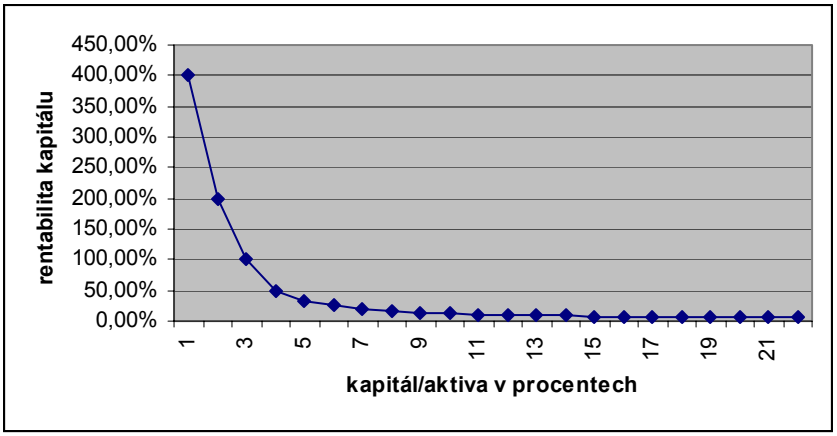
V zobecněné podobě model uvažuje s n-vkladateli, portfolio banky obsahuje řadu úvěrů a problém je formulován takto: Vkladatelé drží v čase t_0 peníze v bance proto, že nevědí jaké budou jejich konkrétní potřeby platit v čase t_1 , tj. kolik peněz ze svých účtů vyberou na spotřebu, na financování provozu podniku, na investice do podniku, na investice do určitých titulů cenných papírů, které se staly náhle atraktivními atd. Opět se předpokládá, že banka drží portfolio úvěrů se splatností ve lhůtě stanovené druhým obdobím tj. t_2 . V čase t_1 jedna skupina vkladatelů začne z nějakého důvodu, který nemusí souviset se zdravím a finanční situací banky, vklady vybírat. Ostatní vkladatelé, kteří jsou v informační asymetrii o stavu banky, začnou také vybírat své vklady. Vznikne fronta požadavků na výběr vkladů, v níž budou vkladatelé uspokojeni podle pořadí, v němž o výběr vkladů zažádali. Banka je opět nucena prodat své portfolio úvěrů za likvidační hodnotu. Ta stačí k výplatě vkladů prvního až m-tého vkladatele. Ostatní vkladatelé, tj. m+prvý až n-tý, utrpí totální ztrátu.

Uvedený model je velmi abstraktní a předpokládá, že systémové riziko vzniká nekoordinovaným panickým jednáním mnoha drobných a středních vkladatelů. Ve světě globálních finančních trhů a za situace, kdy ve většině zemí s vyspělým anebo alespoň rozvinutějším bankovním sektorem existuje systém pojištění vkladů, se - jak poznamenává Padoa-Schioppa (2002, str. 17) - jeví mezinárodní finanční nákaza a stádní reakce velkých a systémem pojištění vkladů nechráněných institucionálních investorů jako přinejmenším stejně významný zdroj systémového rizika jako panika mezi drobnými a středními vkladateli.

4. Urgentní podpora likvidity a regulace kapitálové přiměřenosti bank

Mezi funkcí věřitele poslední instance a bankovní regulací existuje v teoretické rovině úzká spojitost. Mimořádná podpora likvidity banky se má podle shora uvedených zásad poskytnout jen solventní bance. Princip solventnosti je základem konceptu kapitálové přiměřenosti, na němž v současnosti stojí celá soustava regulatorních pravidel. Platí to přinejmenším pro ta pravidla, které regulují tzv. kvantitativní stránku podnikání banky na rozdíl od standardů, která regulují vnitřní řídící a kontrolní systém banky. Ale i tato tzv. kvalitativní pravidla jsou tu koneckonců pro to, aby se snížilo riziko insolvence banky.

Graf. 1
Rentabilita kapitálu a pákový efekt



Pravidla kapitálové přiměřenosti v souhrnné podobě vyjadřují princip vyvažování tržního motivu maximalizace rentability kapitálu vloženého do podnikání banky se zájmem vkladatelů a ostatních věřitelů banky na solventnosti banky. Rentabilita kapitálu banky je totiž přímo úměrná pákovému efektu (*leverage*), který je v případě banky dán poměrem kapitálu a cizích zdrojů, bankou na vlastní účet investovaných do úvěrů a jiných finančních aktiv.

Tuto úměru znázorňuje graf č. 1. V grafu se předpokládá, že ROA, které banka dosahuje, je rovno jedné. Za tohoto předpokladu závislost ROE, tj. čistého zisku z jednotky kapitálu banky, znázorňuje hyberbola daná funkcí ROA = 1/ K, kde K je krytí aktiv kapitálem.

S tím, jak se kapitál snižuje a blíží k nule, klesá k nule i podíl akcionářů na rizicích banky, rentabilita kapitálu se v limitě blíží k nekonečnu a rizika podnikání banky se zcela přenášejí na vkladatele a ostatní věřitele banky. Bankovnictví se tak mění v bezrizikové podnikání s cizími zdroji.

Pákový efekt je úzce spojen se základním motivem podnikání v tržní ekonomice, tj. s cílem maximalizovat zisk, a se základním, podstatným rysem bankovnictví, jímž je podnikání s cizími zdroji na účet banky. Proto ho také nelze odstranit - není to ani nutné, ani žádoucí. Avšak motivaci akcionářů banky na tomto efektu lze vyvažovat stanovením pravidel kapitálové přiměřenosti a dohledem nad jejich dodržováním.

5. Funkce věřitele poslední instance a výkon bankovní dohledu

Když v roce 1913 vznikla americká centrální banka, zákon jí uložil, aby poskytovala bankám likviditu a zprostředkování platebního styku. Zákon zároveň požadoval, aby Fed řídil svou činnost obezřetně a výslovně zdůraznil, že to vyžaduje, aby hodnotil solventnost a finanční zdraví svých protistran, tj. komerčních bank. Viz Padoa - Schioppa (2002, str. 6). Je zřejmé, že pravidelné hodnocení finančního zdraví bank v rámci výkonu bankovního dohledu vytváří velmi dobré předpoklady pro to, aby centrální banka dostála takovémuto požadavku na obezřetnou činnost, aby v případě potřeby splnila svou funkci věřitele poslední instance a aby se přitom opírala se o kvalitní informace o stavu bank a bankovního sektoru. Mezi funkcí věřitele poslední instance a výkonem bankovního dohledu tudíž existuje přirozená, historicky vzniklá a logická synergie.

Pravdou ovšem je, že v řadě zemí centrální banka dohled nevykonává, i když je pochopitelně pověřena funkcí věřitele poslední instance. V takovém případě je dnes mezinárodně uznávanou praxí to, aby institucionalizovaná dělba práce v prevenci systémového rizika, kdy centrální banka nese zodpovědnost za stabilitu bankovního sektoru, resp. finančního systému jako celku, a regulatorní instituce ustavená mimo centrální banku nese zodpovědnost za výkon bankovního dohledu, resp. dozoru nad celým finančním systémem, byla doplněna smluvně založenou spoluprací mezi těmito institucemi. Terminus technicus pro takovéto smlouvy je „memorandum of understanding". V. Británie představuje typický příklad takového uspořádání.

6. Funkce věřitele poslední instance a rekapitalizace insolventní banky

Historie i současnost zná mnoho případů, kdy se v zájmu zachování stability bankovního systému před materializací systémového rizika přistoupilo k záchraně nesolventní banky poskytnutím státní podpory ve více anebo méně komplikované a transparentní formě. V minulosti docházelo i k tomu, že banky samy, často pod taktovkou centrální banky, podpořily v likviditní krizi svého konkurenta úvěry a úvěrovými linkami, aby poté bankovní komunita hledala trvalejší řešení např. fúzí se zdravější bankou. Uvedený postup se v posledním desetiletí uplatnil např. v Německu a v Rakousku v subsektoru tamních družstevních a regionálních bank. Na druhé straně Goodhard a Shoemakers (1995) a také Lannoo (1998) poukázali na to, že v posledních desetiletích zostření konkurence eroduje možnosti a podlamuje ochotu konkurujících si a často i nadnárodních komerčních bank vynakládat své zdroje na řešení krize bankovního sektoru určité země a posiluje tendenci přenést tyto náklady na státní rozpočet. Také objem zdrojů nutný k řešení krizových situací bývá v současnosti často tak velký, že překračuje možnosti centrální banky i komerčních bank a tyto zdroje musí poskytnout stát z peněz daňových poplatníků.

Padoa - Schioppa (2001) zdůrazňuje, že oba shora uvedené postupy je nutné striktně rozlišovat od plnění funkce věřitele poslední instance, protože - jak již bylo uvedeno výše, funkce věřitele poslední instance spočívá v tom, že „centrální banka poskytne nelikvidní, avšak pravděpodobně solventní bance dodatečnou likviditu". A to je něco úplně jiného než záchrana insolventní banky.

Rozdíl mezi funkcí věřitele poslední instance a rekapitalizací banky na účet daňových poplatníků, popřípadě na účet zdrojů bank, je třeba reflektovat nejen z teoretických, ale i z praktických důvodů. Je to důležité už proto, že zatímco funkce věřitele poslední instance je v Evropské unii doménou Evropského systému centrálních bank, podpora poskytnutá insolventní bance má v evropském právu úplně jiný režim.

7. Několik případů realizace funkce věřitele poslední instance

Realizace funkce věřitele poslední instance spadá do oblasti krizového řízení. Je to tedy výjimečný postup ve výjimečné situaci. V literatuře (Rochet, 2004) se uvádějí mimo jiné následující případy.

- Bank of New York, 21. listopadu 1985, selhání informačního systému pro vypořádání obchodů se státními pokladničními poukázkami. Fed poskytl urgentní likviditní podporu v objemu 22,6 mld. dolarů. Situace se hodnotí tak, že potřeba likvidity přesahovala možnosti postižené banky a byla natolik nenadálá, že v krátkém čase nebylo možné zorganizovat syndikovaný úvěr ostatních komerčních bank.
- Likvidace banky doprovázená urgentní likviditní podporou trhu a vybraným bankám:
    - ✓ Herstatt bank v roce 1974, likviditní podporu poskytla německá centrální banka.
    - ✓ Banka Barings v roce 1995, likviditní podporu poskytla britská centrální banka.

- Případy, kdy urgentní podpora likvidity byla součástí plánu na záchranu insolventní banky na účet daňových poplatníků:
    - ✓ Crédit Lyonnais v devadesátých letech ve Francii (z politických důvodů);
    - ✓ Continental Illinois v roce 1984 v USA (z obav před spuštěním řetězové platební neschopnosti bank, resp. před materializací systémového rizika).

Aktuálním a instruktivním příkladem je postup amerického Fedu a Evropského systému centrálních bank po teroristickém útoku v New Yorku 11. září 2001. Útok vyvolal turbulence na peněžním trhu a Fed na ně reagoval přesně v duchu klasických zásad pro funkci věřitele poslední instance. V onen tragický den a ve dnech, které po něm následovaly, americká centrální banka dvěstěkrát zvětšila denní objem úvěrů komerčním bankám z normálních 200 milionů dolarů na 40 miliard dolarů. A následně zvětšila i objem repo operací o dalších 80 miliard dolarů. Centrální banka zároveň vydala komuniké, v němž oznámila, že je připravena poskytovat likviditu podle poptávky bank. Evropská centrální banka vydala prakticky shodné komuniké. Technika dodání likvidity se v evropském případě ukázala ještě pružnější než v USA, protože ECB má otevřenou facilitu - prakticky jde o lombardní úvěr, z něhož mohou banky automaticky čerpat likviditu za sazbu, jen o málo vyšší než dvoutýdenní repo sazba, která je hlavním měnovým nástrojem ECB. Přesto po dva dny, jež následovaly po 11. září, peněžní trh zaznamenal citelné zvýšení jednodenních, tzv. O/N sazeb. ECB reagovala tím, že zorganizovala dva mimořádné repo tendry tak, aby uspokojila zvýšenou poptávku evropských bank po penězích. Po této intervenci sazby velmi rychle poklesly na normální úroveň. Kromě toho ECB realizovala s americkou centrální bankou opravdu velkou swapovou operaci, aby uspokojila poptávku evropských bank, včetně dceřiných společností amerických bank, po dolarech. Padoa - Schioppa (2001, 2002, str. 38) vysvětluje tyto operace obou centrálních bank a hodnotí je jako klasickou a úspěšnou realizaci funkce věřitele poslední instance. Zároveň zdůrazňuje, že ECB a celý Evropský systém centrálních bank touto zkouškou prošly úspěšně.

Literatura

BABOUČEK, I. a kol.(2005): „Regulace činnosti bank“, Bankovní institut – vysoká škola, Praha.

BABOUČEK, I. a kol.(2002): „Bankovní regulace a dohled“, Bankovní institut – vysoká škola, Praha.

BAGEHOT, W. (1873): „Lombard Street“, Reprint, John Murray, London.

CAPIE, F. (1998): „Can there be an International Lender - of - Last - Resort. *International Finance 1:2, str. 311-325*.

DIAMOND, D., DYBVIG, P.(1983): „Bank runs, deposit insurance and liquidity”. *Journal of Political Economy,* Vol.91.

HUMPHREY, T. M (1989): „Lender of last resort: the concept in history“, *Economic Review* , Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond.
Zpřístupněno na internetu:
http://www.rich.frb.org/publications/economic_research/economic_review/pdfs/er750202.pdf

FREIXAS, X., GIANINI.G., HOGGARTH, G., SOUSSA, F. (1999): „Lender of last resort“, *Financial stability review, Issue 7,* Bank of England, London. .
Zpřístupněno na internetu: http://www.bankofengland.co.uk/fsr/fsr07.htm

GOODHARD, CH. and SHOEMAKERS, D (1995).: „Should be the functions of monetary policy and banking supervision separated“, Oxford Economic Papers, Vol. 47.

HEINSOHN, G. and STEINER, O.(2002): „The Eurosystem and the art of central banking“, *Studi economici* no.76,2002/1, str. 5 -30.
Zpřístupněno na internetu:
http://www.univ-orleans.fr/DEG/GDRecomofi/Activ/doclyon/steiger.pdf

KAHN, CH. M., SANTOS, J. (2001): „Allocating bank regulatory powers: lender of last resort, deposit insurance and supervision", Bank for International Settlements, Working Paper no. 102, Basel.
Zpřístupněno na internetu: http://www.bis.org/publ/work102.pdf

LANNOO K. (1998): „From 1992 to EMU, the implications for prudential Supervision“, CEPS.

NISKANEN, M. (2002): „Lender of last resort and the moral hazard problem“, Bank of Finland, Discussion paper no.17, Helsinky.
Zpřístupněno na internetu: http://www.bof.fi/eng/7_tutkimus/

PADOA – SCHIOPPA, T. (2002): „Central bank and financial stability: exploring a land between“, Second ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.
Zpřístupněno na internetu: http://www.ecb.int/
PADOA – SCHIOPPA, T. (2001): „Interview with Tommaso Padoa-Schioppa 2001“ Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis
Zpřístupněno na internetu: http://minneapolisfed.org/pubs/region/01-12/padoa-schioppa.cfm
ROCHET, J.CH. (2004): „Lender of last resort, theory and practice, L´institute d´economie industrielle“, Université de Toulouse, Toulouse.
Zpřístupněno na internetu: www.ifk-cfs.de/papers/Rochet%20LECTURE2.pdf
THORNTON, H.(1802): „An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit in the Great Britain“, London.

Aktuální problémy dozoru nad pojišťovnictvím

Eva Ducháčková, Jaroslav Daňhel

Znovuvzkříšení českého pojistného trhu po listopadové revoluci v sobě obsahovalo i nutnost znovuzřízení státního dohledu nad pojišťovnictvím. Pojišťovnictví je za prvé považováno za „obchod s důvěrou“ - navíc v dlouhodobém časovém horizontu, za druhé, je součástí finančních trhů, kde liberální pročišťování prostředí „Smithovou neviditelnou rukou“ není nejvhodnější, neboť může vyvolat nepříjemné ekonomické a politické otřesy celé společnosti. Proto pojišťovnictví je i největšími liberály považováno za odvětví, ve kterém je tržně konformní dozor vhodný a jeho účinnost je historicky ověřena.

Toto obecné konstatování platí s ještě větší silou v segmentu životního pojištění, které - jako alternativa financování postaktivního věku - nabývá v současném světě kolabování tradičních státních penzijních systémů na zvýšeném významu. V životním pojištění je otázka časového rozdílu mezi počátkem a koncem pojištění obzvlášť výrazná a hodna dohledu státního regulátora a již tradičním nástrojem v tomto směru je tzv. kvótování aktiv pojišťovny.

Životní pojišťovnou od klientů sesbírané finanční prostředky, které jsou dosti dlouhou dobu „dočasně volné“, jsou vraceny pojišťovnou do ekonomiky pomocí vhodných investičních instrumentů, přičemž pojišťovny a pochopitelně i orgány dohledu kladou zvýšený důraz na bezpečnost takových operací. Proto jsou v rámci kvótování aktiv stanoveny povinné minimální kvóty pro bezpečné operace a povinné maximální kvóty pro operace rizikovější, do kterých jsou většinou zahrnovány i operace a instrumenty kapitálového trhu. Kvótování aktiv je celosvětově hojně využívaný nástroj, přičemž v různých časových etapách se určitým způsobem mohou měnit názory na rizikovost jednotlivých investičních instrumentů, což jsme všichni zažili na konci devadesátých let při splaskávání akciové cenové bubliny.

Tolik jsme chtěli říci v rámci obecného úvodu svého příspěvku. Nyní bychom chtěli stručně vyjádřit náš pohled na průběh polistopadového etablování státního dozoru nad pojišťovnictvím u nás.
První etapu lze charakterizovat zhruba osmiletou dobou platnosti první verze zákona o pojišťovnictví. Toto období devadesátých let, které bylo dosti složité a hektické pro náš bankovní trh, proběhlo v odvětví pojišťovnictví poměrně klidně. Jediná vážnější kolize – odebrání licence pojišťovně Morava v důsledku její nevhodné dumpingové tarifní politiky v kombinaci se zajistnou strategií a zvýšeným škodním průběhem - ovšem stejně vyvolala diskusi na téma, zda tomuto (i když ojedinělému) defaultu šlo ze strany dozoru zabránit.

Další úprava legislativního rámci pro podnikání v pojišťovnictví, provedená v roce 1999, je někdy v této souvislosti parafrázována jako poskytnutí první pomoci dozoru nad pojišťovnictvím.

Pravomoci dozoru významně posílily, po neblahých bankovních zkušenostech byla omezena některá práva akcionářů, vlastníků pojišťovny, zejména při prodeji vlastnických podílů a při ustanovování orgánů pojišťovny. Na druhé straně předchozí přímý dozor nad pojišťovnami byl změněn na tržně konformnější dozor nepřímý, kladoucí stěžejní důraz na finanční zdraví pojišťovny. Jedním ze stěžejních dokumentů se stal výkaz solventnosti pojišťovny, vyjadřující schopnost dostát svým závazkům v požadované struktuře. Důležitým antidumpingovým opatřením bylo stanovení povinnosti pojišťovně mít tzv. odpovědného pojistného matematika, který se stal garantem správné kalkulace pojistného a rezerv.
Jednou z celosvětových intencí promítnutých do této verze zákona bylo i stanovení povinnosti organizačně oddělit životní a neživotní pojištění do deseti let od účinnosti tohoto zákonného opatření. Proti tomuto ustanovení se zvedl ze strany univerzálních pojišťoven velký odpor, navíc meritum věci bylo do značné míry otupeno možností prodeje části kmene. Tím bylo univerzální pojišťovně umožněno, aby v případě, že se její neživotní část dostane do problémů, které by mohly vést až k odebrání licence, prodat svůj životní kmen a tím se postarat o kontinuitu pro své klienty životního pojištění.

Významnou změnou bylo rovněž na přelomu století provedená změna právního rámce pojištění odpovědnosti za škody z provozu motorových vozidel. Bruselem velmi často kritizované zákonné pojištění byl nahrazeno tržně konformnějším povinným pojištěním.

Nicméně touto úpravu z přelomu století ještě nedošlo k harmonizaci českého pojistného práva s Evropskou unií a bylo tudíž zřejmé, že bude třeba před naším vstupem do EU provést ještě jednu úpravu legislativního rámce: jeho do té doby jedinou odvětvovou úpravu bylo třeba doplnit úpravou průřezovou, tedy vedle zákona o pojišťovnictví uvést do života zákon o pojistné smlouvě. S přípravou bylo okamžitě započato a iniciativy se chopili především právníci a legislativci. Jejich práce hned od počátku budila dojem, jako by trochu zapomněli, že pojištění a pojišťovnictví jsou především ekonomické a finanční kategorie, důraz byl naopak kladen na právní formalizaci, která si pak již žije svým samostatným životem. V průběhu diskuse o průřezové legislativní úpravě byly právníky se zcela vážnou tváří diskutovány otázky, nad kterými se ekonomům a asi i pojistným matematikům musí tajit dech, např. zda je pojištění tzv. absolutní obchod anebo absolutní neobchod. Byl to důsledek toho, že legislativní proces nebyl legislativci chápán jako obslužný k ekonomickému meritu věci, ale tito naopak se cítili kompetentní k zasahování do odborné ekonomické a finanční materie. Projevilo se to zejména v pojmosloví a definicích těchto pojmů. Za všechny příklady uveďme alespoň namísto již tradičního odbytného zavedení pojmu odkupné.

Rovněž v oblasti definic používá zatím ekonomická pojistná teorie běžná hlediska třídění pojištění, přičemž důraz je kladen na ekonomickou, finanční a zejména pak pojistně-technickou interpretaci. Z toho úhlu pohledu je nejpodstatnější dělení pojištění na životní a neživotní, což je dáno zásadními odlišnostmi v ekonomice obou segmentů a v metodách kalkulace pojistného. Při členění pojištění vychází ekonomická pojistná teorie z hlediska těsnosti vztahu odškodné – škoda, výsledkem je pak dělení na škodová (těsný vztah odškodné škoda) a obnosová pojištění (vztah odškodné - škoda je velmi volný). Svou hierarchizaci pojištění má i tradičně pojistné právo, přičemž jeho hlediska nejsou vždy kompatibilní s původním ekonomickým obsahem pojmů a kategorií. Nově vydaný zákon o pojistné smlouvě namísto předchozího členění pojištění na pojištění majetku, osob a odpovědnosti za škody nastoluje právě členění na pojištění škodová a obnosová, ovšem s mírně modifikovaným kriteriem kategorizace: podle zákona je účelem obnosového pojištění „získání určité finanční částky, která je v důsledku pojistné události potřebná“, účelem škodového pojištění je náhrada škody či újmy vzniklé pojistnou událostí, hradí

se úbytek v majetkové sféře. Zejména z pokusu definice obnosového pojištění je patrné, jaké důsledky má opuštění logických ekonomických hledisek třídění.

Zákon o pojistné smlouvě zařazuje pojištění odpovědnosti za škody jednoznačně mezi pojištění, která mohou být sjednána pouze jako škodová. Rozporuplnost a nesystematičnost tohoto zařazení nejlépe dokládá pro pojištění odpovědnosti závazné nové ustanovení občanského zákoníka o jednorázovém odškodnění pozůstalých za škodu usmrcením, přičemž je v zákoníku pro vyjmenované blízké osoby stanovena určitá škála pevně stanovených obnosů, které mají tuto jejich „škodu“ finančně vyčíslit.

Určité nepochopení kvalitativní a kvantitativní filozofické kategorie nahodilosti je patrné např. i na zmateční formulaci pojmu pojistné riziko a pojistné nebezpečí, ignorující filozofickou fundaci pojmů. Další příklady: technické rezervy jsou definovány jako prostředky k plnění závazků, „které jsou pravděpodobné nebo jisté“. Můj komentář: Jak se shodují odborníci, kolaps budov WTO měl před 11. zářím pravděpodobnost nula, do důsledků vzato znamená to tedy, že v rámci technických rezerv nemohou pojišťovny tvořit zdroje na tento druh nahodilosti, přitom právě dosud neidentifikovatelná nebezpečí, která se ve svém výsledku mohou projevit jako důsledky pojištěných rizik, dělají pojišťovnám v současné vývojové etapě asi největší pojistně technické starosti.

V souvislosti s posledními změnami v legislativním rámci českého pojišťovnictví se musím ještě zmínit o právní úpravě pojišťovacích zprostředkovatelů. Až do loňského roku tato činnost nebyla vůbec právně upravena a pojišťovacím zprostředkovatelem mohl být prakticky každý. Přitom zprostředkovatelé, zejména makléři, zavazují pojišťovny ke krytí rizik a jejich nekvalitní práce může mít negativní důsledky pro ekonomiku pojišťoven, jak o tom ostatně svědčí příklad Slovinska, kde makléři sjednáváním problémových obchodů rozkolísali národní pojistný trh. Loňská úprava postavení zprostředkovatele u nás je zavazuje, aby se chovali v rámci vydané normy, především aby byli morálně a odborně způsobilí. Právě v oblasti odborné způsobilosti se dle našeho názoru znovu opakuje již jednou zmíněný problém. Zprostředkovatelé musí do dvou let od účinnosti tohoto ustanovení složit odbornou zkoušku, která je podmínkou jejich registrace na Úřadu dozoru. Problém je v tom, že zkouška odborné způsobilosti je zkouškou ze znalosti právního prostředí, především konkrétních právních norem, a jak se vyjádřil jeden z uznávaných odborníků v oboru, nemusejí ani moc vědět o vlastní makléřské práci, neboť např. otázek z analýzy rizika je v předepsaném testu minimum. Váha potřeby právních znalostí opět převážila nad potřebou znalostí ekonomických, finančních a pojistně-technických.

Naše právní úprava prostředí pro makléře je ovšem první úpravou toho druhu u nás a věřme, že při dalším legislativním kole dojde k vyššímu vyvážení jednotlivých oblastí spojeních s činnosti zprostředkovatelů.

Celkově je ovšem třeba říci, že české pojišťovnictví prošlo tržní transformací i následným vývojem, který pro celosvětové odvětví nebyl nejjednodušší, vcelku dobře, o čemž svědčí rychlý růst odvětví bez významnějších otřesů. Na tom má bezesporu podíl legislativní rámec a dohlížitel, státní dozor na pojišťovnictvím.

Globalizace kapitálových trhů a vývoj kolektivního investování v České republice a na Slovensku

Václav Liška, Jan Gazda

Klíčová slova: Ekonomická transformace, kupónová privatizace, investiční fond, podílový fond, holding, regulace kapitálových trhů

Vývoj kolektivního investování v České republice

Vývoj odvětví kolektivního investování v České republice byl v posledním desetiletí ovlivněn třemi zásadními faktory. Prvním a zásadním impulsem pro vznik a rozvoj kolektivního investování byla kupónová privatizace, která stála u zrodu prvních fondů. Po ustavení základních institucí českého kapitálového trhu a kolektivního investování byl ovšem jejich další vývoj ovlivněn působením dalších dvou dominantních faktorů, a to nedostatků v legislativě a jejím vymáhání a deformacemi českého kapitálového trhu v důsledku nedostatečného výkonu státního dozoru.

Ve vývoji kolektivního investování v ČR lze rozeznat přibližně tři hlavní periody[35]:

- **perioda kupónové privatizace** 1993-1999 - v této periodě vládly kolektivnímu investování tzv. uzavřené typy privatizačních fondů, vzniklé na základě zákonů upravujících privatizační procesy a sdružujících DIKy. Aktiva těchto fondů byla získána za investiční kupóny;
- **perioda tříbení trhu** 1999-2002 - přechodové období, ve kterém docházelo k postupnému vyčišťování trhu od neseriózních subjektů, zároveň se začaly nově objevovat a prosazovat fondy, jejichž počátky nebyly nijak spjaty s kupónovou privatizací a jejichž aktiva byla získána za vložené finanční prostředky investorů (převážně otevřené podílové fondy);
- **perioda OPF** 2002 a dále - současnému trhu fondů dominují otevřené podílové fondy – dominantní nástroj globálních finančních trhů.

Přehled vývoje počtu IS, IF a PF v letech 1994 –2000 (ke konci roku)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
IS celkem	158	159	153	117	99	79	71
IS členy UNIS	n.a.	n.a.	48	45	26	19	14
IF celkem	280	258	173	117	84	50	9
PF celkem	275	272	296	233	186	93	94
Z toho UPF	-	164	174	92	47	19	7
Z toho OPF	-	108	122	141	139	74	87
OPF členů UNIS	n.a.	n.a.	n.a.	36	56	64	73

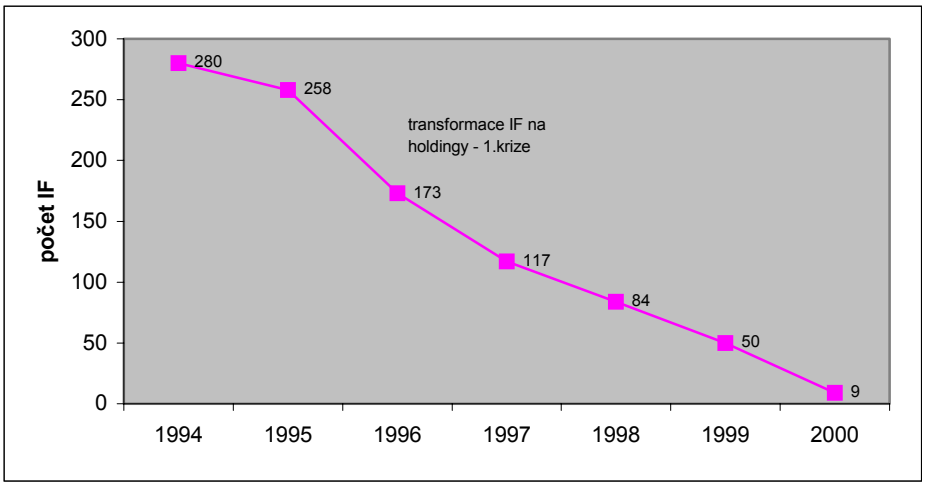
Obě dnes již uzavřené periody můžeme při pohledu zpět dále dělit na různé etapy:

První etapou byla léta 1993-1995, která jsou etapou extenzivního rozvoje od počátku kupónové privatizace přes naprostý vrchol v roce 1995, tj. roce ukončení 2. vlny kupónové privatizace (258 investičních fondů a 296 podílových fondů obhospodařovaných více než 150 investičními společnostmi).

Druhá etapa přichází v roce 1996; objevuje se první krize v oblasti kolektivního investování a dochází k poklesu majetku ve fondech díky transformaci 89 investičních fondů na tzv. holdingy. Tato skutečnost je velice názorně patrná na následujícím grafu, který znázorňuje vývoj počtu investičních fondů v letech 1994 –2000.

[35] Václav Liška, Jan Gazda: Kapitálové trhy a kolektivní investování, Professional Publishing, Praha, 2004.

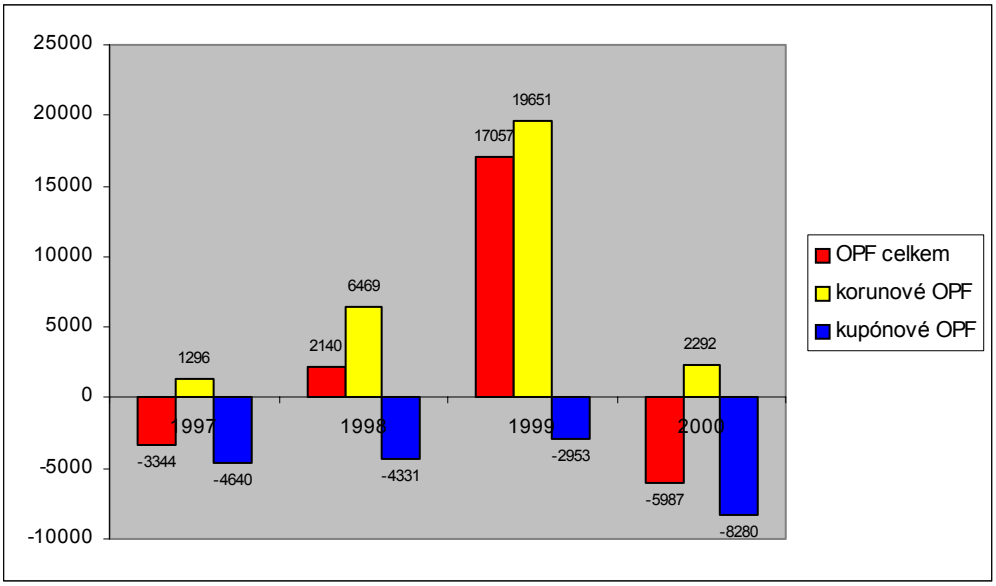
Vývoj počtu investičních fondů v letech 1994 –2000 (ke konci roku)



Za další, **třetí etapu** můžeme označit rok 1997. Situace z předcházejícího období se poněkud stabilizovala – krize důvěry sice pokračuje, ale pokles majetku ve fondech je prozatím ukončen, neboť je legislativně fakticky znemožněna přeměna dalších investičních fondů na holdingy. Bohužel stabilizace trhu netrvala dlouho.

V roce 1998 přichází **čtvrtá etapa** ve vývoji českého kolektivního investování. Pokračuje krize důvěry investorů a zároveň padají ceny cenných papírů na českém kapitálovém trhu v důsledku otřesů v mezinárodním finančním systému. Svůj vliv má i fakt, že velké investiční společnosti změnily metodiku oceňování cenných papírů v portfoliích fondů, a také probíhající krachy a likvidace některých fondů. Pozitivem je, že se výrazněji začínají prosazovat „korunové“ otevřené podílové fondy, tj. fondy, jež nejsou spojeny s kupónovou privatizací. V roce 1998 do nich podílníci vložili téměř 6,5 mld.Kč.

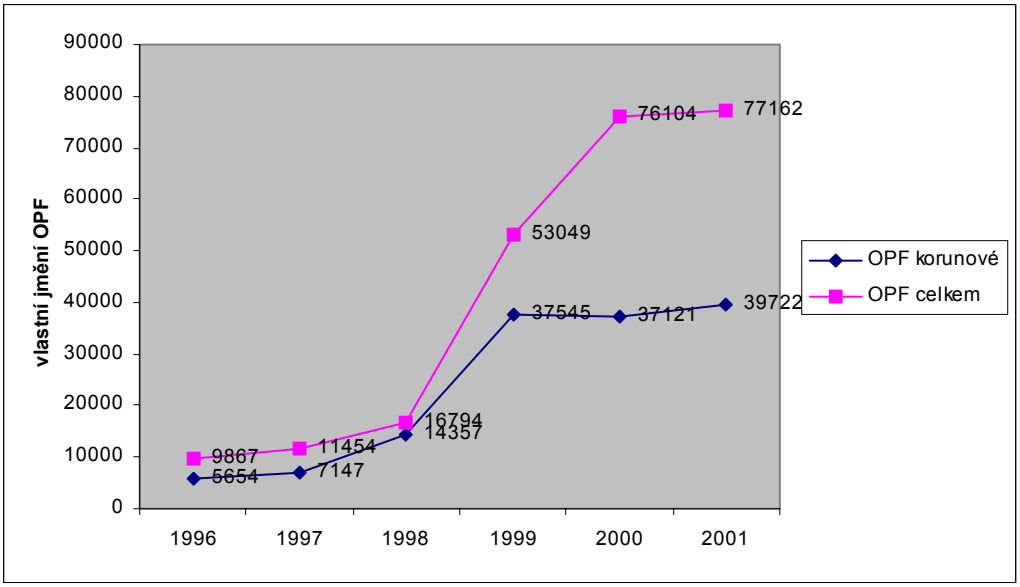
Čisté prodeje OPF 1997 - 2000 (v mil.Kč)



Nadchází rok 1999 a s ním **pátá etapa**, která s sebou přináší první stabilní růst majetku v otevřených podílových fondech. Tento růst majetku ve fondech je založen na existenci klasických otevřených podílových fondů známých z vyspělých kapitálových trhů. Celková

hodnota majetku ve fondech sice odpovídá úrovni r. 1993, ale je kvalitativně velice odlišná, neboť přes 50 % majetku je v „nových fondech“ (viz následující graf). Tento růst je vyvolán jednak výnosnějším zhodnocením investovaných peněz než na termínovaných vkladech v bankách, tak i krizí bankovního sektoru vedoucí k vyhledávání alternativních investičních příležitostí.

Přehled vývoje vlastního jmění OPF členů UNIS (v mil. Kč.)



V roce 2000 přišel definitivní konec kupónové privatizace v průmyslu fondů (**šestá etapa**). Začíná proces „otevírání fondů“ – nucené přeměny uzavřených forem fondů (UPF a IF) na otevřené podílové fondy- a majetek v otevřených podílových fondech roste, bohužel však převážně právě díky přeměně investičních a uzavřených podílových fondů z kupónové privatizace. Tato skutečnost je velice dobře patrná na obou předcházejících grafech.

Kolektivní investování a kupónová privatizace v ČR

V rámci hospodářské reformy byla pro transformaci vlastnických vztahů vedle tradičních metod privatizace zvolena i zcela netradiční metoda kupónové privatizace. Kromě základního smyslu – rychle privatizovat rozsáhlý objem majetku – je rovněž jejím záměrem položit základy k rozvoji kapitálového trhu. S kupónovou privatizací je nerozlučně spjat i vznik klasického institucionálního investora – investičního fondu**.**

Pro první vlnu kupónové privatizace byla v ČSFR vyčleněna část majetku z 1491 akciových společností v celkové účetní hodnotě 299,4 mld. Kč (v ČR 988 akciových společností v celkové účetní hodnotě 212,5 mld. Kč). První vlna kupónové privatizace začala registrací zájemců 1. listopadu 1991.

Kupónové privatizace se zúčastnilo 8,5 mil. občanů (v ČR 5,9 mil. občanů), kterým bylo před zahájením prvního kola umožněno , aby se rozhodli, zda budou investovat své investiční body přímo do vybrané akciové společnosti, nebo je svěří některému ze 429 investičních privatizačních fondů, které byly pro tento účel založeny. Této možnosti využilo 6,3 mil. občanů, tj. 71,9%, a investiční privatizační fondy tak disponovaly před zahájením prvního kola 6,1 mld. investičních bodů, přičemž 20 největších investičních privatizačních fondů spravovalo zhruba

50 % procent všech investičních bodů svěřených fondům. Přímo investovat se rozhodlo 2,6 mil. občanů s 2,4 mld. investičních bodů.

Za investiční body získaly investiční fondy majetek v celkové účetní hodnotě 176 mld. Kčs (v ČR 117, 9 mld. Kčs), což představuje 58,8 % majetku určeného pro první vlnu. Přímo investující občané získali za své investiční body majetek v úhrnné účetní hodnotě 101,8 mld. Kčs (v ČR 63,9 mld. Kčs), tj. 34 % celkového majetku určeného pro první vlnu. Neprodáno zůstalo 21,6 mld. Kčs majetku (v ČR 14,5 mld. Kčs), tj. 7, 2 % původní nabídky.

Druhá privatizační vlna proběhla pouze v ČR po rozpadu federace. První kolo druhé privatizační vlny začalo oficiálně 11. dubna 1994 a šesté kolo druhé privatizační vlny skončilo 3. prosince 1994. Obdobně jako v první vlně mohli majitelé investičních kupónů objednávat akcie privatizovaných akciových společností přímo nebo mohli svěřit své investiční body subjektům kolektivního investování. Druhé vlny se zúčastnilo 6,16 milionů obyvatel České republiky a po šesti privatizačních kolech zůstal neprodán majetek v účetní hodnotě pouhých 5,69 mld. korun, což představuje 3,67 % původní nabídky. Po skončení posledního kola druhé vlny zůstalo neuplatněno jen 0,61 % všech investičních bodů, které byly k dispozici.

Jaká byla úspěšnost fondů v kupónové privatizaci? V první vlně se českým fondům podařilo získat 4,35 miliardy investičních bodů (72,8 %) z území ČR, ve druhé vlně fondy získaly 3,91 miliardy investičních bodů (63,5 %). Druhé vlny se zúčastnilo 353 fondů, z toho plná polovina se již zúčastnila i vlny první. Podle typu bylo nejvíce fondů investičních, a to 195, uzavřených podílových fondů bylo 120 a otevřených podílových fondů 38. Největším investičním fondem se stal Zlatý investiční fond Kvanto spravovaný společností O. B. Invest. Ke dni 31. 7. 1995 byla průměrná hodnota majetku samostatného DIKa 8913 Kč, zatímco na kupónovou knížku vloženou do fondu připadalo průměrně 11 250 Kč. V tomto výsledku se projevila informovanost a odbornost pracovníků investičních společností.

Kupónová privatizace znamenala velký impuls pro rozvoj fondů a kolektivního investování v České republice vůbec – téměř přes noc vznikly velké a silné správcovské investiční společnosti disponující rozsáhlým technickým i lidským zázemím. Pro nově vzniklé investiční společnosti a investiční fondy přitom znamenala kupónová privatizace vzdělávací kampaň a reklamu u investorů „zadarmo“. Zároveň však proces kupónové privatizace připouštěl možnost nákupu pouze akcií z kupónové privatizace, což mělo za následek úzké portfolio většiny fondů. Nutnost investovat maximum získaných investičních bodů však současně vedla správce fondů k nákupu v podstatě jakýchkoli akcií. Během období kupónové privatizace vznikaly především uzavřené typy fondů (investiční a uzavřené podílové fondy), s nimiž je spjata nemožnost odchodu investorů z fondu. To s sebou přineslo nízký tlak na efektivnost výkonu správy majetku a z druhé strany též nemožnost získávat další podílníky prodejem dalších podílových listů za koruny. Jiným podstatným rysem spjatým s kupónovou privatizací je fakt, že ve světě vznikají fondy jako alternativní prostředek zhodnocení úspor obyvatelstva oproti např. termínovaným vkladům; v ČR vznikaly fondy jako možnost investovat pouze investiční body. Tento fakt přinesl do fondového průmyslu v ČR psychologický aspekt zcela odlišný od vyspělých trhů, neboť zásadním způsobem ovlivnil přístup k majetku soustředěnému ve fondu jak ze strany akcionářů, tak správců. Kupónová privatizace si vynutila ze strany fondů tzv. akcionářský přístup – fondy musely po 1. i 2. vlně kupónové privatizace vykonávat akcionářská práva ve společnostech, jejichž akcie v kupónové privatizaci získaly, aby zhodnotily své investované body. Tato role však je na vyspělých trzích pro fondy netypická, neboť fondy se snaží působit jako klasičtí institucionální investoři a nemají dostatek odborníků schopných plnit role členů statutárních orgánů. To se ukázalo být problémem i většiny českých fondů. Pro tuto fázi vývoje českého

kolektivního investování je také charakteristická velice malá ochrana minoritních akcionářů a neúčinný státní dozor nad českým kapitálovým trhem. Řada investičních společností díky výše uvedeným okolnostem neplnila roli odpovědného správce cizího, svěřeného majetku.

Transformace na holdingy a nástup OPF

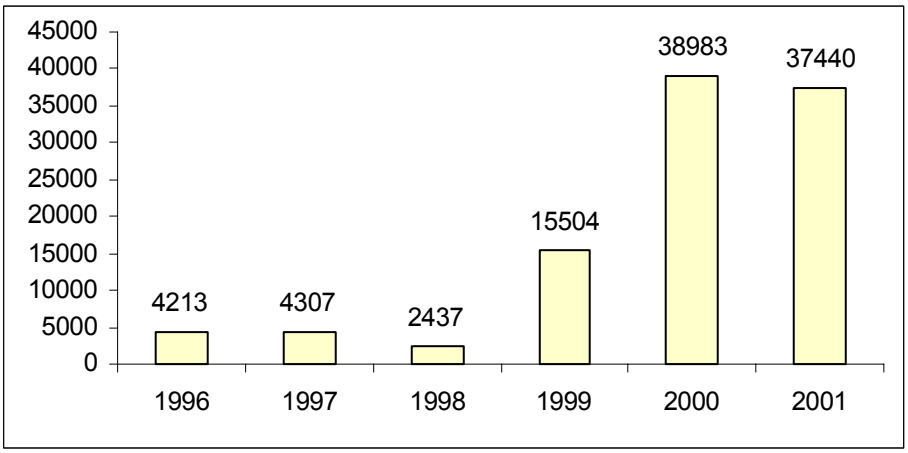
Zhruba v polovině roku 1996 se na scéně českého kapitálového trhu objevil nový trend. Některé investiční fondy pocházející z kupónové privatizace se rozhodly přeměnit na průmyslové holdingy neboli běžné akciové společnosti s odlišným předmětem podnikatelské činnosti než je kolektivní investování. Tento krok nastartoval diskuse ekonomických expertů, kteří se v zásadě rozdělili na dva protichůdné tábory - jedni jsou pro a druzí hovoří o nesprávnosti této přeměny.

Podpůrci transformace fondů na holdingy tento akt bránili svým hlavním argumentem, že takto transformovaná společnost bude mít možnost vytvářet majority ve spravovaných společnostech, což jim umožní aktivně ovlivňovat chod podniků a rozhodovat o distribuci jejich zisků. Nicméně praktické zkušenosti z transformací daly za pravdu spíše odpůrcům transformací fondů. Absenci vlastnických limitů v ovládaných společnostech holdingy často využily k okrádání těchto společností a k poškozování jejich minoritních akcionářů. Přitom právě ochrana zájmů fondu v roli minoritního akcionáře byla jednou z vůdčích idejí transformace. Holdingy tak nakonec činily přesně to, před čím se transformací chtěly chránit. Průvodním jevem transformací fondů na holdingy byly i příliš jednostranné výhody pro akcionáře ovládající transformující se fondy. Jejich zájem na provedení transformace byl dokonce tak veliký, že byli ochotni se vzdát mnohamiliónových poplatků, které by jim v případě zachování fondů náležely za jejich správu. Právní správnost transformací se neustále diskutuje, není však sebemenších pochyb o tom, že vůči drobným akcionářům byla nespravedlivá a eticky nečistá.

Druhým novým jevem, který ve svém důsledku vedl k uzavření kapitoly kupónové privatizace v historii českého kolektivního investování, byl nástup otevřených podílových fondů. Ačkoliv první korunový fond byl založen již koncem roku 1990, jejich skutečný rozkvět nastal až na sklonku devadesátých let.

Zvýšení transparentnosti a regulace trhu kolektivního investování měla za následek, že se zvýšil zájem investorů o zhodnocování úspor prostřednictvím otevřených podílových fondů. Objem obhospodařovaných prostředků v nově založených fondech od poloviny devadesátých let stabilně narůstal a na konci roku 2001 činil již téměř 40 mld. Kč. V roce 1998 byl navíc novelizován zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Nejvýznamnějším novým ustanovením této novely byly části týkající se povinné přeměny uzavřených podílových fondů a investičních fondů na otevřené podílové fondy. Tato novela prakticky učinila tečku za kupónovou érou v českém kolektivním investování, neboť nejpozději do pěti let po její účinnosti měly na českém kapitálovém trhu zůstat pouze otevřené podílové fondy a jen ty investiční a uzavřené podílové fondy, které byly založeny po novele. Vidina otevírání fondů dočasně zbrzdila příliv nových peněz do korunových podílových fondů. Investoři viděli v otevírání fondů investici, která slibovala díky zákonným ustanovením při stejném riziku téměř dvojnásobný výnos oproti nákupu podílových listů korunových podílových listů. V celkových číslech tak došlo k obrovskému nárůstu majetku spravovaného otevřenými podílovými fondy, ale tento nárůst šel takřka celý na vrub administrativní úpravě, kdy se z investičního fondu takřka přes noc stal otevřený podílový fond. Tento vývoj je znázorněn na následujícím grafu.

Vývoj objemu majetku v kupónových OPF (v mil.Kč)



Jak tedy zhodnotit vývoj českého kolektivního investování? Dá se říci, že aktivity správcovských společností, které od počátku vzniku fondů považovaly kolektivní investování za dlouhodobou a perspektivní podnikatelskou aktivitu, vedly spolu s rozumnou regulací a samoregulací trhu k jeho transparentní podobě, a tedy ke svému cíli, kterým je ochrana podílníků a její vynutitelnost. Český trh kolektivního investování se tak pomalu, ale jistě přibližuje ke stavu, který panuje na vyspělých světových finančních trzích.

Přes pozitivní vývoj z období po roce 1998 však doposud existuje velký rozdíl mezi ČR a vyspělými zeměmi v poměru mezi objemem prostředků investovaných do fondů na jednoho obyvatele. Z oficiálních statistik FEFSI a UNIS ČR je jasné, že vklad do fondů na obyvatele je u nás cca 14x nižší než ve Finsku a více než 100x nižší než ve Francii. Tento fakt je způsoben nejen rozdílnou životní úrovní, ale zejména podílem úspor investovaných do fondů z celkového objemu úspor v ČR. Tato čísla jsou tedy dokladem velkého růstového potenciálu odvětí kolektivního investování v ČR.

Vývoj kolektivního investování na Slovensku

Vzhledem k tomu, že doba budování základů kapitálového trhu spadá ještě do éry společného státu, je pochopitelné, že slovenský trh kolektivního investování při svém vývoji procházel podobnými cestami jako český. Samotný vznik kolektivního investování na Slovensku v pravém smyslu slova je spojen se založením podílových fondů Všeobecného investičného fondu a Slovenského majetkového fondu Prvou slovenskou investičnou spoločnosťou (PSIS) v roce 1990. Avšak stejně jako v ČR je skutečný rozvoj kolektivního investování spojen s kupónovou privatizací. Vzhledem k tomu, že pro Slovensko v době vzniku kapitálového trhu a kolektivního investování platila federální legislativa, byly podmínky vzniku investičních fondů, společností a podílových fondů i struktura a pravomoci jejich orgánů tytéž. Obdobně pravidla a termíny realizace 1. vlny kupónové privatizace byly totožné.

Celkem vzniklo na Slovensku pro první vlnu kupónové privatizace 169 investičních privatizačních fondů. Velikost jednotlivých fondů do značné míry závisela na objemu prostředků vyčleněných jejich zakladateli na propagační kampaň, nebo na půjčku spojenou s úhradou registrační známky. Nejsilnějšími fondy sa tak staly investiční fondy založené předními slovenskými peněžními ústavy a podniky (VÚB, Slovenská sporiteľňa, VSŽ, Slovenská poisťovňa, IRB). Výsledky první vlny uvádíme v nasledující tabulce:

Výsledky první vlny kupónové privatizace

	Celkem	Z toho SR	Podíl (%)
Majetek určený pro 1. vlnu (mld. Kčs) Počet a.s.	299,4 1491,0	86,9 503,0	29,02 33,74
Počet zaregistrovaných občanů pro 1. vlnu KP (mil.)	8,5	2,6	30,59
Použitý způsob investování (v investičních bodech) - přímá investice do vybrané a.s. - investice do IPF	2,4 6,1	- -	- -
Výsledky (v mld. Kčs): - majetek v IPF - přímé investice - neprodaný majetek	176 101,8 21,6	58,1 21,7 7,1	33,01 21,32 32,87

Díky důvěře občanů zúčastněných v I. vlně kupónové privatizace ve sliby investičních fondů vyplatit víc než desetinásobek registračního poplatku, resp. půjčkám na tento poplatek, získaly privatizační fondy akcie o jmenovité hodnotě cca 55 mld. Sk, t.j. 70% majetku privatizovaného metodou kupónové privatizace. Po rozdělení federace zůstaly v portfoliích v SR zaregistrovaných fondů aktiva o hodnotě 23,9 mld. Sk. (k 30. 9. 1996). Téměř 80 % tohoto majetku bylo koncentrováno ve vlastnictví 10 investičních fondů, z nichž největší byl VUB Kupon IF s objemem majetku více než 10 mld. Sk.

V roce 1993 skončila první vlna kupónové privatizace. Rovněž byla přijata zákonná úprava investičních společností a investičních fondů a investiční privatizační fondy byly nuceny se této právní úpravě přispůsobit. Investiční privatizační fondy se transformovaly na investiční fondy a emitovaly svoje akcie.

Situace po roce 1994

V roce 1994 se začaly aktivizovat i podílové fondy, přičemž investiční společnosti spravující podílové fondy se orientovaly převážně na uzavřené podílové fondy. Zostřovala se soutěž nejen o klientelu, ale i o vliv v nejvýnosnějších společnostech s veřejně obchodovanými akciemi a na výsledcích fondů se začala projevovat různá úroveň managementu. V tomto období začal v akciových společnostech i proces koncentrace vlastnictví. Ve většině z nich se vytvořila skupina 3 až 4 majoritních akcionářů. V některých případech šlo o samotné investiční fondy, jinde převzal iniciativu management nebo silné domácí či zahraniční kapitálové skupiny.

Posledně uvedený typ začal postupně převládat a investiční fondy v těchto podnicích rychle ztrácely na významu. Noví vlastníci našli množství způsobů, jak odčerpat z podniků zisk a vyhnout sa tak placení dividend, které představovaly významnou příjmovou složku fondů. Tak začala diferenciace investičních společností a fondů na portfoliové a strategické s následnou restrukturalizací aktiv. Manažeři fondů si uvědomovali, že vykonávat funkci portfoliových investorů nemá perspektivu a začali výrazně redukovat počet podniků v portfoliu, začala majorizace veřejně obchodovaných akciových společnosti. Kromě toho se i v investičních fondech vyprofilovaly skupiny majoritních akcionářů, kteří svoje postavení zneužívali k vlastnímu obohacení.

V září roku 1994 začala registrace do druhé vlny kupónové privatizace, jež se měla realizovat samostatně v rámci Slovenské republiky. Na základě předpisů pro druhou vlnu vzniklo 148 investičních fondů, které vynaložily 9,82 mld. Sk (k 31. 12. 1995) na půjčky majitelům

investičních kupónů na registraci pro druhou vlnu kupónové privatizace a propagaci. Finančně a majetkově nejsilnější skupiny poskytovaly občanům nejen půjčky na registraci kupónové knížky, ale i zálohu za budoucí odkoupení akcií nebo na výnosy.

Do druhé vlny KP se zaregistrovalo o 500 tisíc občanů více než do prvé, federální vlny organizované tři roky předtím. V prosinci 1994, dva dny před termínem podávání investičních bodů do investičních fondů, byla druhá vlna KP pozastavena a následujícího roku na návrh vlády SR zrušena a nahrazena tzv. dluhopisovou metodou. Dluhopisová metoda privatizace spočívala v tom, že na 1 kupónovou knížku byl emitován dluhopis s výnosem na úrovni diskontní sazby Národnej banky Slovenska se splatností 5 let. Tyto dluhopisy emitované FNM SR byly kryty výnosy z privatizace realizované přímými prodeji předem určenému zájemci. Celkem byl rok 1994 ve znamení povzbudivých výsledků kolektivního investování. Investiční fondy dosáhly pro své akcionáře víc než desetinásobně vyšší výnosy, než byly výnosy individuálně investujících účastníků kupónové privatizace. Též na základě tržních cen je možno konstatovat, že průměrný majetek získaný investičním fondem na jednu kupónovou knížku byl o 20 % větší než majetek průměrného individuálního investora.

V roce 1995 byly přijaty zákonné normy, které výrazně ovlivnily činnost investičních společností a fondů. Převším šlo o novelu zákona č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, která výrazně omezila podíly v jedné společnosti vlastněné investičními společnostmi a fondy z 20 % na 10 %. Mnohé velké investiční fondy usoudily, že za daného stavu investiční fondy nemají na Slovensku perspektivu. Východisko našly v transformaci na obchodní společnosti, pro které percentuální omezení na investování neplatí. Takto se téměř 40 investičních fondů už v roce 1997 transformovalo na akciové společnosti, které v předmětu podnikání nemají kolektivní investování. Přeměnily sa tak na klasické obchodní společnosti, jejichž činnost je upravena obchodním zákoníkem. Tyto přeměny byly provázeny stejnými negativními jevy jako o rok dříve na českém trhu.

Neschopnost Ministerstva financí SR zabránit masivnímu vytunelování většiny investičních fondů a akciových společností zařazených do kupónové privatizace vedla po nástupu nové vlády v roce 1999 k přepracování celé legislativy upravující činnost všech subjektů na kapitálovém trhu a institucionalizování nezávislejšího dozoru ve formě vytvoření Úradu pre finančný trh.

Rokem 1997 končí jakákoli možnost získat komplexní údaje o hospodaření investičních fondů. Jen některé investiční fondy a investiční společnosti zveřejňovaly údaje.

Vývoj kolektivního investování na Slovensku z hlediska počtu subjektů do roku 1997:

Počet	Rok 1991	Rok 1992	Rok 1993	Rok 1994	Rok 1995	Rok 1996
Inv. spol.	1	12	36	97	92	14
Inv. fondů	0	16 9	16 2	311	118	36
Pod. fondů	2	3	8	27	48	52

Vývoj na Slovensku z hlediska majetku v mld. Sk (NAV - čistá hodnota aktiv):

	Rok 1991	Rok 1992	Rok 1993	Rok 1994	Rok 1995	Rok 1996
NAV inv. Fondů	0	0	51,4	44,09	24,34	9,8
NAV podílových fondů	0,15	0,22	1,1	3,4	2,4	1,1

Finanční ukazatele v investičních společnostech a fondech (tis. Sk):

	1992	1993	1994	1995
HV př. zdaněním	-38.942	-1.381.254	-1.393.253	-9.826.694
Náklady	84.634	5.439.974	22.155.230	42.998.370
Výnosy	42.692	4.058.720	20.761.977	33.171.676
Emitované cenné papíry	2.530.228	16.947.781	19.926.692	18.264.151
Vlastní jmění	2.909.809	46.871.803	42.568.655	26.936.856

Pramen: Štatistická ročenka Slovenské republiky.

Kam směřuje institucionální struktura regulace a dozoru nad finančním trhem?
František Jakub

1. Úvod

V druhé polovině 90. let minulého století a zejména pak na jeho přelomu se v některých zemích s rozvinutým finanční trhem začalo velmi intenzivně diskutovat o změnách v institucionální struktuře jeho regulace a dozoru. Hledala se řešení, která by lépe odrážela dynamický vývoj na finančních trzích a zejména pak lépe ochránila světové ekonomiky před nestabilitami a dopady finančních krizí.

Na podzim roku 2000 jsem oslovil tehdejší představitele Ministerstva financí a České národní banky s návrhem na zahájení konzultací o budoucnosti regulace a dozoru v České republice. Neúspěšně. Za necelé tři roky už ale byly na stole konkrétní návrhy tří hlavních institucí - Ministerstva financí (dále MF), České národní banky (dále ČNB) a Komise pro cenné papíry (dále KCP).

Ve svém krátkém příspěvku se pokusím podívat na problematiku institucionálních řešení regulace a dozoru jednak z pohledu známých, ale i méně publikovaných názorů a aspektů, a jednak z pohledu osobního, kdy jsem měl možnost se z pozice předsedy Komise pro cenné papíry velmi intenzivně podílet na vytváření integračních řešení.

2. O co jde?

Na nejvyšší úrovni MF, ČNB a KCP, bylo jednohlasně deklarováno, že prvořadým cílem regulace a dozoru finančního trhu je vytváření dlouhodobé stability a podmínek pro efektivní fungování finančních institucí a trhů. Argumenty, proč by mělo dojít ke změně v institucionálním rámci, zaznívaly ze všech stran podobné. Rozdíly byly snad jen ve vnímání míry jejich významnosti. Požadavky na větší přehlednost systému regulace a dozoru, eliminaci překrývání v kompetencích a „šedých zón“, na zabránění regulatorní arbitráže, vytvoření předpokladů pro efektivnější monitoring finančního trhu, prohloubení dozoru na konsolidovaném základě, na efektivnější využití personálních zdrojů a celkové snížení nákladů jsou jistě opodstatněné.

Nicméně představy, kdo, resp. jaká instituce a jak bude výše uvedené cíle a požadavky naplňovat, byly rozdílné. Proč? Všichni zainteresovaní si uvědomovali, že nejde o nic jiného než o vlastní bytí a nebytí, o ztrátu vlivu, resp. o další existenci té které dozorové instituce, rozsah jejich činnosti a kompetencí.

Proces integrace, tj. snižování počtu dozorových institucí na národní úrovni, jde ruku v ruce se sbližováním regulačních pravidel na nadnárodní úrovni. Samotná Evropská unie však

nepředepisuje, jaký institucionální model by měl být v členských zemích implementován. To je vzhledem k přetrvávajícím rozdílným podmínkám fungování finančních trhů, ekonomické síle jednotlivých zemí a historicky daným institucionálním a právním aspektům v pořádku. Na druhou stranu tím více se může rozvinout národní kreativita, ať s kladnými, nebo negativními prvky, do které samozřejmě zasahují osobní ambice a v neposlední řadě politické zájmy.

I když na počátku nového tisíciletí ve světě sílily tendence ke vzniků jednotných (single) supervisorů, i nadále převládal model sektorového dělení. Pokud uvádím sektorové dělení, mám nyní na mysli jeho různé variace, ať už jde o zcela institucionálně oddělenou existenci bankovního dohledu, dozoru nad kapitálovým trhem, dozoru nad pojišťovnami a dozoru nad penzijními fondy, anebo o jejich částečné vzájemné propojení (např. bankovního dohledu s pojišťovnictvím nebo dozoru nad kapitálovým trhem s penzijními fondy nebo pojišťovnami). Zatím však neexistují jasné empirické poznatky, na základě kterých by bylo možné zjistit kvalitu jednotlivých modelů institucionálního uspořádání.

Jedno je však nezpochybnitelné. Každá regulatorní či dozorová instituce musí naplňovat mezinárodně uznávané standardy. Pro dohled nad trhem s cennými papíry jsou to standardy IOSCO (Mezinárodní organizace Komisí pro cenné papíry) publikované v září roku 1998. Standardy se týkají nejen vymezení nezávislosti (na politické moci, finanční, personální, operační), ale i jasně stanovené odpovědnosti regulátora, transparentnosti jeho činnosti a spolupráce s ostatními orgány.

3. Proč byla zvolena etapovitost?

Usnesení vlády nakonec rozdělilo integrační proces v České republice do dvou fází. První etapa určitě nebyla pro odbornou veřejnost překvapením. Jak integrace dohledu nad družstevními záložnami do ČNB, tak integrace dozoru nad penzijními fondy a pojišťovnami do KCP od 1. ledna roku 2006 se po zvážení všech argumentů dala očekávat.

Proč muselo MF rezignovat na existenci dozorové odpovědnosti v rámci jednoho ze svých organizačních útvarů, který vykonával dohled nad pojišťovnami a penzijními fondy? Jednoduše proto, že tento model nesplňoval test operační nezávislosti na politické moci (v čele ministerstva stojí politicky odpovědná osoba). Další snaha ministerstva o vytvoření dokonce nového speciálního úřadu pro tuto oblast vyznívala v době integračních procesů přeci jen kontraproduktivně, což nakonec zákonodárci uznali a tento projekt zastavili.

Pro první fázi šlo, podle mého názoru, zejména o volbu takového řešení, které bude přijatelné jak pro ČNB a KCP, tak pro MF, které, alespoň pokud jde o tuto etapu, ustoupilo od prosazování okamžitého (resp. v co nejkratší době) vzniku jednoho dozorového orgánu. Proč muselo ministerstvo opustit variantu „velkého třesku“? Varianta rozdělení integrace do dvou etap má mnoho podpůrných argumentů a nejedná se o nějakou úlitbu ČNB nebo KCP. Pokud abstrahuji od nekonfliktnosti takové varianty, tak jde zejména o eliminaci institucionální turbulence, dočasné výrazné snížení kvality regulace a výkonu dozoru, vázání neúměrných kapacit a riziko zpomalení reakce na změny v evropské legislativě, kterých v té době bylo velmi mnoho. Navíc postupná integrace je z legislativně-technického hlediska variantou jednodušší a přináší rychlejší vyřešení problému neplnění operační nezávislosti dozoru nad penzijními fondy a pojišťovnami. To jsou určitě pádné argumenty. Samozřejmě že objektivně najdeme i negativní aspekty tohoto řešení, jako je rozložení integrace do delšího časového období, déle trvající nejistota, možná demotivace zaměstnanců apod.

4. Druhá etapa?
Nicméně hlavní „bitva“ se rozpoutá teprve o druhou fázi, kdy by mělo dojít k integraci dohledu ČNB a KCP. Protože od 1. ledna 2006 je struktura dozoru dána, pozornost se tak nyní váže na řešení ve střednědobém horizontu, navíc do období po řádných parlamentních volbách, které mohou znamenat změny dosavadních plánů. Proč? Podle usnesení vlády by měl ministr financí do konce roku 2006 předložit návrh na realizaci druhé etapy integrace. V tomto případě tedy půjde o další existenci ČNB a KCP (pozn. ta se zřejmě od 1. ledna 2006 přejmenuje na Komisi pro finanční trh - dále KFT).

Doposud známé názory čelných představitelů centrální banky a Komise se výrazně liší. Zatímco ČNB jasně deklarovala svůj záměr, aby se právě ona stala institucí odpovědnou za jednotný dohled nad celým finančním trhem v České republice, KCP je opatrnější a ve svých úvahách počítá s několika variantami a nechává si tak pootevřená dvířka. Do diskuse se významně zapojilo i Ministerstvo financí a problému dalo nový rozměr. Začalo mluvit o existenci jednotného dozoru pro obezřetnostní podnikání a vedle toho také o instituci odpovědné za ochranu spotřebitelů (investorů) na finančním trhu. Nutno dodat, že bližší informace o této představě nejsou k dispozici, a proto budu v další části svého příspěvku vycházet jen ze svých vlastních poznatků ze zahraničí.

5. Je od koho opisovat?
V současné době neexistuje nějaký univerzální model uspořádání dozoru a regulace, který by bylo snadné převzít a implementovat do našich podmínek. Přesto zahraniční řešení a dosavadní zkušenosti lze zcela jistě vzít jako inspiraci pro naši domácí diskusi. Určitě nelze přehlédnout snižování počtu dozorujících i dozorovaných institucí a vývoj v zemích, které stejně jako Česká republika ještě nerozhodly o konečném řešení. Nicméně převzít jakýkoliv model jednotného dozorového orgánu stojícího mimo strukturu národní banky (FSA ve Velké Británii, Německo, Rakousko a řada dalších), nebo model úplné integrace do centrální banky (Slovensko, Irsko), funkcionální přístup (Nizozemí), anebo zcela jinou variantu, bez provedení analýzy domácí situace a potřeb, by bylo velmi neodpovědné.

V rámci diskusí lze často slyšet obhajobu ze strany jednotlivých zemí právě jimi zvoleného řešení. Jak už jsem uvedl, ani Evropská unie „nepřikazuje“ implementovat předem daný model. V tomto případě mají tedy čeští politici i odborníci volné ruce. Neobstojí tolikrát opakovaná fráze: „Je nutné sladit podmínky s direktivami EU.“ Žádné takové, alespoň pokud jde o institucionální strukturu regulace a dozoru nad finančním trhem, totiž neexistují.

6. Slovenská inspirace?
Pokud se máme inspirovat, tak nejlépe je to dělat v zemích s rozvinutým finančním trhem a/nebo v zemích, které mají podobnou historii finančního trhu a ekonomickou sílu. Pokud jde o naše východní sousedy – Slovensko, zde byl v březnu 2002 schválen záměr vytvořit integrovaný dohled nad finančním trhem. Tento záměr byl pak podpořen tzv. implementačním plánem, schváleným v srpnu 2003. Z něho bych si dovolil uvést dvě důležité skutečnosti.

Za prvé - integrovaný dohled bude fungovat pod hlavičkou Slovenské národní banky, v rámci které bude existovat zákonem uvedený specializovaný úsek dohledu, za jehož činnost ponese odpovědnost viceguvernér. Jde tedy o monokratický orgán. Úsek dohledu tak nebude mít žádnou formu autonomie. Za druhé - organizační útvar centrální banky bude financován vícezdrojově; cca 2/3 z rozpočtu národní banky a 1/3 z příspěvků od účastníků trhu.

7. Jak to bude v České republice?

Na tomto místě bych rád uvedl argumenty pro a proti některým navrhovaným řešením pro druhou fázi integrace regulace a dozoru v České republice.

A. Úplná integrace dohledů do ČNB

Tato varianta, dnes prosazovaná představiteli ČNB, má určitě svou racionalitu. Centrální banka má asi nejlepší infrastrukturu pro výkon dohledu (finanční prostředky, budova, personální vybavení), v obezřetnostním dozoru má nejlépe propracované know-how. Nicméně ani tento model není zcela bez problémů. ČNB dnes prakticky neprovádí ochranu investorů (vkladatelů) v tom nejširším slova smyslu. To znamená, že její dohled je primárně věnován zajištění stability finančního systému jako takového, nikoliv na zkoumání odborné péče ze strany bankovních subjektů, posuzování jednotlivých obchodních transakcí, zda došlo nebo nedošlo k poškození investora. Na tyto úkoly však nelze rezignovat.

Jak se ČNB vypořádá s argumentem potenciálního konfliktu zájmů mezi odpovědností za dohled nad finančním trhem a za měnovou stabilitu jako hlavního cíle každé centrální banky ve světě? Tato otázka by určitě vystačila na samostatný seminář, nicméně problém má dvě strany mince. Na jedné straně by národní banka mohla negativně přizpůsobovat měnovou politiku vývoji na kapitálových trzích s cílem podpořit některý ze segmentů. Centrální banka by ale měla naopak nastavit měnovou politiku na základě svých měnových cílů, resp. cílování inflace a finanční trhy na to reagují. Dalším úskalím této varianty může být politická průchodnost, protože by došlo k vytvoření supersilné instituce s velkými kompetencemi a pravomocemi, a to politické reprezentace nerady vidí. Na straně druhé, při tomto modelu by nedocházelo k problému financování, protože centrální banka má svůj rozpočet se svými zdroji a není závislá na hospodaření státního rozpočtu. Navíc se může zdát logické propojení
odpovědnosti za dohled a finanční stabilitu.

Určitou modifikací této varianty je vytvoření autonomního orgánu dohledu v rámci struktury ČNB. O tomto modelu se diskutovalo také na Slovensku. Nicméně podle mého názoru tady vznikají otázky spojené s vymezením rozsahu autonomie. Znamená to snad například, že by vedle „velké“ bankovní rady existovala ještě „malá“ bankovní rada odpovědná za dohled. Kdo by byl odpovědný za chod celé instituce a kdo za dohled? Byla by v případě výskytu problémů na finančním trhu odpovědná „velká“ bankovní rada, nebo ta „malá“? Nebylo by až moc členů bankovních rad? Jaké by fungovaly mezi nimi vazby, byly by v nějakém vztahu nadřízenosti a podřízenosti? Kdo by je jmenoval? Nejedná se o příliš velký experiment?

B. Existence integrovaného dohledu pro obezřetnostní podnikání a vedle toho orgánu pro ochranu investorů

Co je regulace obezřetnostního podnikání (tzv. prudential supervision)? Jde zejména o uplatňovaní obezřetnostních pravidel pro regulované subjekty, důraz na stabilitu finančního systému, popř. daného sektoru a požadavky na kapitálovou přiměřenost, vnitřní kontrolní mechanismy a řízení rizik. Vedle toho market (též conduct of business) supervision se zaměřuje zejména na zajištění integrity trhu, jeho transparentnosti, zajištění dostatku informací a ochranu investorů.

Při aplikaci této varianty, dnes podporované MF, nejde podle mého názoru o nic jiného než o náhradu sektorového dělení funkcionálním přístupem, tedy pouze o nové vymezení, resp. přerozdělení působnosti ČNB a budoucí Komisi pro finanční trh. To znamená, že v tomto případě nemůžeme vůbec mluvit o pokračování integračního procesu, ba naopak. Šlo by v podmínkách ČR o hledání zcela nového modelu a určitý experiment. Je vůbec představitelné jednoduché, transparentní a zejména pro všechny srozumitelné legislativní řešení, kde by se vedla pomyslná dělící čára mezi kompetencemi prudential supervisora (zřejmě ČNB) a ochranou

spotřebitelů (zřejmě KFT nebo její obdoba)? Mohlo by podle mě docházet k nežádoucí existenci duplicit a možná i tzv. šedých regulačních zón. A to zjevně není cílem integračního procesu.

8. Co dál?

Integrace je zvládnutelný úkol za podmínky kvalitní přípravy, manažerského řízení celého projektu a spolupráce všech dotčených institucí. Původní představa o realizaci druhé etapy byla směřována na období přístupu ČR k Evropskému měnovému sytému, tedy rok 2010. Nyní se však zdá, že se MF a ČNB chtějí zasadit o dvouleté urychlení. Proč? Odpověď není jasná. Nicméně původní rozhodnutí rozdělit celý proces integrace do dvou etap je tak minimálně zpochybněno. Přitom záměrem etapovitosti bylo mj. provést ještě před realizací druhé fáze analýzu existence dvou dozorových institucí (ČNB a KFT), které mají vzniknout po první etapě v roce 2006.

Zkrácení mezidobí na pouhé 2 roky tak v reálu znamená permanentní změny jak v legislativě, tak v institucionální struktuře, což na výkonnosti dozoru určitě nepřidá. Mohou se tak v plné míře projevit potenciální rizika, která obecně s integrací souvisejí - dočasné snížení efektivnosti dozoru, větší výskyt defaultních situací a z toho vyplývající ohrožení reputace dozorových institucí, zvýšené finanční náklady, odchod zkušených pracovníků nebo jejich demotivace, absence jasného poslání a cílů dozoru. Navíc se tak stupňuje tlak na rychlé propojení informačních technologií, firemních kultur a systémů řízení, a to bez potřebné přípravy.

Domnívám se, že takový postup je nekorektní nejen vzhledem k již učiněným dohodám, ale také vůči účastníkům trhu, které způsob provedení integrace „státních“ institucí nemusí tolik zajímat. Nicméně mohou to být právě oni, kteří poznají jako první negativní dopady problémů a učiněných chyb. Nezdary se mohou samozřejmě odrazit též poklesu kredibility trhu jako takového. A to už jsme tady v polovině 90. let zažili.

9. Jak by to mohlo být?

Podle mého názoru se jako jedno z nejméně konfliktních řešení, splňující testy optimalizace regulace a dozoru, nabízí fúze, resp. splynutí ČNB a KFT do nové instituce. Ta by byla jejich právním nástupcem se vším všudy, ať jde o rozsah činnosti, kompetence, pravomoci, tak odpovědnost. Nová instituce by nepochybně používala technickou a personální infrastrukturu ČNB a Komise. V původní ČNB by tak zůstala ta část, která souvisí, zjednodušeně řečeno, s výkonem činnosti pobočky Evropské centrální banky.

To znamená, že v tomto případě jde o právní řešení splynutí a také o model řízení nové instituce a způsob jejího financování. Pokud jde o model řízení, „užší“ ČNB by byla řízena bankovní radou dnešního formátu. Novou dozorovou instituci by řídil také kolektivní orgán vytvoření z expertů na bankovní dohled, dohled kapitálového trhu a ostatních segmentů finančního trhu. Pokud jde o způsob financování, mělo by jít o vícezdrojové prostředky se zapojením státního rozpočtu a příspěvků od účastníků trhu. Otázkou zůstává jejich poměr, což však souvisí s podrobnější kalkulací a analýzou situace na trhu. Nabízí se rovněž určité navázání rozpočtu na rozpočet dnešní ČNB.

10. Jednotný evropský regulátor?

Na půdě evropských orgánů je slyšet hlasy o vytvoření jednotného evropského regulátora a dozorové instituce. Jsou z tohoto pohledu diskuse o národním modelu zbytečné? Podle mého názoru nikoliv. Evropská unie ve svých plánech sice počítá s odstraňováním institucionálních překážek pro vytvoření jednotného evropského trhu s cennými papíry a se sblížením regulatorní praxe založené také na podrobných cost/benefit analýzách. Nicméně rozdílů v daňové oblasti,

účetnictví, legislativě, implementaci a aplikaci evropských norem zůstává stále dost a unifikace pravidel si podle mého názoru vyžádá ještě hodně času, protože národní zájmy stále převládají a dokážou přehlušit nadnárodní evropské snahy.

Na druhé straně již dnes existuje institut evropského pasu, který až na malé výjimky v reálu znamená, že je uplatňován princip domácího regulátora. Avšak menší členské země s méně rozvinutými finančními systémy, resp. s méně silnými ekonomikami plní jen roli hostitelských regulátorů. To bude v budoucnosti tlačit na změnu existence 25 právních řádů na jeden evropský a vznik jednotného supranacionálního regulátora a dozorové instituce. Přesto si troufám odhadovat, že se tak nestane během následujících 10 let. Vše může být také výrazně ovlivněno přístupem dalších zemí, protože politika EU, kam až mají sahat její hranice, není dosud známa.

11. Závěr

Je zřejmé, že finální řešení musí být přijato na základě hluboké odborné cost/benefit analýzy, a po jasném definování, co se od integrace dozorů očekává. Ve svém krátkém příspěvku jsem mohl uvést jen některé aspekty jednotlivých variant a nutně jsem některé problémy zjednodušil a některé opomenul. Nicméně, pro rozhodování je nutné vzít na vědomí celou řadu dalších otázek (např. velikost finančního trhu a jeho struktura, rozsah dozorové činnosti, pravomoci, odpovědnost, financování, vnitřní organizace a řízení včetně řízení krizových situací) a zkušeností z jiných zemí.

Zajištění úvěrů jako jeden z aspektů řízení úvěrového rizika v největších bankách v České republice

Růžena Víšková

Bankovní instituce jsou vystaveny mnoha rizikům, která souvisejí se specifickou činností a postavením bank. Česká národní banka jako hlavní přímý regulátor bankovního sektoru a jeho dozorující instituce ve svém Opatření č. 2 ze dne 3. února 2004 k vnitřnímu řídícímu a kontrolnímu systému banky rozlišuje a definuje tržní rizika, úvěrové riziko, operační riziko a riziko likvidity. Poskytování úvěrů, spadající mezi základní činnosti banky a činící společně s přijímáním vkladů od veřejnosti banku bankou, je bezprostředně vystaveno zejména riziku úvěrovému.

Úvěrové riziko má dalekosáhlejší dopady na činnost bank. Nesouvisí pouze s poskytováním úvěrů, ale dotýká se všech ostatních aktivit a smluvních ujednání bank, do kterých vstupuje vedle banky protistrana v pozici dlužníka banky. Vyplývá to z vymezení úvěrového rizika Českou národní bankou jako rizika ztráty banky vyplývající ze selhání smluvní strany tím, že nedostojí svým závazkům podle podmínek smlouvy, na základě které se banka stala věřitelem smluvní strany (Opatření České národní banky č. 2 ze dne 3. února 2004). Nicméně vzhledem k významnému podílu úvěrů na celkových aktivech bank je banka vystavena úvěrovému riziku nejvíce v souvislosti s úvěry.

Česká národní banka od bank vyžaduje, aby se zabývaly řízením rizik, tj. jejich identifikací, měřením/vyhodnocováním, sledováním a případným přijímáním opatření vedoucích k omezení podstupovaných rizik (Opatření České národní banky č. 2 ze dne 3. února 2004). Úvěrové riziko by měly banky ošetřit tak, aby se v důsledku nespolehlivosti svých obchodních partnerů nedostaly do problémů. Řízení rizik spolu s dalšími zásadami a pravidly obezřetného podnikání bank pak přispívá ke stabilitě bankovního sektoru jako takového.

Obecně úvěrová emise bank v České republice v posledních několika letech roste. Po mírném poklesu v roce 2002 došlo k opětovnému posílení od roku 2003. Meziroční růst poskytnutých úvěrů v bankách představoval v té době 11,8 %. Velké banky zaznamenaly meziročně růst blížící se 10 %. Přestože z pohledu růstu objemu úvěrů jsou relativně nejúspěšnější malé banky, jejich celková úvěrová emise zůstává ve srovnání s ostatními skupinami bank malá (Bankovní sektor v roce 2003).

Největší objemy úvěrů banky poskytují podnikatelským subjektům. K největšímu nárůstu přitom dochází u úvěrů poskytovaných podnikům z nefinanční sféry. Na konci roku 2003 dosáhl objem úvěrů poskytnutých této skupině 427,5 mld. Kč. Druhou nejvýznamnější skupinou příjemců úvěrů je sektor obyvatelstva s 210,8 mld. Kč poskytnutých od bank (Bankovní sektor v roce 2003). Za obyvatelstvem se z hlediska objemu poskytovaných úvěrů umisťuje vládní sektor a poté sektor finanční. Banky se stále více orientují na malé a střední podniky. Pro domácnosti zůstávají atraktivními zejména hypoteční úvěry, úvěry na pokrytí bytových potřeb a spotřebitelské úvěry. Zcela převažují úvěry s dlouhou dobou splatnosti (43,5 % na celkových úvěrech v roce 2003). V objemu rostou i úvěry se střední délkou splatnosti, ale v případě poskytování úvěrů se splatností do jednoho roku dochází v poslední době k poklesu (Zpráva o finanční stabilitě).

Z důvodu vysokého podílu úvěrové emise na celkové bilanční sumě zůstávají úvěrové obchody hlavním potenciálním zdrojem rizik bankovního sektoru. V posledních několika letech dochází k pozitivnímu vývoji v kvalitě úvěrových portfolií bank. Klesá podíl klasifikovaných úvěrů na celkových úvěrech. Je tomu tak zejména proto, že jsou banky mimořádně obezřetné v úvěrovém procesu, v posuzování žádostí o úvěr, v dodržování svých zásad, v řízení rizik (rizika úvěrového).

Pravidla obezřetnosti podnikání bank vyžadují, aby v případě úvěrového procesu byly posouzeny zejména aspekty, jako bonita smluvní strany, účel provedení obchodu, zdroje splácení, kvalita a dostatečnost zajištění a další. *Zajištění úvěrů* v širším slova smyslu lze chápat jako veškerá opatření prováděná bankou k vyloučení, resp. minimalizaci rizika spojeného s poskytnutým úvěrem, tzn. včasného splacení úvěru včetně úroků. K nejdůležitějším nástrojům využívaným k zajištění úvěrů pak patří: prověrka úvěrové způsobilosti (bonity) klienta, limitování výše úvěrů pro jednotlivé klienty, diverzifikace rizika prostřednictvím konsorciálních úvěrů, kontrola úvěrového subjektu a objektu, úvěrové zajištění (v užším slova smyslu), úvěrové záruky – dávají bance možnost, v případě, že klient nemůže nebo nechce splnit své závazky vůči bance, uspokojit svoje pohledávky realizací sjednaných záruk (Dvořák, 1999). V současné době (od roku 2002) je bankám k dispozici registr úvěrů, který též významně napomáhá v řízení úvěrového rizika. Banky prostřednictvím tohoto registru sdílejí úvěrové informace o klientech.

Banka se tedy snaží maximálně omezit vznik rizikových situací, které by měly nepříznivý dopad na její hospodaření. Za tímto účelem banka provádí zejména zkoušku úvěrové způsobilosti, spočívající ve zkoumání právních poměrů žadatele o úvěr, dále v posuzování osobní důvěryhodnosti komitenta a v hodnocení hospodářské situace žadatele. Dále banka přistupuje k limitování úvěrů a k úvěrové kontrole dlužníka (Polidar, 1999).

Přes svoji obezřetnost a přísné posuzování žádostí o úvěr si banky musejí zajistit návratnost své pohledávky i pro případy, kdy se dlužník dostane do finančních potíží, a kdy nebude schopen splácet své závazky vůči bance. Banka proto požaduje zajištění úvěru. Banka má na vybranou z více možných forem úvěrového zajištění. Především se banka rozhoduje, zda bude požadovat

zajištění osobní nebo zajištění věcné. Ze skupiny druhů zajištění osobního charakteru má banka na výběr mezi ručením, bankovní zárukou, převzetím dluhu a přistoupením k závazku, smluvní pokutou, dohodou o srážkách ze mzdy. Ve všech těchto případech se jedná o formy zajištění, která jsou těsně a nerozlučně spojena se zajišťovanou pohledávkou, a která automaticky zanikají se zánikem zajišťované pohledávky. Jde o zajištění akcesorické (Dvořák, 1999). Do osobních forem zajištění dále spadají depotní směnky a pozitivní či negativní prohlášení, která na rozdíl od akcesorických zajištění jsou nezávislá na zajišťovaných pohledávkách, s uspokojením pohledávky nezanikají, subjekt poskytující toto zajištění má právo na jejich vrácení. Jde o zajištění abstraktní (Dvořák, 1999). Do věcného zajištění pak patří akcesorické formy jako zástava movitých věcí a práv, zástava nemovitostí (hypotéka) a z abstraktních druhů pak zástava nemovitostí v podobě hypotekárního dluhu, cese pohledávek a práv a zajišťovací převod práva (Dvořák, 1999). Vedle ručení lze rozlišovat ještě směnečné ručení – aval, bankovní záruka může být jak akcesorická, tak abstraktní, a existují též určitá ochranná prohlášení dlužníka využívaná jako osobní akcesorické zajištění (Ulrich, Pfeiferová, 2001).

Byl proveden průzkum, jaké formy zajištění jsou nejoblíbenější v bankách na českém finančním trhu. Které druhy zajištění banky upřednostňují. Šetření bylo provedeno dotazníkovou metodou a konzultacemi s vedoucími pracovníky bank. Průzkum byl proveden na vzorku čtyř nejvýznamnějších bank v ČR, kterými jsou Česká spořitelna, a.s., Československá obchodní banka, a.s., HVB Bank Czech Republic a.s. a Komerční banka, a.s. Jedná se o banky, které ČNB zařazuje do kategorie velkých bank s bilanční sumou nad 100 mld. Kč. Bilanční suma těchto velkých bank dosáhla ke konci roku 2003 62,1 % aktiv celého bankovního sektoru (Bankovní sektor v roce 2003). Z uvedených bank je bankou s nejvyšší bilanční sumou přes 500 mld. Československé obchodní banka, a.s., následuje Česká spořitelna, a.s. s bilanční sumou více než 460 mld. Kč, Komerční banka, a.s. se zhruba 450 mld. Kč a HVB Bank s bilanční sumou převyšující 130 mld. Kč. Významnost těchto bank v bankovním sektoru České republiky je patrná i z dalších ukazatelů, kterými jsou např. počet klientů, výše základního kapitálu, počet poboček, počet zaměstnanců nebo výše dosaženého hospodářského výsledku. Uvedené banky jsou dnes součástí významných evropských finančních skupin.

Jaké formy zajištění vyžadují od svých klientů tyto vybrané banky v ČR nejčastěji, ukazuje následující tabulka.

Druh úvěru Zajišťovací instrumenty	Spotřebitelské úvěry	Podnikatelské úvěry	Hypoteční úvěry
Česká spořitelna, a.s.	Ručení třetí osobou; depotní směnka; vinkulace vkladu, stavebního spoření; úvěrové pojištění; zástava nemovitosti.	Podnikatelé a firmy do 30 mil. obratu: Depotní směnka; zástava nemovitosti, movitých věcí, pohledávek, cenných papírů; vinkulace vkladu u banky.	Zástava nemovitosti; vinkulace životního pojištění, stavebního spoření; úvěrové pojištění.
		Velké podniky a města s obratem nad 30 mil. Kč: Zajištění je sjednáváno individuálně v rámci banky.	

Československá obchodní banka, a.s.	Ručení třetí osobou; zástava nemovitosti; vinkulace vkladu, havarijního pojištění; dohoda o srážkách ze mzdy; depotní směnka; zástava cenných papírů; vinkulace životního pojištění.	Podniky s obratem do 10 mil. Kč: - neúčelové úvěry - depotní směnka; - účelové úvěry - depotní směnka; zástava nemovitosti; ručení třetí osobou. Podniky s obratem nad 10 mil. Kč – další možnosti: zástava pohledávek; zástava zásob; zástava cenných papírů.	Zástava nemovitosti; vinkulace životního pojištění; ručení třetí osobou.
Komerční banka, a.s.	Ručení třetí osobou; smluvní pokuta; vinkulace vkladu, stavebního spoření; zástava nemovitosti.	Malé a střední firmy, města: Ručení třetí osobou; křížové ručení; bankovní záruka u ČMZRB; převzetí dluhu a přistoupení k závazku; depotní směnka; zástava nemovitosti, movitých věcí, pohledávek; vinkulace vkladu u banky. Velké podnikatelské subjekty: Zajištění dle účelu úvěru; Zástava nemovitosti.	Zástava nemovitosti, pohledávek; vinkulace životního pojištění, vkladu u banky, stavebního spoření; ručení třetí osobou.
HVB Bank Czech Republic a.s.	Ručení; depotní směnky.	Ručení; bankovní záruka; státní garance; zástava nemovitostí, cenných papírů; vinkulace vkladu u banky	Zástavy nemovitostí.

Pramen: Valentová, L.: Zajištění úvěrů v bankovním sektoru v České republice. BP, JU v Českých Budějovicích, ZF – KUF, 2005.

Pokud se na zajišťovací instrumenty pohlíží primárně z hlediska segmentů klientely, lze vyhodnotit nejčastěji využívané formy zajištění v největších bankách v ČR způsobem uvedeným v následující tabulce.

	Zajišťovací instrumenty			
Skupina klientů	Česká spořitelna, a.s.	ČSOB, a s.	Komerční banka, a.s.	HVB Bank Czech Republic a.s.
Fyzické osoby, domácnosti, studenti	Ručení třetí osobou; smluvní pokuta; depotní směnka; zástava nemovitostí.	Ručení třetí osobou; dohoda o srážkách ze mzdy; smluvní ručení; zástava nemovitostí, cenných papírů; vinkulace životního pojištění, vkladu u banky.	Ručení třetí osobou; smluvní pokuta; zástava nemovitostí; vinkulace vkladu u banky, stavebního spoření.	Ručení; depotní směnky.
Fyzické osoby podnikatelé, právnické	Ručení třetí osobou; křížové ručení; bankovní záruka u ČMZRB; depotní směnka; zástava movitých	Ručení třetí osobou; křížové ručení, depotní směnka; zástava movitých věcí a práv,	Ručení třetí osobou; křížové ručení, bankovní záruka u ČMZRB; zástava	Ručení; bankovní záruka; státní garance; zástava nemovitostí,

osoby	věcí a práv, cenných papírů, pohledávek; zajišťovací převod práva; vinkulace vkladu u banky.	nemovitostí, pohledávek; vinkulace vkladu u banky.	nemovitosti, movitých věcí a práv, pohledávek; vinkulace vkladu u banky.	cenných papírů; vinkulace vkladu u banky.
Municipality	Zástava nemovitostí, cenných papírů; vinkulace vkladu u banky.	Zástava nemovitostí; vinkulace vkladu u banky; křížové ručení; záruka u ČMZRB, smluvní pokuta.	Křížové ručení; bankovní záruka u ČMZRB; depotní směnka, zástava nemovitostí, cenných papírů; vinkulace vkladu u banky.	Zástavy nemovitostí.

Pramen: Valentová, L.: Zajištění úvěrů v bankovním sektoru v České republice. BP, JU v Českých Budějovicích, ZF – KUF, 2005.

Při volbě druhu zajištění je pro banky rozhodující především právní postavení klienta a druh úvěru. Druhů úvěrů a jejich modifikací je nicméně celá řada. Rozhodující je zejména, zda půjde o úvěr účelový nebo neúčelový, zda bude poskytnut v hotovosti či v bezhotovostní formě. Provázanost charakteru klienta a druhu úvěru pak vytváří řadu kombinací a proměny podmínek. Banka posuzuje každý případ poskytování úvěru a každého potenciálního dlužníka individuálně. Každá banka má navíc vlastní kriteriální systém. Je proto obtížné jednoznačně vymezit a stanovit, jaké zajištění bude vyžadováno pro jaký druh úvěru. Na základě provedeného šetření u bank byly vysledovány nicméně určité společné zásady a obecné prvky.

Čím vyšší *bonita* klienta, tím většinou nižší zajištění banky vyžadují.

S *dobou splatnosti* úvěrů roste bankám i úvěrové riziko. Banky zpravidla proto u střednědobých a dlouhodobých úvěrů vždy požadují zajištění, v případě krátkodobých úvěrů však obvykle nebývá zajištění vyžadováno.

Co se *výše* poskytovaných úvěrů týče, banky dnes již obvykle nespojují specifické druhy zajištění s určitou výší úvěru. Poskytovaná částka úvěru není rozhodující při rozhodování a volbě konkrétní formy zajištění. Do určité výše určitých druhů úvěrů banky zajištění nevyžadují.

Nejčastěji využívanými druhy zajištění bez ohledu na charakter klienta (domácnosti, podnikatelé, municipality) jsou u všech zkoumaných bank především ručení třetí osobou, zástava nemovitosti a vinkulace vkladu u banky. V případě ručení je obvyklé, že ručitelem zpravidla bývá příslušník rodiny. Součástí zástavy nemovitosti je vinkulace pojištění nemovitosti (případně pojištění stavby). Nemovitost bez tohoto pojištění je pro banky nepřijatelná. Banka dále požaduje, aby v případě zástavního práva byla první v pořadí. Druhé pořadí zpravidla akceptuje jen za okolností, kdy je prvním zástavním věřitelem Českomoravská záruční a rozvojová banka. Podmínkou vinkulace vkladu u banky je, aby na předmětných účtech docházelo k pravidelným pohybům v určité výši. Za nejvhodnější banky považují termínované účty, spořící účty, případně účty v cizí měně.

Na zajištění banky nicméně pohlížejí jako na poslední krok v procesu posuzování úvěruschopnosti klienta a sjednávání konkrétních podmínek úvěru. Velká důležitost v řízení úvěrového rizika je přikládána především posouzení osobní důvěryhodnosti a hospodářské situace žadatele o úvěr.

Česká národní banka jako regulující a dozorující instituce přímo banky neovlivňuje ve volbě konkrétních forem zajištění. Neurčuje, jaké druhy zajištění jsou vhodné pro jaké klientské segmenty ani pro jaké druhy úvěrů. Centrální banka ovšem vymezuje pravidla obezřetného

chování bank a rámec požadavků na řízení rizik. Součástí řízení úvěrového rizika bankou je pak i posuzování a volba vhodného a přiměřeného zajištění úvěru.

Použité informační zdroje:

- www.cnb.cz Bankovní sektor v roce 2003. 30.5.2005. Dostupné na Internetu: http://www.cnb.cz/pdf/bd_2003_c.pdf
- www.cnb.cz Zpráva o finanční stabilitě. 30.5.2005 Dostupné na Internetu: http://www.cnb.cz/pdf/FS_2004.pdf
- www.cnb.cz Opatření České národní banky č. 2 ze dne 3. února 2004 k vnitřnímu řídícímu a kontrolnímu systému banky. 30. 5. 2005. Dostupné na Internetu: http://www.cnb.cz/pdf/V_2004_03_10204510.pdf
- Dvořák, P.: Komerční bankovnictví pro bankéře a klienty. Linde, Praha, 1999.
- Polidar, V.: Management bank a bankovních obchodů. Ekopress, Praha, 1999.
- Ulrich, M. – Pfeiferová, D.: Bankovnictví. Česká zemědělská univerzita v Praze, Provozně ekonomická fakulta, Praha, 2001.
- Valentová, L.: Zajištění úvěrů v bankovním sektoru v České republice. BP, JU v Českých Budějovicích, ZF – KUF, 2005.

Controlling příjmové strany cash-flow

Tomáš Macák

V současnosti se pro Controlling příjmové strany cash-flow používají standardní prognostické metody (ať kvantitativní obdoby extrapolační metod nebo kvalitativní expertní odhady) a samotný Controlling je pak založen na porovnání plánované hodnoty příjmů za dané období s hodnotou skutečně dosaženou. Tím dojde k integraci plánovacích a kontrolních aktivit podniku. Určitou nevýhodou z pohledu např. nově vzniklé finanční instituce, která proniká do odvětví pro ni nového je, že nemá dostatečně dlouhou minulost v dané podnikatelské oblasti. Tato skutečnost omezuje peněžní institut v možnosti použít konvenční prognostické metody založené na extrapolačním principu. Konvenční metody potřebují k důvěryhodnému odhadu budoucích výnosů znát dostatečně dlouhé retrospektivní období, které nově vzniklá firma nemá. Z tohoto konfliktu vyplývá **první požadavek na controllingový model příjmů:**

☑ Pro sestavení vstupních údajů není potřeba znát dlouhé retrospektivní období vstupních veličin, ale pouze je potřeba znát jejich hodnoty v časovém bodě (časový bod je reprezentovaný časovou jednotkou, kterou je např. čtvrtletí).

Druhý požadavek je pak založen na konfliktu mezi dynamickým charakterem změn na většině současných finančních trzích a mezi předpokladem neměnnosti podmínek, za kterých byla prognóza příjmové složky peněžního toku vytvořena. V době, kterou Peter F. Drucker označuje jako „turbulentní“, může selhat i dobře koncipovaný předpovědní model z důvodu razantní změny podmínek, které byly v čase, kdy model vznikal, oproti podmínkám, které nastanou v čase jeho ověřování. Konvenční prognostická metoda je tím úspěšnější ve svém odhadu budoucího stavu, čím menší je změna konečných podmínek oproti podmínkám počátečním. Teto požadavek na neměnnost počátečních podmínek by vytvořený model predikce příjmů měl ignorovat. **Druhý požadavek na plánovací model příjmů je:**

☑ Model respektuje fakt, že počáteční podmínky, které určovaly chování sledované veličiny, se v budoucnu mohou měnit.

Třetí požadavek na výsledky, které by měl navržený model generovat, vyplývá při odpovědi na otázku: „Jaké řešení model nabízí při stavu, kdy následná kontrola odhalí vznik vyšší odchylky, než která je povolená mezi příjmovým plánem a příjmovou skutečností?“ Za normálních okolností nápravnému opatření předchází výskyt, zjištění odchylky a analýza příčiny. Akční

zásah se provádí pro budoucí eliminaci vzniklé odchylky plán – skutečnost, je založen buď na změně cílových hodnot plánovaných příjmů, nebo změně procesů, které je potřeba provést k dosažení cílových hodnot kumulovaného příjmu. Model predikce příjmů vycházející z předpokladů konstruktivistického managementu. Konvenční postup při překročení standardní odchylky skutečně vzniklou odchylkou vyvolá korekční aktivitu, která směřuje do plánovacích procesů, zvyšování jejich účinnosti nebo výběr jiné plánovací metody. V podmínkách konstruktivisticky zadané úlohy není v obecné rovině selhání modelu přípustné, proto musí akční zásah směřovat do jiné funkční oblasti, než je plánování. První oblast, kam by mohlo směřovat nápravné opatření, představuje proces rozhodování. To představuje nalezení odpovědi na otázku: „Vybrali jsem vždy nejlepší variantu při každém dílčím rozhodování?“ Naproti tomu možnost nutného akčního zásahu do organizační sféry podniku není na první pohled patrná. **Třetím požadavek na plánovací model výnosů je:**

- ☑ V případě překročení povolené odchylky vzniklé mezi výnosovým plánem a výnosovou skutečnost by model měl umožnit provést nápravné opatření, směřující také do jiné oblasti, než je oblast plánování, tedy do jiné oblasti, než v které se objevily symptomy poruchy. Výnosový model by měl při překročení cílové hodnoty skutečnou hodnotou předávat informaci nejen do oblasti plánování, ale i do dalších funkční oblastí managementu (například do organizační nebo rozhodovací oblasti). To znamená, že u kladné zpětné vazby výnosového modelu (skutečnost je horší než predikce) poskytuje tato zpětná vazba vstupní informaci o odchylce**,** která po zjištění příčinných vlivů (např. zjištění špatného organizační uspořádání) poskytne znalostní informaci pro druhý model. Tento druhý model převezme od výnosového modelu znalostní informaci, která je vstupem pro rozhodovací subjekt o formě a velkosti korekčního zásahu v sekundárním modelu.

Pro splnění třetího požadavku na výnosový model bude nutné vytvořit druhý model, který se nebude zabývat plánovací oblastí, ale bude fungovat jako možný regulátor účinnosti prvního modelu.

Výchozí předpoklady a hypotézy, na který budou modely vybudovány

Model predikce příjmů je navržen za předpokladu:

- ⇨ Platnosti konstruktivního přístupu k řízení, které apriorně předpokládá víceméně optimální řešitelnost všech řídících úloh. Opírá se o formalizovanost a standardizaci analytického řešení úkolů. Podrobněji viz. kapitola 3: Teoretické přístupy k řízení podniku.

Model predikce příjmové složky cash-flow bude vycházet z empiricky ověřené hypotézy:

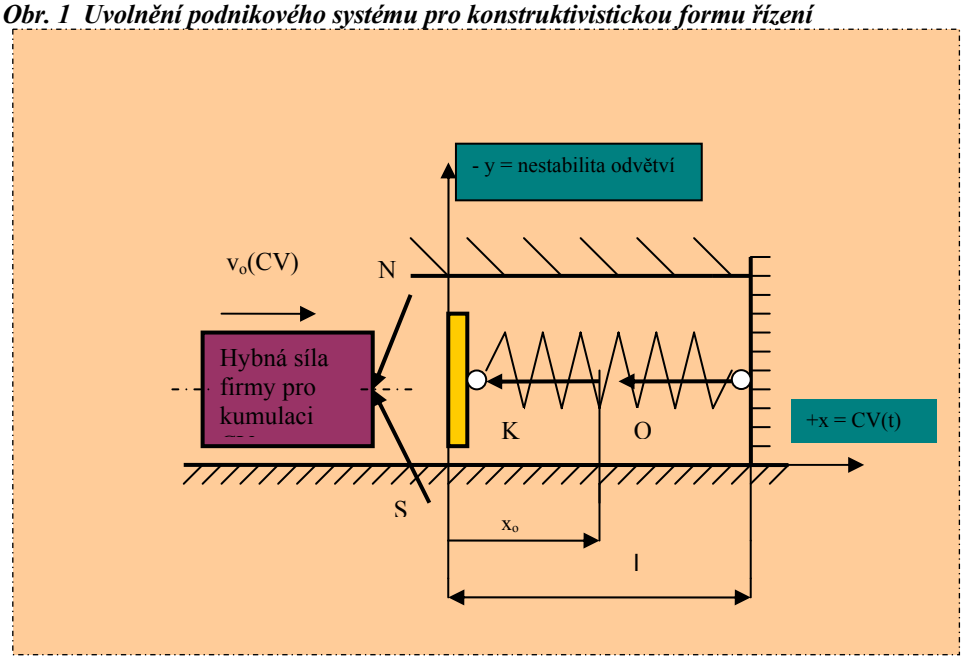
- ⇨ Ačkoliv relevantní prostředí je velmi široké a obsahuje i technologické, ekonomické a sociální vlivy, klíčovým aspektem jsou faktory, které popisují odvětví. Podle Michaela E. Portera, je úroveň konkurence v odvětví závislá na pěti základních konkurenčních silách, kterými jsou: konkurenti v odvětví, potenciální nově vstupující firmy, substituty, odběratelé, dodavatelé.

1. Předpovědní model výnosové složky cash-flow

Tento model vychází z předpokladu, že všechny vnější procesy, které mají dopad na výslednici podnikového pohybu, jsou v zásadě zjistitelné v potřebný čas. V případě, že v potřebném čase nejsou zjistitelné přímým změřením nebo hodnotovým přiřazením, pořád se ještě mohou vypočítat nebo předurčit – z minulé zkušenosti. Základní rozdíl od většiny konvenčních modelů je v tom, že se předpokládá pohyb podniku za svými cíli. K tomu, aby se mohl dosáhnout strategický cíl (cíl ovlivňující když ne přímo život, tak minimálně životní úroveň finanční

organizace), nestačí pouze „stát na svém místě“ v interakci s okolím, ale musí existovat řízený pohyb po nejkratší trajektorii k cíli. Modelově je pro zjištění všech vnějších vlivů, které podporují dosažení cíle nebo naopak brzdí jeho dosažení, potřeba systém „uvolnit“. Uvolnění se provede zavedením všech vektorů vnější vlivů a doplní se vlivem vnitřní motivace, která podnik vede k cíli. Modelové řešení pro konstruktivistickou formu řízení ukazuje obr. 1:

Obr. 1 Uvolnění podnikového systému pro konstruktivistickou formu řízení



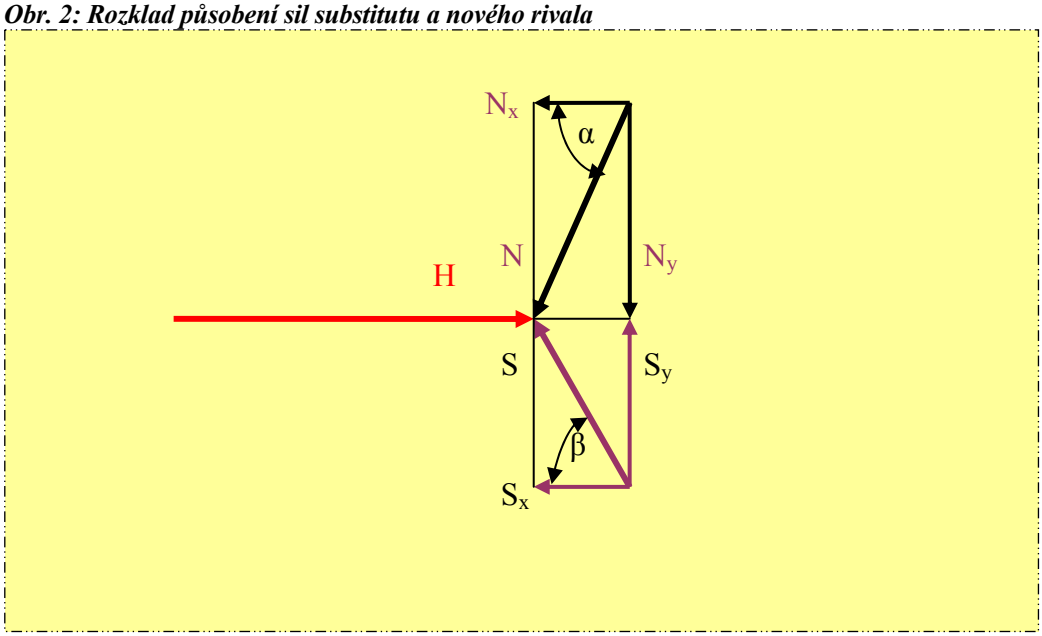
Obrázek č. 1 zobrazuje představu, kdy se firma snaží formulovat svou konkurenční strategii ve vztahu ke svému prostředí. Ačkoliv relevantní prostředí je velmi široké a obsahuje i technologické, ekonomické a sociální vlivy, klíčovým aspektem jsou faktory, které popisují odvětví. Podle Michaela E. Portera je úroveň konkurence v odvětví závislá na pěti základních konkurenčních silách, kterými jsou:

1. **K:** Konkurenti v odvětví - soupeření mezi existujícími firmami,
2. **N:** Potenciální nově vstupující firmy – hrozba jejich vstupu do odvětví,
3. **S:** Substituty – hrozba substitučních produktů,
4. **O:** Odběratelé – vyjednávací vliv odběratelů,
5. **D:** Dodavatelé – vyjednávací vliv dodavatelů.

Souhrnné působení těchto pěti sil podle Michaela Portera určuje potenciál konečného zisku v odvětví, kde se potenciální zisk měří z pohledu dlouhodobé návratnosti investovaného kapitálu. Samozřejmě všechna odvětví nemají stejný potenciál konečného zisku. Tento konečný potenciál zisku (jeho dosažitelná hodnota) je závislá právě na souhrnné výslednici pěti Porterových konkurenčních sil. Když celkovou ziskovost odvětví určuje konkurenčních sil pět, potenciál příjmů (za apriorního předpokladu dosažitelnosti potřebných zdrojů) určují síly čtyři. V případě řízení výnosové složky zisku se zanedbává vyjednávací vliv dodavatelů, který přímo neovlivňuje celkové tržby odvětví.
Relevantní konkurenční vlivy působí proti hybné síle firmy, která na obr. č. 3 představuje souhrn úsilí a prostředků, kterých se využije v plánovaném čase na vytvoření kumulativního výnosu. Z těchto konkurenčních sil působí přímo proti výslednici hybné síly kumulativního výnosu pouze

dvě „síly“. První z nich vytvářejí konkurenti v odvětví, jako reakci na zavedenou strategii firmy, druhou z nich pak formulují odběratelé prostřednictvím svého vyjednávacího vlivu.
Hrozba substitutů, ani potenciální nebezpečí vstupu nové firmy na hybnou sílu firmy nepůsobí ve stejném směru, ale pod určitým úhlem. V geometrickém podobě je kotangenta tohoto úhlu charakteristika míry dokonalosti substitutu. Celá absolutní hodnota vektoru substitutu nám prodeje nesníží, ale jen jeho horizontální složka, která je úměrná hodnotě vlastností, které plní náhražkovou funkci oproti všem důležitým vlastnostem. Viz obrázek č. 2:

Obr. 2: Rozklad působení sil substitutu a nového rivala



Sx … složka substitučního nebezpečí, která působí proti hybné síle.

Sy … složka substitučního nebezpečí, která způsobuje nestabilitu spotřebitelské hodnoty u našeho produktu (vytváří nové spotřebitelské preference) a způsobuje, že se diferencovanost substitutu stane jeho předností.

Vzájemně platí:

$$\mu = Cotg(\beta) = \frac{Sx}{Sy} = \frac{\sum_{i=1}^{n} \%\, dokonalých\ substit.\ vlastností_i \cdot významnost\ vlastnosti_i}{\sum_{j=1}^{m} \%\, diferentních\ vlastností\ substitutu_j \cdot významnost\ vlastnosti_j} \quad (1)$$

Nx … složka síly nebezpečí vstupu ohodnocená pravděpodobností vstupu nového soutěžitele do odvětví ve stanoveném časovém období,
Ny… složka síly nebezpečí vstupu ohodnocená pravděpodobností nevstoupení nového soutěžitele do odvětví ve stanoveném časovém období.

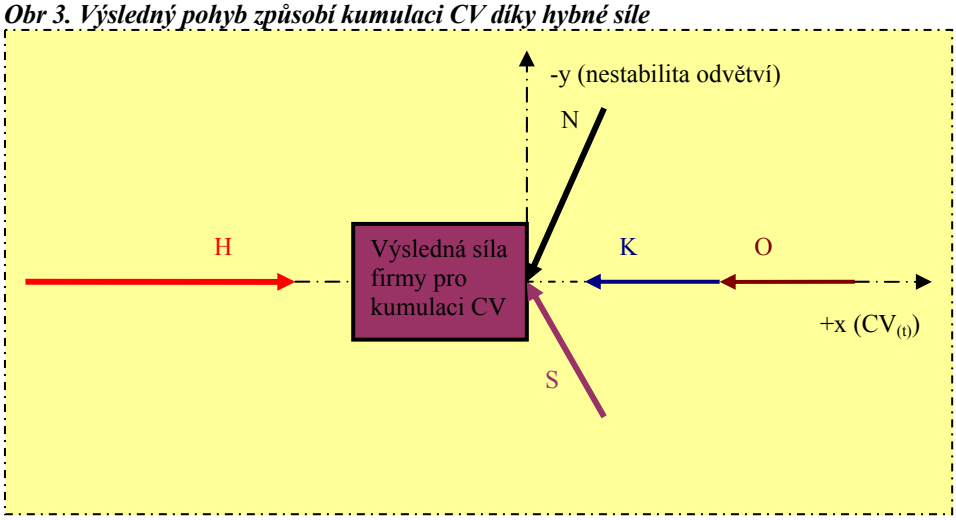
Vzájemně platí:

$$\eta = Cotg(\alpha) = \frac{Nx}{Ny} = \frac{pst\ vstupu\ nové\ firmy\ na\ trh\ v\ období}{pst\ nevstoupení\ nové\ firmy\ na\ trh\ v\ období} \quad (2)$$

Složka S_y u substituční vlivu způsobovala nestabilitu (odklon) od preferencí odběratelů některých vlastností našeho výrobku, pak ale složka N_y u nových výrobků podporuje preference odběratelů. Je potřeba si uvědomit, že hodnota celkových výnosů, které firma vybojuje, není ovlivňována jen faktory uvnitř odvětví, ale že jednotlivá odvětví spolu vzájemně soutěží o celkový výnosový potenciál. Příchod nové firmy do našeho odvětví v sobě přináší dva signály. První je pro firmy uvnitř odvětví negativní – ukazuje na nedostatečnou bariéru vstupu do odvětví. To způsobuje zvýšení vnitřního soutěžení (složka Nx). Druhý signál je pro odvětvové firmy pozitivní – způsobuje eliminaci odklonu spotřebitelské preference od odvětvového produktu. Je to proto, že nová firma si může vybrat, na jaké soutěžitelské pole vstoupí. Když vstoupí do našeho odvětví, přináší s sebou vývojový potenciál pro náš současný produkt a také naše latentně nové – její loajální odběratele, kterým máme možnost vnutit hodnotu našeho produktu a od nové firmy je přetáhnout. Nutným předpokladem získání dodatečných odběratelů od nově vstupující firmy je produkční minulost této vstupující firmy, a to s produkcí, kterou lze považovat za alespoň částečně nahraditelnou za naši nebo doplňkovou k naší.

Uvolněný podnikový systém je situace, kdy se do podniku zanesou všechny působící vlivy, a to tak, že kromě vyjádření své absolutní velikosti ukazují, jakým směrem na podnik působí a jak je každý vliv orientován. Viz obr. 3:

Obr 3. Výsledný pohyb způsobí kumulaci CV díky hybné síle



Podle obrázku je možné sestavit pohybové rovnice, které popisují chování jednotlivých vlivů a také po úpravě umožní predikovat chování kumulativních příjmů v čase.

$$\vec{H} = \vec{K} + \vec{O} + \vec{S} + \vec{N} \qquad (3)$$

Po rozepsání do dvou směrů – svislého (y) a vodorovného (x) se převede vektorové vyjádření vlivů do skalární formy:

Směr x: $H = -K - O - Sx - Nx$ (4)

směr y: $0 = Ny - Sy$ (5)

Jak jsou jednotlivé silové vlivy charakterizovány prostřednictvím příjmů, ukazuje následující přehled vztahů:

<u>Hybná síla: H</u> – faktory, které ovlivňují velikost hybné síly jsou:

- **poptávková kapacita odvětví,** tj. velikost finančních prostředků (důchodu), které připadají na firemní odvětví. To z pohledu firmy představuje souhrn stimulů, který firmě umožňuje stanovit si vlastní příjmový cíl pro budoucí období a přidělit danému cíli odpovídající zdroje.

- **přírůstky toků výnosů** v daných časových obdobích.

Mezi hybnou silou firmy a jejími výnosy v čase platí vztah:

$$H = P \cdot \frac{d^2(CV)}{dt^2} \left[\frac{Kč^2}{rok^2}\right] \qquad (6)$$

Kde:
CV … celkové výnosy dosažené v daném čase (Kč)
P … cenová kapacita odvětví na jeden produkt (Kč)

❖ **Síla konkurentů v odvětví: K -** charakterizovaná příjmovým (výnosovým) potenciálem ostatních soutěžitelů v odvětí. Tato konkurenční síla snižuje hodnotu výnosů, které připadnou na vlastní firmu. Konkurenti se brání situaci, kdy firma zvyšuje svůj tržní podíl na úkor ostatních firem, a tato obranná intervence vyvolává vznik konkurenční síly „K“. Síla konkurenčního vlivu je vyjádřena vztahem č. 7:

$$K = a \cdot CV \left[\frac{Kč^2}{rok^2}\right] \qquad (7)$$

kde:
CV … celkové výnosy dosažené v daném čase,
a … $\left[\frac{Kč}{rok^2}\right]$ konstanta úměrnosti I, která vyjadřuje citlivost konkurentů na jejich snižující se tržní podíl vlivem útočné intervence vlastní firmy.

❖ **Vyjednávací vliv odběratelů: O –** vyjadřuje, jak moc nám odběratelé nebo koneční zákazníci mohou snížit dopad průnikové strategie v oblasti zvyšování výnosů v čase. Její hodnota se přímo-úměrně zvyšuje s rostoucí rychlostí přílivu tržeb od odběratelů k naší společnosti.:

$$O = b \cdot \frac{d(CV)}{dt} \left[\frac{Kč^2}{rok^2}\right] \qquad (8)$$

kde: b … $\left[\frac{Kč}{rok}\right]$ je konstanta úměrnosti II, která vyjadřuje převodní poměr mezi tokem hotovosti v čase od odběratelů a jejich vyjednávacím vlivem např. na jednotkovou cenu produktu. Větší odběratel má větší vyjednávací vliv, stejně tak odběratelé mají větší vyjednávací váhu v odvětví, které zaručuje firmě větší tok výnosů než ve druhém, v kterém také firma působí, ale které pro ni představuje podstatně menší výnosový tok.

- **Hrozba substitučních produktů: S - má dvě složky**

První, Sx má negativní dopad na hybnou sílu, resp. na výši výnosů v čase. Její hodnota se odvozuje od velikosti tržního potenciálu odvětví, které produkuje substituční služby. Celkové výnosy tohoto konkurenčního odvětví vlastně pro firmu i ostatní soutěžitele představují implicitní náklady, tj. náklady vzniklé u nerealizovaných výnosů vlivem náhražkové produkce.

Druhá, Sy složka substitučního nebezpečí, způsobuje nestabilitu spotřebitelské hodnoty. Její hodnota je přímo úměrná počtu vlastností, kterými substituční produkt předčí produkt naší firmy. K souhrnnému posouzení složky Sy je potřeba zkoumat hodnotu <u>závažnosti</u> jednotlivých výher substitutu nad naším výrobkem.

$$S = \sqrt{Sx^2 + Sy^2} = \sqrt{\left(Ps \cdot \sum_{j=1}^{k}\left(v_j \cdot q_j\right) \cdot \frac{d^2(CVs)}{dt^2}\right)^2 + \left(Ps \cdot \sum_{i=1}^{n}\left(m_i \cdot p_i\right) \cdot \frac{d^2(CVs)}{dt^2}\right)^2} \left[\frac{Kč^2}{rok^2}\right] \quad (9)$$

kde:
Ps … poptávková kapacita odvětví se substituty,
CVs … celkové výnosy dosažené v daném čase v substitučním odvětví, m_i … rozdílová hodnota (odchylka) i-té vlastnosti mezi substitutem a produktem vlastního odvětví,
p_i … závažnost i-tého rozdílu vlastností na formulaci odběratelské preference z pohledu odvětví (na kolik způsobí odklon odběratele od našeho odvětví),
qj … rozdílová hodnota (odchylka) j-té vlastnosti mezi substitutem a vlastním produktem,
v_j … závažnost j-tého rozdílu vlastnosti našeho produktu vůči produktu výstupově příbuzného odvětví (nakolik rozdílná vlastnost vůči substitutu ohrožuje naší poptávku).

Koeficient μ se potom určí podle spojení (9) a (1) podle vzorečku:

$$\mu = Cotg(\alpha) = \frac{Sx}{Sy} = \frac{\sum_{j=1}^{k}\left(v_j \cdot q_j\right)}{\sum_{i=1}^{n}\left(m_i \cdot p_i\right)} \quad (10)$$

2. Řešení modelu – odvození rovnice příjmové složky cash-flow
Model je založen na vyjádřených vlivech podnikové situace v jejím odvětví. Všechny vlivy se dají do vzájemné konfrontace svých účinků na oblast podnikových výnosů, resp. na výnosovém toku podniku.
Při malém nebezpečí vstupu nového soutěžitele, resp. při nedosažení dostatečného množství volného potenciálu odvětví v oblasti výnosů CV_v alespoň na úrovni prahové hodnoty UL je možné vliv nově vstupující firmy zanedbat. Po tomto předpokladu se výsledná rovnice (3) zjednoduší na:

$$\vec{H} = \vec{K} + \vec{O} + \vec{S} \quad (13)$$

Dosazením za jednotlivé vlivy jejich vyjádření v závislosti na čase vzniknou rovnice:

směr x: $H = -K - O - Sx$;
po vyjádření jednotlivých členů jako funkcí času:

$$P.\frac{d^2(CV)}{dt^2} = -a \cdot CV - b \cdot \frac{d(CV)}{dt} - \mu \cdot S_y \qquad (14)$$

Směr y: $0 = Ny - Sy$;

$$0 = \eta^{-1} \cdot \left(\frac{\frac{d(CV_d - CV_e)}{dt}}{UL} \right) \cdot \left((CV_d - CV_e) \cdot \frac{d^2(CV_d - CV_e)}{dt^2} \right) - \sum_{i=1}^{n} (m_i \cdot p_i) \cdot \frac{d^2(CVs)}{dt^2}$$

Nyní je potřeba upravit rovnici (14) tak, aby se explicitně vyjádřila velikost tržeb (výnosů) firmy v čase a také se vyjádřila rychlost vzniku firemních výnosů v závislosti na probíhajícím čase:

$$\frac{d^2(CV)}{dt^2} + \frac{b}{P} \cdot \frac{d(CV)}{dt} + \frac{a}{P} \cdot CV = -\mu \cdot S_y \qquad (15)$$

Tento tvar rovnice odpovídá schématu pro lineární diferenciální rovnici druhého řádu s konstantními koeficienty. Jejím vyřešením určíme explicitní tvar velikosti výnosů firmy v daném odvětví v závislosti na uběhlém čase.

3. Aplikace modelu predikce výnosové složky cash-flow

Prvním krokem při použití modelu je získání dat o hodnotách jednotlivých vlivů, které působí naproti hybné síle výnosů firmy. Možnosti, jak získat věrohodná data o velikostech těchto vlivů, jsou:

- ze souborů poskytovaných statistickým úřadem (souhrnná data o trzích a odvětvích);
- z výročních zpráv jednotlivých konkurentů, resp. firem působících v příbuzných nebo náhražkových oborech.

Druhým krokem je správné určení parametrů jednotlivých vlivů.

Třetím krokem je dosazení všech získaných hodnot členů: a, b, P, μ, S_y do rovnice (15) a pro danou časovou proměnnou (t = čas v rocích, resp. části let, např. první čtvrtletí), a tím získat predikovanou hodnotu tržeb, které firma na daném trhu dosáhne.
Hledanými parametry pro časové období jednoho roku jsou zaznamenány v tabulce č. 1.

Výnosy (příjmy) dosažené v prvním čtvrtletí roku 2005 se zjistí při přírůstkovém dosazování času do výnosové rovnice. Očekávané výnosy budoucího prvního čtvrtletí jsou zjištěny pro hodnotu nezávisle proměnné (času) t = 0,25 roku:

$$CV_{(t=0,25)} = 15252963 \cdot e^{(1,745 \cdot 0,25)} + (-1525187,1) \cdot e^{(-1510,602 \cdot 0,25)} - \frac{1,2 \cdot 334320 \cdot 13942}{36750107} = 2359321 Kč$$

Tab.č. 1 Charakteristika parametrů výnosového modelu a metoda zjištění hodnoty parametru

Parametr	Charakteristika a způsob zjištění aktuální hodnoty
a	Parametr citlivosti konkurentů na ofenzivní strategii firmy. Pro případ, že není známa konkrétní hodnota opatření (neznáme složku investice konkurentů), použijeme cenovou citlivost v nastavení ceny konkurenčních produktů při poklesu ceny našeho produktu.
b	Parametr relativní důležitosti odvětví pro celkový výnosový potenciál firmy. Důležitost odvětví (segmentu) roste s jeho rostoucím podílem na celkových tržbách firmy. Zjištění hodnoty parametru b je pomocí poměru mezi tržbami připadající na firmu z odvětví a celkovými tržbami, resp. součtu tržeb ze všech odvětvích, ve kterých firma působí.
P	Parametr hybné síly firmy je vyjádřen jako průměrný roční výnos. Vyšší hodnota představuje větší „stimulaci“ pokračovat v nabízené službě (viz. charakteristika nabídkové funkce v závislosti na jednotkové ceně produktu).
μ	Koeficient ukazující míru nahraditelnosti produktu substitutem. Určí se vzájemným poměrem mezi superpozicí všech uživatelsky relevantních vlastností produktu vůči produktu náhražkového odvětví (viz vzorec (1)).
S_y	Vertikální složka substitučního nebezpečí, která způsobuje odklon od loajality našich potenciálních zákazníků tím, že náhražkový produkt (nejedná se o produkt konkurenta v odvětví, ale o produkt postavený na jiném technickém principu) poskytuje přinejmenším stejnou užitnou vlastnost v souboru dílčích spotřebitelsky relevantních vlastností. Viz vzorec (9).

Podobně se dosazením hodnot času určí výnosy pro zbylá tři čtvrtletí roku 2005:

$$CV_{(t)} = c_1 \cdot e^{\lambda_1 \cdot t_1} + c_2 \,.\, e^{\lambda_2 \cdot t} - \frac{\mu \cdot S_y \cdot P}{a}$$

$$CV_{(t=0,5)} = 1\,525\,296{,}3 \cdot e^{(1{,}745 \cdot 0{,}5)} + (-1\,525\,187{,}1) \cdot e^{(-1\,510{,}602 \cdot 0{,}5)} - \frac{1{,}2 \cdot 334\,320 \cdot 13\,942}{36\,750\,107} = 3\,649\,707 Kč$$

$$CV_{(t=0,75)} = 1\,525\,296{,}3 \cdot e^{(1{,}745 \cdot 0{,}75)} + (-1\,525\,187{,}1) \cdot e^{(-1\,510{,}602 \cdot 0{,}75)} - \frac{1{,}2 \cdot 334\,320 \cdot 13\,942}{36\,750\,107} = 5\,645\,799 Kč$$

$$CV_{(t=1)} = 1\,525\,296{,}3 \cdot e^{(1{,}745 \cdot 1)} + (-1\,525\,187{,}1) \cdot e^{(-1\,510{,}602 \cdot 1)} - \frac{1{,}2 \cdot 334\,320 \cdot 13\,942}{36\,750\,107} = 8\,733\,544 Kč$$

Výsledné hodnoty plánovaných (předpokládaných výnosů) firmy v odvětví ADSL technologie jsou uvedeny v tabulce č. 2:

Tab. 2 Předpoklady tržeb firmy v poskytování peněžní služby v roce 2005

Čas [rok]	$\frac{1}{4}2005$	$\frac{2}{4}2005$	$\frac{3}{4}2005$	$\frac{4}{4}2005$
Výnosy:[Kč] CV = f(t)	2 359 321	3 649 707	5 645 799	8 733 544

4. Literatura

1. JÍLEK, J: FINANČNÍ TRHY PRO NÁRODOHOSPODÁŘE, PRAHA, VŠE, 1997. ISBN 80 -7079 – 860 -2-.
2. PORTER, Michael E.: Konkurenční strategie, Praha, Victoria Publishing, 1994. 403s. ISBN 80-85605-11-2.
3. Pitra, Zbyněk: Příprava a provádění organizačních změn. Grada 1998, Praha, ISBN 80-7169-623-4.
4. Mintzberg, Henry: The Strategy Process, Concepts, Contexts, Case. Third Edition, New Jersey, Price Hall International, Inc., 1996.ISBN 013853813

Daňové aspekty opcí jako odměny zaměstnanců

Eliška Daňková

Daně plní v tržní ekonomice nezastupitelnou úlohu. Čím optimálněji je nastaveno daňové zatížení obyvatel, tím větší význam a efekty pro danou ekonomiku daně přinášejí. Daňové aspekty současných či plánovaných investic na kapitálovém trhu jsou jedním z významných faktorů, který ovlivňuje potenciálního investora v rozhodování vstoupit na tento trh. Především pak daňové výhody se mohou stát hnací silou pro alokaci volných finančních prostředků prostřednictvím kapitálového trhu.

Není náhodou, že daně jsou tolik diskutovanou oblastí, poněvadž bezprostředně ovlivňují jak spotřební, tak investiční rozhodování obyvatel. Investiční rozhodování musí zahrnovat nejen analýzu daňových aspektů, ale také výběr nejvhodnější formy investice z hlediska rizikovosti, likvidity, výnosnosti, struktury portfolia, času či využití národních legislativních norem či dalších. Daňové hledisko finančního investování je významné, především v ovlivnění výše reálné výnosové míry daného investičního nástroje.

V České republice je regulatorním prvkem, který nám z hlediska daní ovlivňuje reálnou výnosovou míru, zákon č. 586/2002 Sb., o dani z příjmu (ZPD), který aplikuje nejen odlišné konstrukce zdanění u různých druhů investičních nástrojů, ale také rozlišuje různé daňové aspekty u různých investorů.

V tomto referátu bych chtěla představit způsob zdanění derivátů, konkrétně opcí, které slouží jako odměna zaměstnancům. Na tuto problematiku existuje u odborné veřejnosti více názorů, které bych zde chtěla porovnat.

Předtím než se začnu zabývat problematikou zdanění derivátů (opcí), chtěla bych stručně popsat jejich legislativní rámec v České republice. Legislativa derivátů je v českém právu zakotvena v několika předpisech. Tyto legislativní předpisy se především snaží vymezit pojem derivát.

Pro účely zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu., se deriváty řadí pod investiční nástroje a pro účely tohoto zákona se jimi rozumí:

- opce na investiční nástroje,
- finanční termínové smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje,
- rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kursového rizika,
- nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,
- jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenného papíru, indexu, úrokové míry, kurzu měny nebo ceny komodity.

Pro účely devizového zákona č. 219/1995 Sb., se v § 1d rozumí devizovými hodnotami peněžní prostředky v cizí měně, zlato, zahraniční cenné papíry a dále penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené (dále jen finanční deriváty).
Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, se deriváty zabývá převážně z hlediska oceňování, kde stanovuje ocenění pro deriváty pořizovací hodnotou.

V české legislativě existují ještě další dvě definice derivátů, které vycházejí z účetních předpisů. Podnikatelské subjekty kromě bank a některých finančních institucí, které jsou účetní jednotkou a sjednávají deriváty, se musí řídit Opatřením Ministerstva Financí ČR č. j. 281/89/759/2001, kde toto opatření upravuje problematiku derivátů od 1. 1. 2002 v úvodním ustanovení čl. XIX. Banky a některé finanční instituce se navíc řídí ještě Opatřením Ministerstva Financí ČR č. j. 282/73 390/2001, který stanoví účtovou osnovu a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce.

Účel sjednání derivátů
Deriváty mají tři základní motivy pro sjednání: zajištění, spekulaci a arbitráž. Vedle těchto základních možností lze ještě deriváty, především opce, využít jako odměnu zaměstnanců. Zaměstnanec získá od zaměstnavatele opční právo (derivát) na nákup podkladových aktiv, kterými obvykle bývají akcie zaměstnavatele. Realizační cena kontraktu je obvykle na úrovni nebo pod úrovní momentální tržní ceny. To zaměstnance motivuje k vyšším výkonům, neboli snaží se o růst výkonnosti společnosti, a tím i cen akcií na trhu, pokud jsou obchodovány. Je důležité zdůraznit, že tato forma odměňování se týká převážně vrcholových pracovníků společnosti, kteří mohou bezprostředně ovlivnit její strategii.

Opce jako odměna zaměstnanci
Předem je důležité poznamenat, že na danou problematiku existuje více právních názorů. Výklad bude založen na dvou publikovaných názorech, které vyplývají z určitých předpokladů.

Jako první bych chtěla zmínit názor prof. Ing. Jílka, CSc., publikovaný v knize „Finanční a komoditní deriváty“ v roce 2002, který se zakládá u fyzických osob nepodnikatelů na následujících předpokladech. Deriváty je nutné z pohledu zdanění rozdělit na deriváty zajišťovací a spekulační. U daných fyzických osob se vždy bude jednat o derivát spekulační. Reálná hodnota derivátů je zdaněna již v okamžiku sjednání těchto kontraktů. Pokud deriváty ovlivní daňový základ po okamžiku sjednání, se jednat o ostatní příjmy §10 ZPD. Ovšem tyto příjmy zákon v rámci §10 zařazuje mezi výhry v loteriích, sázkách atd., kde je na ně uplatněna zvláštní sazba daně.

S druhým názorem na danou problematiku se můžeme setkat v publikaci „Daň z příjmu a podvojné účetnictví“, vydané Komorou daňových poradců v roku 2002. Autoři vycházejí z odlišných předpokladů. Rozdělení derivátů na zajišťovací a spekulační primárně neslouží pro účely zdanění, ale slouží k aplikaci rozdílného způsobu přecenění derivátů. Reálná hodnota

derivátů je zdaněna až v okamžiku uplatnění opčního práva. Pokud vznikne příjem z derivátu, je považován za obecný příjem podle §10 ZDP.

Postup zdanění podle prvního názoru rozděluje zdanění do tří fází. První fází je podpis smlouvy o udělení opce zaměstnanci. Reálná hodnota (opční prémie) představuje u zaměstnance nepeněžní příjem (§3 odst. 2 ZDP), který spadá do příjmů ze závislé činnosti a funkčních požitků (§6 odst. **1** ZPD) **již v okamžiku** podpisu smlouvy. Předmětem zdanění bude částka ve výši nepeněžního příjmu, který se podle §3 odst. 3 ZDP oceňuje podle zákona č. 151/1997 Sb. cenou obvyklou, neboli cenou která by byla dosažena při prodeji stejného či případně obdobného majetku. Druhá fáze je okamžik realizace opce (uplatnění opčního práva), kde zdanění podléhá kladný rozdíl mezi ekonomickým užitkem z realizace opcí (dán rozdílem mezi aktuální cenou podkladového aktiva a realizační cenou v opčním kontraktu) a hodnotou opcí v okamžiku přidělení opce. Kladný rozdíl je podroben dani podle §10 odst. 1 písm. h) ZPD, pro který je stanovena zvláštní sazba daně **20%** podle §36 odst. 2 písm. b) ZPD. Třetí fází je následný prodej získaných akcií z realizace opčního práva. Daňová povinnost vzniká pouze pokud nebyl splněn časový test 6 měsíců (§4 odst.1 písm. w) ZPD), a to jako ostatní příjmy podle §10 odst.1 písm. b) ZPD. Pokud nebude možné využít osvobození, daný příjem nebude zdaněn dvakrát a pro následný prodej se za pořizovací cenu bude považovat momentální tržní cena.

Druhý právní názor aplikuje jiný způsob zdanění, který je rozdělen jen do dvou fází. V první fázi dochází z hlediska odměňování zaměstnanců také ke vzniku nepeněžního příjmu podle §6 odst. 3 ZDP, ale **až v okamžiku** uplatnění opčního práva. Výše příjmu, která bude podrobena dani, bude rovna rozdílu mezi cenou podkladových aktiv v okamžiku nákupu stanovenou podle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, a realizační cenou v opci. V druhé fázi se jedná o příjem z následného prodeje takto nabytých podkladových aktiv, který je obecně příjmem podle §10 ZDP, pokud není možné využít osvobození podle §4 odst. 1 písm. w) ZPD. Pokud nebude možné využít daného osvobození, nebude již zdaněna podruhé částka odpovídající již dříve zdaněnému příjmu podle §6 ZDP a to na základě §23 odst. 1 písm. w) ZPD. Příjmy z titulu derivátových kontraktů podle §10 ZDP je možné v rámci jednoho zdaňovacího období kompenzovat zisky a ztráty, přičemž do nákladů lze ještě zahrnout veškeré poplatky spojené s kontraktem, ale jen do výše příjmů z nich plynoucích.

Na závěr bych chtěla říci, že se jednoznačně přikláním k druhému názoru, a to nejen proto, že je v zásadě shodný s oficiálními stanovisky MF ČR, ale především z těchto důvodů: Prvním důvodem je zařazení derivátů u fyzických osob mezi spekulační a z toho odvozené zdanění zvláštní sazbou daně 20% jako výhry a sázky. Jsem přesvědčena, že není možné na tento druh investice u zaměstnance pohlížet jako na hazardní hry, ale jako na odměnu z pracovně právního vztahu. Dále se domnívám, že není možné zdanit příjem ve výši opční prémie v okamžiku sjednání, poněvadž žádný reálný, ať už peněžitý, či nepeněžitý příjem v tomto okamžiku nevzniká. Tento příjem vzniká až při uplatnění nebo v okamžiku prodeje opčního práva, na což daňový zákon pamatuje v §10 odst. 2 písm. b). Dalším důvodem by byl případ, kdy by dané právo nebylo uplatněno vůbec a propadlo by, pak by zaměstnanec odvedl na daň z příjmu zálohu z příjmu, který vůbec nevznikl.

Literatura:

- Jílek J.: Finanční a komoditní deriváty, 1. vyd., Praha, GRADA, 2002, 624 s.
- Šťastný Z., Škampa J., Nesrovnal J.: Daň z příjmu a podvojné účetnictví, 1. vyd., Brno, Komora daňových poradců ČR, 2002, 699 s.
- Zák. č. 586/1992 Sb., o dani z příjmu
- Zák. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
- Zák. č. 219/1995 Sb., devizový zákon
- Opatření Ministerstva financí ČR č.j. 281/89/759/2001
- Opatření Ministerstva financí ČR č.j. 282/73 390/2001

Australská komise pro regulaci obezřetného podnikání
Kateřina Jankovcová

Při studiu otázek regulace a dozoru nad finančními trhy jsem měla – mimo jiné - možnost seznámit se s různými formami, způsoby a metodami, jimiž je tato regulace a dozor vykonávána v různých zemích světa. Tuto otázku považuji za aktuální vzhledem k tomu, že také v České republice (podobně jako v některých jiných zemích) se v oblasti regulace a dozoru nad finančními trhy připravují určité změny, spojené s přechodem k odlišnému institucionálnímu uspořádání v této oblasti.

Moji pozornost v této souvislosti zaujal jeden ze zahraničních systémů, který se do jisté míry vymyká modelu obvyklému v zemích Evropské unie, totiž systém existující v Austrálii.

Zatímco v zemích EU se v jednotlivých zemích setkáváme buď s existencí několika regulátorů (a orgánů dozoru), nebo s jediným regulátorem (což je směr, kterým se vývoj v Evropě ubíral v posledních letech), v Austrálii existují dva regulační orgány, které plní funkci jediného regulátora. Proto bývá australský model v odborné literatuře označován za tzv. „dvouhlavý" mega-regulátor.

Základní odlišnost australského systému regulace a dozoru nad finančními trhy od jiných modelů tedy spočívá v tom, že zde jako vrcholový regulátor existuje jednak *Australský úřad pro regulaci obezřetného podnikání* (Australian Prudential Regulation Authority - APRA), jednak *Australská komise pro cenné papíry a investice (ASIC*). V tomto modelu si zároveň zachovává významnou úlohu také australská centrální banka jako instituce, která odpovídá za měnovou politiku a za platební styk.

Australský model je stručně popsán v publikaci doc. Kubíčka a doc. Pavláta „Regulace a dozor nad kapitálovými trhy". V rámci výuky v letním semestru letošního akademického školního roku jsem měla možnost vypracovat seminární práci, jejímž předmětem bylo shromáždění podrobnějších informací o prvním z výše uvedených vrcholových regulátorů australského finančního trhu, totiž o organizaci APRA. V tomto vystoupení shrnuji některá fakta, která pokládám za důležitá.

1. Vznik APRA a postavení tohoto orgánu

APRA je integrovaný regulační orgán v oblasti pravidel obezřetnosti podnikání. V minulosti tomu však tak nebylo, dohledem se až do roku 1998 (kdy vznikla APRA) zabývala Reserve Bank of Australia, tj. australská centrální banka.

V dubnu roku 1997 předložila Komise pro reformu finančního systému australskému ministrovi financí Peteru Costellovi rozsáhlý balík opatření k reformě bankovního systému. Vláda návrhy přijala. Všechny instituce, které v nějaké formě přijímají peníze, nyní mají rovnocenné postavení (rozdíl mezi bankami a jinými finančními institucemi tak odpadl). Kontrolní orgány byly podrobeny velmi rozsáhlé reformě. Centrální banka hraje daleko méně důležitou roli, ale zůstává nadále odpovědná za peněžní politiku, stabilitu měnového systému a za kontrolu platebního styku.

APRA byla založena 1. července 1998 a je australským regulátorem v oblasti finančního sektoru. Provádí dohled nad bankami, spořitelními svazy, stavebními spořitelnami, všeobecnými pojišťovnami, životními pojišťovnami, tzv. friendly societies, a nejvíce nad penzijními pokladnami a úvěrovými a spořitelními družstvy (tzv. superannuation industry).

APRA je financována hlavně z prostředků regulovaných organizací. Podniky a instituce tohoto sektoru koncentrují asi 85% aktiv v australském finančním sektoru. APRA, která má kolem 500 zaměstnanců, reguluje a dozoruje celkem 290 úvěrových institucí a 256 pojišťoven. Na rozpočtový rok 2004-5 má rozpočet ve výši 80,5 mil. dolarů.

V APRA je zavedena týmová organizace dozoru, která spočívá v tom, že každý tým je zodpovědný za dohled buď na menší počet různých finančních institucí, nebo za větší počet specializovaných institucí. Jednotlivé týmy v jejich činnosti podporují specialisté pro oblast řízení rizik, pro rozvojovou politiku a pracovníci zabývající se statistikou.

2. Vedoucí orgány APRA

Výkonným orgánem APRA je Exekutivní skupina (Executive group), která se skládá ze tří členů (předsedy, zástupce předsedy a člena). Tyto vedoucí funkcionáře jmenuje státní úředník označovaný jako treasurer. Vedení APRA odpovídá za vymezení cílů, priorit a strategií této organizace.

3. Úkoly APRA

APRA je regulační orgán zodpovědný za „depozita přijímající“ instituce (banky, stavební spořitelny a úvěrová sdružení), friendly societies, životní a všeobecné pojišťovny.

APRA je pověřena regulací těchto finančních institucí a rozvojem správních postupů a procedur ve formě určitých standardů (prudential standards). Cílem činnosti APRA je zajišťovat finanční bezpečnost regulovaných institucí, pečovat o efektivnost jejich činnosti, o zachovávání konkurence, konkurenceschopnosti a konkurenční nestrannosti.

APRA usiluje o to, aby
- byla prvotřídním regulátorem na světové úrovni,
- vydávala účinné a účelné normy,
- pracovala pružně, otevřeně, a to s využitím všech dostupných prostředků.

Dosažení těchto cílů záleží na dvou předpokladech. Prvním předpokladem je dosahování vysoké kvality dozoru nad finančním sektorem. To závisí především na týmu supervizorů dohlížejících na zdraví individuálních finančních institucí a finančních skupin. Druhým předpokladem je formulovat spolehlivou politiku dozoru podporovanou odborníky z řad pracovníků výzkumu a vývoje.

4. Základní právní předpisy upravující činnost APRA

- *Australian Prudential Regulation Authority Act No. 50/1998*
- *Commonwealth Authorities and Companies Act No. 153/1997 (CAC)*
- *Corporate Law Economic Reform Program Act No. 156/1999*

5. Pravomoc APRA

V pravomoci APRA je v rámci příslušné legislativy regulace vstupu do regulovaného sektoru a vytvářet pravidla obezřetného podnikání.

„Depozita přijímající“ instituce APRA reguluje podle jednotného licenčního režimu. The Banking Act 1959 dává APRA pravomoc schvalovat a odvolávat vedení „depozita přjímajících“ institucí (ADIs), vytvářet pravdla obezřetného podnikání a způsoby vynucování plnění těchto pravidel a kontrolovat ADIs. V případě zjištění závažných nedostatků APRA např. má právo, aby do životních pojišťoven prosadila dosazení tzv. soudních manažerů pro problémové pojišťovatele

(judicial managers for troubled insurers). APRA diponuje rovněž možností ukládat významné sankce. Např. pokud se korporace podléhající povinné registraci - tzv. registrovaná finanční korporace (Registered Financial Corporation- RFC) - nezaregistruje do 60 dnů, může jí být uložena pokuta 5000 $ za každý den.

Na závěr svého vystoupení bych chtěla říci, že APRA se mi podle získaných podkladů jeví jako velmi zkušený a efektivně fungující regulátor a orgán dozoru. Tento závěr by jistě bylo užitečné doplnit i o poznatky týkající se druhé výše uvedené vrcholové regulační a dozorové organizace, tj. Komise pro cenné papíry. Snad se toho ujme jiný z posluchačů naší vysoké školy.

Chtěla bych ještě informovat o tom, že jsem se při zpracovávání své seminární práce obrátila mailem na APRA a získala jsem množství údajů a jiných informací. Mám např. k dispozici podrobné údaje o organizační struktuře APRA s vymezením pracovní náplně jednotlivých útvarů včetně organizačních diagramů, které mi APRA jako studentu vysoké školy v České republice i jako neveřejnou informaci (!) ochotně poskytla. Tyto informace však již přesahují rozsah mého vystoupení. Získala jsem rovněž informace o publikacích, které APRA vydává. Uvádím je v závěru svého písemného přípěvku.

Základní předpisy APRA(výběr) :
- APRA technical paper - Interest rate risk in the banking book (May 2003)
- Report on Broker - Originated Lending (January 2003)
- Prudential Standards and Guidance Notes for Authorised Deposit-Taking Institutions
- Prudential Supervision of Conglomerates (November 1999)
- Capital Adequacy Treatment of Credit Derivatives
- General Insurance – Guidance Note GGN 110.4 – May 2004
- General Insurance - Prudential Standards and Reauthorisation Procedures - 2001

Z publikací APRA určených pro regulované instituce a pro veřejnost:
- How to reduce the risk of fraud – A Best Practice Guide for Trustees
- Superannuation Fraud – Checklist for Trustees
- APRA technical paper - APRA review of unit pricing practices
- Member protection in times of poor investment returns - Guidance Note - 19 July 2002

Správní delikty obchodníka s cennými papíry

Eva Krištofová

Ve svém příspěvku bych chtěla stručně prezentovat svoji seminární práci na téma Správní delikty obchodníka s cennými papíry.

Úprava finančních trhů má vedle finančního práva nejblíže k právu správnímu. To je dáno tím, že většina finančních orgánů je zároveň orgány státní správy. Tudíž je jejich činnost společně obecně upravena správním právem. Komise pro cenné papíry má ještě svou činnost upravenou ve speciálním zákoně, ve kterém má vymezeny své funkce.

Některé základní pojmy:

Účastníky řízení jsou ti, o jejichž právech a právem chráněných zájmech se ve správním řízení jedná, nebo jsou-li jejich práva a právem chráněné zájmy tímto jednáním dotčena.

Zahájení správního řízení může být buď z podnětu účastníka, nebo z podnětu správního orgánu, který rozhoduje. Správní řízení je zpravidla ústní, veřejné a písemné - to znamená, že se o každém jednání ve správním řízení sepisují protokoly.

Pozastavení řízení je možné, pokud to navrhnou účastníci řízení, nebo správní orgán. Pak může být správní řízení přerušeno na dobu 30 dní.

Co se týče zastavení řízení, pak řízení může být zastaveno, pokud návrh na správní řízení vzal účastník zpět nebo pokud zanikl důvod řízení.

Dokazování - správní orgán musí provést důkazní řízení před vydáním rozhodnutí. Snaží se získat svědecké výpovědi, znalecké posudky a různá písemná prohlášení.

Výsledkem správního řízení je vydání rozhodnutí. To musí být přijato do 1 nejpozději však do 2 měsíců. Rozhodnutí se skládá ze 4 částí:

- označení orgánu, který rozhodoval,
- vlastní rozhodnutí (v podobě – zamítá se, povoluje se, spáchání přestupku),
- odůvodnění rozhodnutí,
- poučení o odvolání.

Odvolat se proti rozhodnutí lze do 15 dnů. I po nabytí právní moci rozsudku může účastník využít mimořádné opravné prostředky, jako je obnova řízení nebo přezkoumání rozhodnutí mimo odvolací řízení.

Správní delikty jsou obecně upraveny ve Správním řádu, což je zákon č. 71/1967 Sb., a co se týče obchodníka pro cenné papíry, správní delikty jsou upraveny v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb., tj. §157 - §192 (v části deváté, hlavě III).
Zde jsou jednotlivé správní delikty rozděleny podle subjektů kapitálového trhu a jako první se Správní řád zabývá právě správními delikty obchodníka s cennými papíry.

V § 157 je přesně vymezeno, co je považováno za správní delikt obchodníka. Pro lepší přehlednost je vždy za jednotlivě vyjmenovanými správními delikty odkaz na paragraf tohoto zákona, který danou povinnost obchodníkovi s cennými papíry ukládá.

Rozlišujeme celkem 16 rozdílných správních deliktů, kterých se obchodník může dopustit. Následuje pak rozdělení pokut do tří možných výší, které může komise obchodníkovi uložit. Tyto výše jsou odstupňovány podle závažnosti deliktu. Proto můžeme podle výší pokut rozdělit i výčet správních deliktů na tři skupiny podle závažnosti:

Do první skupiny patří například situace, kdy obchodník nevydá majetek zákazníků zákazníkům (§132 odst.1) nebo v případě konkurzu nepřihlásí majetek zákazníků jako pohledávku za svou konkurzní podstatou (§132 odst. 4). Toto provinění je postihováno nejnižší možnou pokutou, což je 1 milion korun.

Ve druhé skupině deliktů je například situace, kdy obchodník poskytuje investiční službu v hostitelském státě bez předchozího oznámení komisi (§21 odst. 1, §22 odst. 2) nebo danou službu poskytuje i přesto, že došlo k odmítnutí Komise předat údaje dozorovému úřadu hostitelského státu (§21 odst. 5). Patří sem ale i situace, kdy Obchodník poruší povinnost mlčenlivosti (§117) nebo nezaplatí-li příspěvek do garančního fondu ve stanovené lhůtě (§129 odst. 5). Tyto delikty jsou vyčísleny pokutou 10 milionů korun.

Za nejzávažnější správní delikty jsou považovány například případy, kdy obchodník nedodrží kapitálovou přiměřenost na individuálním nebo konsolidovaném základě (§9, §154 odst. 1) nebo poruší pravidla obezřetného poskytování investičních služeb (§12), a pravidla jednání se

zákazníky (§15), nebo nesplní informační povinnost (§16). Tyto jsou ohodnoceny nejvyšší možnou pokutu, kterou je možno udělit - 20 milionů korun.

Při porušení povinností dozorovaných subjektů může komise odebrat povolení, uložit opatření k nápravě nebo sankce. V nejzávažnějších případech pak komise zavede nucenou správu. Opatření k nápravě a sankce jsou ukládány na základě správního řízení před komisí, na které se s určitými odlišnostmi vztahuje správní řád.

V případě kdy komise zasahuje proti subjektům, které nespadají do její dozorovací pravomoci, může vydat předběžná opatření, která se týkají například zablokování peněžních prostředků nebo zablokování zaknihovaných cenných papírů na účtu u banky apod. Nebo může komise zasáhnout formou nuceného převodu peněžních prostředků z bankovního účtu daného subjektu.

Zákon v tomto ustanovení vymezuje pokuty jako přesné výše. Není zde uvedeno určení pokuty například „až do výše 1 milionu“. Podle mého názoru, z toho vyplývá, že za stejný druh spáchaného deliktu by měla být vždy udělena stejná pokuta. Přitom v §192 Společná ustanovení je uvedeno, že výše uložené pokuty je především ovlivněna způsobem provedení a závažností správního deliktu. Toto vymezení však by mělo být uvedeno už v paragrafu, který vymezuje úrovně pokut. Správní tresty by neměly být stejné pro všechny subjekty, a to vzhledem k tomu, že tyto tresty jsou považovány za významný preventivní nástroj, proto se také při hodnocení důležitosti porušení příslušné povinnosti zohledňuje i minulé působení daného subjektu a plnění jeho povinností v minulosti.

Veškeré uložené a vybrané pokuty jsou příjmem Garančního fondu, pokud se jedná o pokuty uložených obchodníkům. Pokud se však jedná o pokuty, které komise uložila ostatním účastníkům kapitálového trhu, ty jsou pak příjmem státního rozpočtu.

Na oblast správních deliktů obchodníka se dále vztahuje **§192,** který se týká **Společných ustanovení**. V tomto paragrafu je upravena mimo jiné i ***promlčecí lhůta*** deliktu.
Ta nastává již do jednoho roku ode dne, kdy se komise o správním deliktu dozvěděla a přitom nezahájila správní řízení, nejpozději však do **5** let od spáchání deliktu. Takto stanovený časový limit se mi zdá velmi krátký v oblasti kapitálových trhů.

Další zajímavou úpravou, kterou bych zde chtěla zmínit, je úprava zodpovědnosti subjektů za porušení povinností, lépe řečeno nezodpovědnosti.

Zákon totiž umožňuje subjektům na kapitálovém trhu situaci, při které nejsou zodpovědní za své konání: pokud daný subjekt prokáže, že vynaložil veškeré úsilí, které bylo možno požadovat, aby zabránil porušení právní povinnosti, pak toto porušení nepovede k žádným sankcím ze strany komise.

V této formulaci vidím možnou obhajobu porušení předpisů. Myslím, že právě tato formulace umožní obcházení stanovených pravidel pro činnost obchodníka s cennými papíry. Vždy se dá najít způsob, jak doložit veškeré úsilí, aniž by tomu tak skutečně bylo. Stačí zajistit si předem veškeré potřebné dokumenty, které úsilí dělat vše podle předpisů prokáží.

V následující části svého příspěvku bych ráda popsala některé možné správní delikty. Vybrala jsem si čtyři případy, jedná se o:

1. Porušení pravidel obezřetného poskytování investičních služeb (§12)
2. Porušení pravidel jednání se zákazníky (§15)
3. Neplnění informační povinnosti (§16)
4. Vykonávání činnosti v rozporu s uděleným povolením (§6 odst. 5)

První tři jmenované případy mohu shrnout do jedné skupiny, protože jsou upraveny ve stejné části zákona.

1. Porušení pravidel obezřetného poskytování investičních služeb

Činnost obchodníka je především upravena v hlavě II druhé části zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Ve čtvrtém díle této hlavy jsou popsána pravidla činnosti a hospodaření obchodníka. Patří sem §12 - §17. Porušení právě těchto pravidel je sankcionováno nejvyšší možnou pokutou, a to 20 milionů korun.

Obezřetné chování obchodníka je upraveno v **§ 12**. Je zde určeno, jaká pravidla musí každý obchodník zavést a následně dodržovat, aby měl efektivní kontrolní mechanismus. Tato pravidla musí být popsána ve vnitřním předpisu obchodníka, konkrétně v organizačním řádu.

Právě v tomto paragrafu najdeme povinnost obchodníka mít striktně oddělen majetek zákazníků od svého. Aby toto mohl zajistit, musí mít řádnou evidenci zákaznického majetku, aby bylo v každém okamžiku možné s jistotou určit majetek daného zákazníka.

Dále je zde například úprava deníku obchodníka, což je evidence všech příkazů od klientů a evidence jednotlivých uskutečněných obchodů. Deník musí být ze zákona v elektronické podobě a doba, po kterou musí obchodník záznamy uchovávat, se liší podle druhu od 3 do 10 let.

Co se týče **jednání obchodníka ke klientům**, jeho úpravu můžeme najít v **§ 15.** Je zde především vymezeno, jaké informace je obchodník povinen poskytnout, a naopak jaké záruky poskytnout nesmí. Najdeme zde i vymezení pojmu odborná péče.

Všeobecně u každého podnikatele se předpokládá, že zná svou oblast podnikání, tudíž, že jedná profesionálně se svými klienty. Pro obchodníka je tento předpoklad zpřísněn a v zákoně přímo stanoven. Chování obchodníka je pak pečlivě sledováno v rámci ochrany investora.
Jeho chování by nemělo odporovat zejména:

- dobrým mravům,
- poctivým obchodním zvyklostem,
- ustanovením zákona,
- zákazu nekalé soutěže,
- trestnímu zákonu.

Odborná péče znamená, že obchodník je povinen vytvořit kvalitní, odborný a zákonu neodporující obsah smlouvy, a stejným způsobem i dále jednat se zákazníky.

Porušení této povinnosti je považováno za velmi závažný správní delikt je za něj uložena pokuta ve výši 20 milionů korun. Má totiž dopady na důvěru investorů, a tím i na samotné podnikatelské prostředí na kapitálovém trhu.

Obchodník je proto povinen jednat ve vztahu k zákazníkovi kvalifikovaně, čestně a spravedlivě, a v nejlepším zájmů svých zákazníků. Proto je povinen upozornit zákazníky na důležité okolnosti týkající se uzavíraných obchodů.

Nyní přejdu k **informační povinnosti obchodníka**. Ta je stanovena v §16. Je zde popsáno, co všechno, v jakých termínech a v jaké formě musí obchodník komisi předkládat. Obchodník musí splňovat svou informační povinnost

- **za prvé** vůči komisi, aby tak neohrozil její správné fungování. Při porušení informační povinnosti může dojít k ohrožení výkonu státního dozoru. Toto ohrožení se zvyšuje s délkou prodlení. Jedná se o to, že státní dozor potřebuje ke svým rozhodnutím a svému působení mnoho informací, a pokud mu je obchodník nedodá, snižuje tím efektivitu státního dozoru. Proto je porušení této povinnosti přísně sankcionováno.
- **za druhé** vůči veřejnosti. Tato povinnost je upravena zákonem z toho důvodu, aby potenciálním investorům byl zajištěn dostatečný přístup k informacím a aby se na jejich základě mohli správně rozhodnout o tom, zda se stanou klientem daného obchodníka nebo ne.

Jako příklad, že se jedná i v této situaci především o preventivní sankce při porušení, mohu uvést situaci, kdy komise uložila obchodníkovi pokutu za porušení informační povinnosti za to, že komisi nedodal ve stanoveném termínu výroční zprávu. I když společnost nepopírala, že informační povinnost porušila, přesto se proti rozhodnutí odvolala. Snažila se napadnout právě v úvodu zmiňovanou preventivní funkci správních trestů a apelovala na zohlednění své dosavadní činnosti, v níž se nedopustila žádného trestného činu. Obchodník požadoval zrušení uložené pokuty, nebo alespoň její zmírnění. Samozřejmě je vhodné v takovém odvolání zmínit, že toto pochybení nemělo zásadní, popřípadě žádný vliv na výkon státního dozoru.

V případě, že obchodník ukončí svou činnost a požádá komisi o odnětí povolení, ještě to neznamená, že nemusí plnit svou informační povinnost. A to vzhledem k tomu, že obchodník nezaniká dnem žádosti, ale konkrétním dnem odnětí povolení. Proto po dobu odnětí povolení mu stále ještě přetrvávají všechny povinnost vyplývající z tohoto zákona.

2. Za správní delikt se považuje i **vykonávání činnosti v rozporu s uděleným povolením**. Povolení k činnosti obchodníka je upraveno v **§ 6.** Jsou zde přesně vymezené podmínky, obsah žádosti o povolení, minimální výše vlastního kapitálu (Euro 730 000, 125 000) ale i rozsah možných činností podle úrovně povolení. Každý obchodník pro cenné papíry může vykonávat pouze ty činnosti, které má vymezeny v povolení od komise, které je vydáno na dobu neurčitou.

V závěru bych ráda ještě jednou zdůraznila, že správní tresty jsou především považovány za preventivní nástroj regulace a dozoru. Jejich významnost dokazuje i to, že je tato problematika relativně podrobně v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu upravena.

Hodnocení efektivnosti činnosti regulace a dozoru

Miroslav Motl

Ve svém příspěvku hodnotím efektivnost činnosti regulace a dozoru. Nejdříve si musím položit otázku, jak hodnotit efektivnost této činnosti a jaké klíčové faktory zvolit? Mělo by jít o faktory, které jsou veřejně dostupné a mají určité vypovídací hodnoty. Tedy jsem zvolil následující faktory:

Počty zaměstnanců
Počty realizovaných kontrol
Náklady na instituci – mzdové náklady

Vývoj těchto faktorů budu zkoumat v průběhu tří let. Jde o roky 2003, 2002, 2001.

A nyní ke zjištěným údajům. Nejdříve jsem hodnotil činnost KCP, ČNB, MF a nakonec ÚDDZ. Jaké údaje jsem zjistil? Výsledky mého šetření jsem pro přehlednost uspořádal do následujících tabulek.

		2001	2002	2003
KCP	POČTY ZAMĚSTNANCŮ	128	135	136
	POČTY REALIZOVANÝCH KONTROL			
	NÁKLADY NA INSTITUCI	99.161 mil.	102.377 mil.	113.207 mil.

		2001	2002	2003
ČNB	POČTY ZAMĚSTNANCŮ			
	POČTY REALIZOVANÝCH KONTROL	12	10	18
	NÁKLADY NA INSTITUCI	65.830 mil	82.760 mil.	85.362 mil.

		2001	2002	2003
MF	POČTY ZAMĚSTNANCŮ	128	135	136
	POČTY REALIZOVANÝCH KONTROL			
	NÁKLADY NA INSTITUCI	99.161 mil.	102.377 mil.	113.207 mil.

		2001	2002	2003
ÚDDZ	POČTY ZAMĚSTNANCŮ	33	27	
	POČTY REALIZOVANÝCH KONTROL	22	15	
	NÁKLADY NA INSTITUCI	33.507 tis.	25.321 tis.	

Poznámky:
a) KCP
V tabulce u „Počtu realizovaných kontrol“ se mi nepodařilo zjistit podklady potřebné pro zanesení do tabulky.

b) ČNB
Zde u ČNB nedošlo k výrazným personálním změnám. Počty zaměstnanců se v průběhu zvolených let nezměnily.

c) MF
Viz. situace v KCP.

d) ÚDDZ
Vzhledem k tomu, že zpráva o hospodaření a výroční zpráva z roku 2003 byla v době mého šetření ve schvalovacím řízení v Parlamentu ČR, nebyly údaje veřejně publikovány. Z tohoto důvodu, uvádím informace pouze z roku 2001 a 2002.

V další části svého referátu se pokusím o jakési zhodnocení výsledků šetření. Ale jak vyhodnotit zjištěné výsledky šetření (zkoumání)? Získal jsem celou řadu údajů mající určitou vypovídací hodnotu.

Jako první hodnotím činnost KCP. Počet jejich zaměstnanců v průběhu let vzrostl a s ním i náklady. Ale pokud jde o počty realizovaných kontrol, nejsou tyto údaje k dispozici. Mohu se pouze domnívat, že počet realizovaných kontrol prováděných KCP také vzrostl. Ale co když tomu bylo přesně naopak? Vzhledem k výše uvedenému nemohu posoudit efektivnost její činnosti. Podobně mohu pokračovat i u MF.

Snad jen u ČNB mohu pozorovat určitý paradox. V roce 2002 počet realizovaných kontrol klesl, ale náklady toto snížení nekopírovaly, ba naopak ještě vzrostly! Ale v roce 2003 už růst provedených kontrol doprovázel i růst nákladů. Tedy mohu říci, že v roce 2003 se už nárůst nákladů dá podložit i růstem počtu provedených kontrol. Ale pokud půjde o zaměstnance? Nemám k dispozici podklady a tedy musím dojít ke stejnému závěru jako u KCP a MF.

A jak jsem uspěl u ÚDDZ? Zde mám úplnější informace než u ostatních regulátorů a orgánů dozoru. U ÚDDZ mohu sledovat pokles počtu realizovaných kontrol, zaměstnanců a také nákladů. Ale k posouzení efektivnosti činností postrádám třetí rok a to rok 2003 i s jeho údaji. Bohužel jsem i zde nucen konstatovat, že k posouzení efektivnosti činnosti nemám potřebné podklady.

Byla by situace jiná, kdybych měl všechny požadované faktory? Asi ano! Ale tyto faktory by byly příliš obecné. Příkladem jsou počty realizovaných kontrol (šetření). Tyto údaje jsou asi nejrůznorodější ze všech zkoumaných faktorů. Kontroly mohou regulátoři a orgány dozoru provádět buď od stolu, tedy daleko levněji, nebo na místě a to daleko důkladněji, ale i nákladněji. Ale kolik kontrol prováděly orgány regulace a dozoru z vlastní iniciativy a kolik na základě vnějších podnětů? Tyto faktory mohou mít dle mého názoru také určitý vliv na efektivnost činnosti.
A náklady na instituce? Tady jsem zjistil například celkové náklady na mzdy, ale zase jen všech zaměstnanců a ne pouze zaměstnanců, zabývajících se regulací a dozorem.
Pokud budu hodnotit počty zaměstnanců, nepodařilo se mi zjistit přesné počty zaměstnanců, kteří se zabývají regulací a dozorem. Tento problém je asi nejvýraznější u ČNB, protože se zabývá ještě mnoha dalšími činnostmi.

K tomu abych mohl posoudit efektivnost činnosti regulátorů a orgánů dozoru, bych musel provést daleko hlubší a podrobnější šetření. Šetření, které jsem provedl, je nedostačující pro posouzení efektivnosti činnosti regulátorů a orgánů dozoru. Tudíž se domnívám, že v této fázi neexistuje jednoznačná metoda k posouzení efektivnosti činnosti regulátorů a orgánů dozoru.

Teoretické názory na regulaci a dozor finančních trhů

Petra Paťková

Finanční trhy patří mezi nejregulovanější odvětví každého vyspělého státu. Ve všech zemích jsou stanovena jasná pravidla zakotvená v zákonech a jiných právních předpisech, která slouží k usměrnění a udržení žádoucího chování všech účastníků participujících na finančním trhu.

Má ovšem stát právo zasahovat do ekonomických aktivit svých občanů a předem určovat podmínky, za nichž se mohou svobodné ekonomické subjekty účastnit podnikání v rámci dané ekonomiky, a jsou tyto zásahy nezbytné (zejména s ohledem na oblast fungování finančního trhu)? Na tuto otázku nalezneme odpověď v následujícím textu.

Otázka zasahování státu do podnikatelských aktivit občanů byla v průběhu vývoje ekonomických teorií zodpovídána rozdílně. V ekonomických dějinách je jen málo tak sporných témat, jako je úloha státu v hospodářském životě. V zásadě lze odlišit dva kontrární přístupy k zásahům státu do volného obchodu a regulaci chování účastníků ekonomických transakcí. Na jedné straně vystupuje politika laissez-faire, kde se stát zdržuje jakýchkoli zásahů do ekonomiky, a na straně druhé jsou veškerá pravidla fungování ekonomiky přesně určena vládou. Historická realita byla ovšem vzdálena oběma těmto zjednodušeným tvrzením.

1. Liberalismus

Prvním přístupem je liberalistický přístup, který v podstatě jakékoli zásahy státu zamítá. Tvrdí, že volně fungující trhy bez regulativních zásahů zabezpečují potřebnou produkci, plnou zaměstnanost a ekonomickou stabilitu. Počátky liberalistických teorií nacházíme u ekonomické školy fyziokratů. Reprezentantem klasického liberalismu je Adam Smith, který přišel s teorií neviditelné ruky trhu a koncepcí laissez-faire. Další ekonomickou školou, která tvrdí, že zásahy vlády více škodí než prospívají ekonomice, a hovoří o tzv. „vládním selhání“, byl monetarismus, reprezentovaný Miltonem Friedmanem. Zásahům státu vymezuje přesně definovaný prostor, a to v oblasti úpravy právního rámce podnikání, v oblasti podpory konkurenčního prostředí v ekonomice, v oblasti zabezpečování veřejných statků a v otázce vývoje množství peněz. Ekonomové Chicagské školy zastávali rovněž teorii laissez-faire.

Fyziokraté.Tato ekonomická škola vznikla ve Francii počátkem 18. století. Z hlediska hospodářské politiky jsou považováni za průkopníky liberální koncepce. Nejvýznamnější myšlenkou fyziokratů byla myšlenka přirozeného řádu, ve kterém člověk jedná podle svých přirozených osobních zájmů a je omezován jedině zájmy a právy ostatních svobodných jedinců, nikoli vůlí státníků a vládců. Stát se měl zdržet všech přímých intervencí s výjimkou těch, které spontánní řád zabezpečují.

Adam Smith. Adam Smith zdůrazňoval, že národní hospodářství nemůže být efektivně řízeno z jednoho centrálního místa, a to ani sebemoudřejším státníkem. Vyzdvihuje ideu přirozeného řádu, kterou odvozuje od fyziokratů Davida Huma a Francise Quesnaye. Ve svých teoriích se pokusil o analýzu ekonomického chování lidí. Ideu systému přirozené svobody dovedl do hloubky, zejména svou představou neviditelné ruky trhu (invisible hand). Podstatou neviditelné ruky je spontánní harmonie individuálního a společenského zájmu. Tohoto souladu mezi vlastním zájmem jednotlivce a zájmem společnosti lze dosáhnout pouze bez zásahu státu. Smysl neviditelné ruky spočívá v tom, že vlastní zájem vede každého člověka, aby dělal to, k čemu má nejlepší předpoklady, aby v soutěži s jinými nabízel co nejlepší a nejlevnější služby jiným a aby namísto utrácení spořil, investoval, a tím zvyšoval své bohatství. V systému laissez-faire, kde svobodní jednotlivci ve vzájemné konkurenci sledují vlastní zájem, vede toto jejich jednání k výsledku, který ani nezamýšleli – k zvětšování blahobytu všech. Institucionálním předpokladem pro fungování neviditelné ruky je zdržení se státních intervencí do ekonomiky.
Na druhé straně uznával činnost státu jako organizátora činnosti ve svobodné společnosti ve třech základních funkcích: stát má chránit společnost před násilím a vnějším napadením, má chránit každého člena společnosti před nespravedlností a útlakem ze strany druhého a má povinnost budovat a udržovat některé veřejné práce a instituce.

Ludwig von Mises. Další zastánci liberalismu pocházejí z rakouské školy. Jedním z nich byl i Ludwig von Mises, který rozhodně kritizoval veškeré vměšování státu do ekonomiky. Z jeho pohledu směřuje liberalismus vždy ke společenskému blahobytu.

Friedrich A. von Hayek. Za nejvýznamnějšího představitele liberalismu 20. století je považován Friedrich A. von Hayek. Ve své práci „Principy liberálního řádu" uvádí: „Liberalismus se odvozuje od objevu samočinně vznikajícího nebo spontánního řádu ve společenských záležitostech; řádu, který umožní využití znalostí a dovedností všech členů společnosti mnohem větší měrou, než by to bylo možné v jakémkoli řádu vytvořeném centrálním řízením. Ústředním principem liberalismu je zásada, že prosazováním universálních pravidel správného chování a ochranou jasně rozpoznatelné oblasti jednotlivce lze dosáhnout toho, že bude samočinně vznikat spontánní řád lidských činností s mnohem větší složitostí, než jaký by mohl být vytvořen vědomým uspořádáním, a že v důsledku z toho by se donucovací činnost vlády měla omezit na prosazování takových pravidel."[36]
Zároveň byl odpůrcem ekonomické teorie J. M. Keynese, který měl za to, že v případě deprese nenastává nutně samočinný proces, který by ekonomiku z deprese vyvedl. Proto Keynes doporučoval, aby stát ovlivňoval agregátní poptávku, a zastával názor, že za vznikem krize stojí politika laissez-faire. Hayek naproti tomu tvrdí, že centrální sledování společenského cíle není slučitelné s individuální svobodou.

Murray N. Rothbard. Rovněž Murray N. Rothbard obhajoval koncepci laisez-faire. Vycházel z teorie ryzího tržního systému, založeného na dobrovolné směně jedinců, která není rušena destruktivními zásahy státu. Ukazuje, že každé opatření, kterým stát zasahuje do dobrovolné směny jedinců, způsobuje zisk jednoho na úkor druhého.

Chicagská škola. Chicagská škola vznikla jako (anglosaská) reakce na keynesiánství. Základní charakteristikou chicagské školy je víra ve svobodný trh, v jeho schopnost efektivně alokovat zdroje a rozdělovat důchody. Proto pochybují o smysluplnosti státních zásahů do ekonomiky a jsou zastánci liberalismu s minimální úlohou státu v ekonomice. Přínosem této školy pro oblast kapitálového trhu je jejich zajatecká teorie regulace. Nejtypičtějším rysem školy je nedůvěra ve státní zásahy, spojená s vírou v sílu svobodného trhu. Od 50. let 20. století byla škola považována za příliš extrémně liberální a nemohla být akceptována hlavním proudem.

Milton Friedman. Význačným představitelem chicagské školy byl Milton Friedman, zakladatel monetarismu, který je historicky nejstarším ekonomickým směrem protikeynesiánské revoluce. Monetaristé odmítají přílišné zasahování státu do ekonomického vývoje. Hospodářská politika v pojetí chicagských monetaristů dbá na to, aby v zákonných pravidlech pro podnikání byla garantována svoboda vlastnických práv a tvorba konkurenčního prostředí.

George J. Stigler. Další stoupenec chicagské školy George J. Stigler se zabýval i teorií veřejné regulace. Ve své práci analyzoval rovněž chování regulátorů. Regulátoři mají regulovat přirozený monopol ve „veřejném zájmu", ale obvykle se sami dostávají pod vliv regulovaného monopolu. Z tohoto důvodu jsou nakonec pravidla stanovovaná regulátorem v souladu se zájmy samotných regulovaných subjektů. Stigler přichází s konceptem ovládnutého strážce, kdy regulovaný monopol má nakonec z regulace prospěch sám, pokud se mu podaří ovládnout regulátora. V další své práci – „Veřejná regulace trhu cenných papírů" z roku 1964 analyzoval empirické údaje z newyorské burzy cenných papírů a na základě toho došel k závěru, že založení Security Exchange Commision nemělo žádný významný vliv na kvalitu veřejně obchodovatelných

[36] Hayek A.: Principy liberálního řádu, in: Liberální ekonomie. Kořeny euroamerické civilizace, uspořádal Ježek T., Prostor 1993

cenných papírů a nesplnilo tedy účel, pro který byla SEC zřízena. Obdobných výsledků dle něj mají dosahovat i jiné regulační orgány.

Ordoliberalismus. Kontinentální protikeynesiánská revoluce se zrodila na univerzitě ve Freiburgu. Tento směr v sobě spojuje myšlenky svobody spojené s určitým řádem. Stát má umožnit tržním subjektům svobodnou volbu, avšak v účelově vymezeném prostoru a za existence institucionální struktury. Dle stoupenců této školy existuje podstatná vazba mezi hospodářským řádem a právním řádem, stát zde tedy musí vytvořit rámcové podmínky pro fungování tržní ekonomiky, musí vytvořit právní řád, který ochrání hospodářské svobody jednotlivců, ochrání jejich vlastnická práva a zajistí dodržování smluv. Ordoliberalismus zcela jistě uznává filozofii liberalismu, avšak nestaví důsledně na politice laissez-faire (kdy stát má zajišťovat pouze minimální počet veřejných statků), ale žádá od státu více – zajištění řádu, který je nezbytný pro fungování svobodných trhů. Poté co stát tento řád, který umožní existenci volné konkurence, zajistí, má se zdržet zásahů do tržních procesů.

Efektivní trhy. Tvůrcem teorie efektivních trhů byl Eugene Fama[37]. Tato teorie vychází z předpokladu, že finanční trhy jsou vysoce spolehlivým nástrojem oceňování obchodovaných akcií či dluhopisů a každá nová informace o určité společnosti se ihned odrazí v ceně jejich aktiv. Tímto názorem bylo ovlivněno široké spektrum hospodářské činnosti, od podoby sociálního systému po regulaci kapitálových trhů. Famovy názory se staly jedním ze základů ekonomické doktríny 80. let, jejíž průvodním znakem byla víra v jednotlivce a volný trh s minimem regulací.

2. Intervencionismus. Opačný přístup k otázce zasahování státu do ekonomických aktivit subjektů reprezentuje intervencionismus, který proti neviditelné ruce trhu staví viditelnou ruku vlády, jež má systematicky zasahovat do ekonomiky a předcházet tím tržním selháním. K těmto tržním selháním může dojít jak na mikroekonomické, tak makroekonomické úrovni. Mezi mikroekonomická tržní selhání patří neefektivní alokace zdrojů, vznik externalit, nedostatečné zabezpečení veřejných statků a asymetrické informace. Na makroekonomické úrovni se v této souvislosti hovoří o makroekonomické nestabilitě a neplném využití výrobních faktorů. Důvody těchto selhání zkoumá zejména keynesiánský přístup a školy navazující na myšlenky Johna Maynarda Keynese. Vystupuje zde do popředí paternalistická role vlády, která rozhoduje za své občany a reguluje jejich chování.

Keynesiánství. Odlišný přístup k zásahům státu do ekonomiky, než s jakým vystupují stoupenci liberalismu, zastává anglický ekonom John Maynard Keynes, zakladatel nového makroekonomického směru – keynesiánství. Pokud jde o Keynesovy názory, byl vychován v duchu neoklasické teorie, stavěl se k ní však kriticky. Neměl důvěru v racionalitu ekonomického myšlení lidí, a proto nesouhlasil s politikou laissez-faire. Nová makroekonomická teorie přinášela pochybnosti o schopnosti samoregulačních tržních sil vytvářet podmínky pro plné využívání ekonomických zdrojů a hledala nápravu v hospodářské politice státu. Ve svých důsledcích znamenal tento vývoj odstup od neviditelné ruky trhu k viditelné ruce státu. Keynesova teorie i na něj navazující keynesiánské směry představují optimistický pohled na možnost stabilizace tržní ekonomiky státním intervencionismem.

Postkeynesiánství. Postkeynesiánská ekonomie považuje tržní kapitalistickou ekonomiku za vnitřně nestabilní. Je-li ponechána sama sobě, není schopna plně využívat svých disponibilních zdrojů. Někteří postkeynesiánci hledají cesty, jak stabilizovat tržní ekonomiku, i v reformách

[37] Eugene Fama sám tuto teorii zpochybnil ve svém projevu v roce 2004, kdy uvedl, že: „nedostatečně informovaní investoři mohou vychýlit trh z optimální trajektorie a uvést jej v omyl.“ In: Hospodářské noviny, 5. 11. 2004, č. 216, s. 25

institucí a ve vytváření účinných regulačních nástrojů na trhu kapitálu a v bankovnictví. Tak tomu bylo například u Hymana Minského. V důsledku deregulace finančních trhů v USA v 80. letech se rozšířila možnost vytváření finančních inovací, kterými se Minsky zabýval spolu s jejich důsledky pro měnovou politiku.

Československo. Na území Československa bylo možné nalézt přívržence obou směrů. Negativní vztah k zásahům státu do ekonomiky zastávali Alois Rašín či Karel Engliš. Naproti tomu jako stoupenec a propagátor keynesiánství vystupoval Josef Macek.

Náhledy na nutnost regulace ekonomických procesů ze strany státu jsou tedy značně nejednotné a rozdílné. Tento názorový rozpor se navíc prohlubuje v oblasti státní regulace finančního trhu, kde se střetávají odlišné názory na míru, funkci a opodstatněnost regulace tohoto důležitého tržního segmentu.

Finanční trh se všemi jeho subsystémy patří k nejregulovanějším segmentům tržního prostředí. Na otázku proč, tomu tak je, odpovídají ekonomové chicagské školy ve své **zajatecké teorii regulace**, v níž se stavějí proti státním regulatorním zásahům do této sféry. Podle této teorie neexistuje regulace ve prospěch všech účastníků participujících na finančním trhu, nýbrž slouží k podpoře ekonomických zájmů některých samotných regulovaných subjektů. Regulované subjekty si samy vytvářejí poptávku po regulaci svého odvětví, neboť jim umožňuje eliminovat možnost příchodu nových konkurentů do odvětví. Chicagští ekonomové uvádějí proti státní regulaci trhu cenných papírů následující hlavní argumenty:

- regulace permanentně selhává (mezi hlavní příčiny selhávání státní regulace patří nedokonalý rozhodovací mechanismus, časová zpoždění a prosazování partikulárních zájmů na úkor zájmů veřejných),
- regulace je příliš nákladná,
- regulace vytváří morální hazard (což znamená, že investoři snižují svou averzi k riziku, neboť za riziko výběru nekvalitního investičního zprostředkovatele nebo investice nese do určité míry odpovědnost státní regulatorní orgán),
- regulace vytváří překážky volného vstupu do odvětví a výstupu z něj,
- regulace více pomáhá regulovaným subjektům než investorům.

Na základě těchto argumentů zavrhují představitelé chicagské školy státní regulaci finančního trhu. S tímto závěrem však nelze souhlasit. Určitá míra regulace finančního trhu je nezbytná nejen pro jeho dlouhodobou stabilitu, ale i pro získání a udržení důvěry všech jeho účastníků. Přitom tato míra regulace není jednou provždy daná, ale vyvíjí se a mění v daném čase a prostoru spolu s ostatními ekonomickými podmínkami. „Oblast regulace a dozoru nad finančními trhy je živým, velmi citlivým organismem, který pro to, 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.“[38]

Na otázku uvedenou na začátku této kapitoly nelze tedy než odpovědět kladně. Stát by měl vytvářet příznivé prostředí pro rozvoj finančního trhu a stanovovat pravidla regulace a dozoru podnikání na finančním trhu. Proto se nelze přiklonit k liberálním teoriím zcela odmítajícím zásahy státu do ekonomiky. Bez určitých jasně stanovených pravidel by se zcela jistě spontánní přirozený řád na kapitálovém trhu nevytvořil. Není ovšem ani cílem vytvořit rigidní, neměnné,

[38] Kubíček, A.: Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo ještě něco jiného? In: Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z mezinárodní konference VŠFS, Praha 2003, s. 27

striktně zakazující či přikazující normy, jež omezí vývoj tohoto segmentu, neumožní určitý prostor pro aktivity jednotlivých subjektů a které nebudou schopny adaptace na měnící se tržní podmínky. V tomto ohledu se jeví ordoliberalistická teorie jako vhodný přístup, neboť poskytuje ekonomickým subjektům svobodu v předem vymezeném institucionálním rámci, spojuje v sobě jak svobodu, tak i určitý řád. Zároveň je nutné vyhnout se konceptu ovládaného strážce, se kterým přichází zajatecká teorie regulace, kdy samotný regulovaný subjekt má z regulace prospěch, neboť se mu podaří ovládnout regulátora.

Je nutné si uvědomit, že neexistuje optimální pojetí regulace finančního trhu, je ovšem nezbytností, co nejvíce se tomuto ideálu přibližovat.

Literatura:

- Cameron R.: Stručné ekonomické dějiny světa, Victoria Publishing, 1996
- Hayek A.: Principy liberálního řádu, in: Liberální ekonomie. Kořeny euroamerické civilizace, uspořádal Ježek T., Prostor 1993
- Holman R. a kol.: Dějiny ekonomického myšlení, C.H.Beck, 2001
- Kubíček, A.: Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo ještě něco jiného? In: Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z mezinárodní konference VŠFS, Praha 2003
- Pavlát V., Kubíček A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy,VŠFS, Praha 2004
- Sojka M. a kol.: Dějiny ekonomických teorií, UK v Praze, 1999
- Žák M.: Hospodářská politika, C. H. Beck, 1998
- Hospodářské noviny

Finanční konglomeráty – přínos nebo hrozba?

Michal Pokorný

V současné době procházejí trhy vyspělých světových ekonomik neustálým a velmi dynamickým procesem globalizace. Finanční konglomeráty jsou jedním z hlavních vývojových trendů, které je možno ve spojitosti s tímto procesem na finančních trzích identifikovat. Jedná se o finančně, organizačně a personálně provázané skupiny ekonomických subjektů, které své služby poskytují v alespoň dvou segmentech finančního trhu (bankovnictví, pojišťovnictví, obchodník s CP). Podobně jako spojování malých bank do velkých bankovních skupin v rámci trendu konsolidace, umožňuje finanční konglomerát získání výhod v podobě úspor z rozsahu, výnosů plynoucích ze široké nabídky produktů, diverzifikaci příjmů a diverzifikaci rizika.

V souvislosti se závažností změn spojených s vytvářením finančních konglomerátů Evropský parlament a Rada schválily směrnici, která je věnována této problematice. Směrnice 2002/87/EC Evropského Parlamentu a Rady (směrnice) z 16. prosince 2002 o doplňkovém dozoru úvěrových institucí, pojišťoven a obchodníků s cennými papíry ve finančních konglomerátech je závazná pro všechny členy Evropské unie. Po 1. květnu 2004, kdy proběhlo rozšíření EU o 10 nových členů, se tato směrnice stala závaznou i pro Českou republiku.

Jako odpověď na tuto skutečnost schválila vláda 27. října 2004 návrh zákona o doplňkovém dozoru nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně souvisejících zákonů (zákon o finančních konglomerátech).

V současné době existuje tato norma pouze jako vládní návrh zákona, ve kterém může dojít k určitým korekcím. Na druhou stranu, směrnice jsou právní akty, které zavazují členské státy

provést ve svém právním řádu změny tak, aby si právo jednotlivých států neodporovalo a poskytovalo srovnatelnou úroveň ochrany. Směrnice je tedy určitým základem, ve kterém již ke změně (v současné době) nedojde. Vzhledem k této skutečnosti vychází tento příspěvek primárně z výše uvedené směrnice a nikoliv z vládního návrhu zákona.

Pokud chceme finanční konglomeráty efektivně regulovat a přispívat ke stabilitě a efektivitě trhu jako celku, musíme si nejdříve finanční konglomeráty správně definovat:

- Finančním konglomerátem je skupina, která své služby poskytuje v nejméně dvou sektorech finančního trhu.
- V čele skupiny stojí regulovaná osoba, nebo alespoň jedna z osob, které jsou součástí konglomerátu, podléhá regulaci. Regulovaný podnik v čele skupiny je buď mateřským podnikem podniku ve finančním sektoru, nebo má účast ve finančním sektoru, nebo je s podnikem ve finančním sektoru propojen.
- Pokud v čele skupiny nestojí regulovaný podnik, probíhá činnost skupiny hlavně ve finančním sektoru.[39]

Finanční konglomeráty představují hráče, kteří operují s velkými finančními zdroji. Případné problémy spojené se solventností a likviditou takto velkých subjektů, představují potenciální riziko destabilizace celého systému finančních trhů a ekonomiky jako celku. Jedná se o různorodé, finančně provázané skupiny ekonomických subjektů, které podléhají regulaci a dozoru na základě různých právních předpisů a jsou pod kontrolou různých dozorových orgánů.

Pokud by nebyly jednoznačně stanoveny požadavky kapitálové přiměřenosti, resp. doplňkové požadavky kapitálové přiměřenosti, existovalo by tu, právě z důvodu finanční provázanosti, riziko přesunu kapitálu mezi jednotlivými společnosti, které jsou součástí finančního konglomerátu. Toto vícenásobné využití vlastního kapitálu je jedním z důvodů, proč směrnice EP a Rady, potažmo vládní návrh zákona o finančních konglomerátech, obsahuje pravidla sledování kapitálové přiměřenosti finančního konglomerátu.

Kapitálová přiměřenost finančního konglomerátu je složena z požadavků, které se týkají jednotlivých složek skupiny (banky, obchodníci s CP, pojišťovny) a dále pak doplňkovým požadavkem kapitálové přiměřenosti.

Směrnice a návrh zákona definují celkem čtyři možné metody výpočtu doplňkového požadavku kapitálové přiměřenosti:

- metoda „účetní konsolidace“,
- metoda „odpočtu a agregace“,
- metoda „účetní hodnoty / odpočtu požadavku“,
- kombinace metod.

Z důvodu omezení možnosti vyhledávání nejvýhodnější metody nemají finanční konglomeráty právo samostatného rozhodování v oblasti výběru metody, která bude pro sledování kapitálových požadavků využita. Jednotlivé členské státy EU mohou v příslušné právní normě stanovit, které z výše uvedených metod se budou v dané zemi využívat. Pokud je v dané zemi povoleno více

[39] Pro určení významnosti činnosti skupiny ve finančním sektoru je rozhodující ukazatel poměru bilanční sumy regulovaných a neregulovaných podniků finančního sektoru ve skupině k bilanční sumě skupiny jako celku. Tento poměr by měl přesáhnout 40 %.

metod, závisí konečný výběr na rozhodnutí koordinátora, který tak učiní po dohodě s ostatními dozorovými orgány. Vládní návrh zákona o finančních konglomerátech v současné době počítá se všemi čtyřmi metodami sledování kapitálové přiměřenosti.

Finanční konglomeráty provozují svou činnost nejen přes hranice jednotlivých finančních segmentů, ale také přes hranice jednotlivých států. Dozorové orgány musí překonávat legislativní a metodologické rozdíly, a to jak segmentové, tak národní. Každý segment finančního trhu má své vlastní právní normy a svou metodologii regulace a dozoru. Zároveň každý stát má svůj vlastní právní systém a metodologii regulace a dozoru.

Jednotlivé sektorové orgány dozoru mohou navzájem uzavřít dohodu o vzájemné spolupráci a o společném postupu v rámci dozoru nad finančními konglomeráty. Takováto dohoda v současné době například existuje mezi Českou národní bankou, Komisí pro cenné papíry a Ministerstvem financí ČR.

Druhou možností, jak odstranit překážky efektivního dozoru nad konglomeráty, je sloučení sektorových orgánů dozoru a regulace a vytvoření jednoho „mega-regulátora“. V tomto případě je zapotřebí brát v úvahu náklady spojené se změnou struktury regulace, existuje zde riziko spojené s rozložením pravomocí jednotlivých odborů megaregulátora a v neposlední řadě není předem jasné, zda nová struktura regulace a dozoru bude při své činnosti dostatečně efektivní a zda bude takto složitý systém schopen pružně reagovat na změny, které na finančních trzích probíhají.

Česká republika je příkladem země, kde v současné době probíhají přípravy na postupné spojení regulačních orgánů. Dne 25. května 2005 vláda schválila návrh zákona o sjednocení dozoru nad finančním trhem. Pokud bude tento návrh schválen, bude docházet k postupnému spojování dozorových orgánů. Celý proces integrace dozoru započne dne 1. ledna 2006, kdy dojde k převzetí dozoru nad spořitelními a úvěrními družstvy (kampeličkami) Českou národní bankou a k sjednocení dozoru nad kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním tak, že příslušným orgánem dozoru pro celou tuto oblast bude Komise pro cenné papíry, jejíž název bude změněn na „Komise pro finanční trh“.

Legislativní a metodologické rozdíly na úrovni států je možno odstranit sbližováním, resp. sjednocováním právních norem jednotlivých států a kooperací jednotlivých národních dozorových orgánů a jejich spojování do mezinárodních organizací (např. International Organisation of Securities Commissions, The Committee of European Securities, International Securities Market Association). V otázce legislativy a sbližování právních rámců jednotlivých suverénních zemí je velmi důležitý proces internacionalizace, na jehož základě dochází k prohlubování mezinárodní spolupráce a postupnému sbližování a unifikaci právních předpisů.

Aby při výkonu dozoru nad finančním konglomerátem nedocházelo (v důsledku střetu dvou dozorových orgánů) k dublování dozorové činnosti (v tom lepším případě) nebo k opomenutí dozoru (v tom horším případě), stanoví směrnice EU tzv. koordinátora dozoru, který jako hlavní dozorový orgán zajišťuje vlastní výkon dozoru a vzájemnou koordinaci a provázanost postupů jednotlivých dozorových orgánů.

Rozhodujícím faktorem pro určení odpovědnosti dozorového orgánu a určení koordinátora dozoru je subjekt, který stojí v čele konglomerátu:

- V případě, kdy v čele konglomerátu stojí regulovaná společnost, stává se koordinátorem ten dozorový orgán, který této regulované osobě udělil povolení.
- V případě, že v čele konglomerátu stojí subjekt, který regulaci nepodléhá, dochází k určení koordinátora v souladu se zásadami, které stanoví směrnice (potažmo zákon, který na základě této směrnice vznikl):
  - v případě, že mateřským podnikem regulovaného podniku je smíšená finanční holdingová společnost, vykonává úlohu koordinátora příslušný orgán, který povolil tento regulovaný podnik podle odpovídajících sektorových předpisů;
  - v případě, že více než jeden regulovaný podnik se sídlem ve Společenství má za svůj mateřský podnik stejnou smíšenou finanční holdingovou společnost a jeden z těchto podniků byl povolen ve členském státě, ve kterém má sídlo smíšená finanční holdingová společnost, vykonává úlohu koordinátora příslušný orgán tohoto členského státu, který povolil tento regulovaný podnik;
  - v případě, že více než jeden regulovaný podnik činný v různých finančních sektorech byl povolen ve členském státě, ve kterém má sídlo smíšená finanční holdingová společnost, vykonává úlohu koordinátora příslušný orgán regulovaného podniku činného v nejvýznamnějším finančním sektoru;
  - v případě, že v čele finančního konglomerátu stojí více než jedna smíšená finanční holdingová společnost se sídlem v různých členských státech a v každém z těchto států existuje regulovaný podnik, vykonává úlohu koordinátora příslušný orgán regulovaného podniku s nejvyšší bilanční sumou, pokud jsou tyto podniky ve stejném finančním sektoru, nebo příslušný orgán regulovaného podniku v nejvýznamnějším finančním sektoru;
  - v případě, že více než jeden regulovaný podnik se sídlem ve Společenství má za svůj mateřský podnik stejnou smíšenou finanční holdingovou společnost a žádný z těchto podniků nebyl povolen ve členském státě, ve kterém má sídlo smíšená finanční holdingová společnost, vykonává úlohu koordinátora příslušný orgán, který povolil regulovaný podnik s nejvyšší bilanční sumou v nejvýznamnějším finančním sektoru;
  - v případě, že finanční konglomerát je skupina bez mateřského podniku v čele, nebo v jakémkoli jiném případě, vykonává úlohu koordinátora příslušný orgán, který povolil regulovaný podnik s nejvyšší bilanční sumou v nejvýznamnějším finančním sektoru.

Mezi nejdůležitější povinnosti koordinátora dozoru patří:

- shromaždování a poskytování informací, které jsou významné, nebo nezbytné, při výkonu dozoru nad finančním konglomerátem, a to jak při výkonu dozoru na individuálním, tak na konsolidovaném základě,
- hodnocení finanční situace konglomerátu,
- sledování a posuzování dodržování požadavků, které se týkají řízení rizik, koncentrace rizik, operací v rámci skupiny a doplňkových požadavků kapitálové přiměřenosti,
- posuzování struktury, organizace a systému vnitřní kontroly konglomerátu.

V rámci finančního konglomerátu neexistuje pouze organizační a personální provázanost. Pokud hovoříme o regulaci a dozoru těchto skupin, je zde ještě jeden velmi důležitý faktor - vzájemné finanční transakce a finanční provázanost. Riziko možné ztráty nepředstavuje riziko pouze pro jednu složku konglomerátu, ale existuje zde riziko finanční nákazy ostatních složek. Finanční nestabilita jedné složky představuje riziko pro likviditu a solventnost celého celku.

V návaznosti na Směrnici EP a Rady a vládní návrh zákona o finančních konglomerátech je regulovaná osoba, která stojí v čele finančního konglomerátu, povinna alespoň jednou ročně předkládat koordinátorovi dozoru zprávu, která obsahuje hlášení o významné koncentraci rizik a

veškeré významné transakce na úrovni finančního konglomerátu. Směrnice definuje minimální hranici pro určení operace uvnitř konglomerátu jako významné. Tato hranice je stanovena na úrovni 5%. Členské státy jsou však oprávněny stanovit si tuto hranici samostatně, a to na přísnější úrovni. Existuje zde také možnost, že prahové hodnoty nejsou určeny přímo zákonnou normou, ale pravomoc k určení těchto hodnot je přiznána dozorovému orgánu.

Finanční konglomeráty, vzhledem k tomu, že podnikají v rámci více segmentů finančního trhu, mohou ohrozit stabilitu celého systému. S ohledem na tuto skutečnost je zapotřebí implementovat a dodržovat systémy vnitřní kontroly a postupy pro řízení rizik s mnohem větším úsilím a precizností než v „malé“ společnosti, která může ohrozit „pouze“ sama sebe. Směrnice EP a Rady a vládní návrh zákona stanoví předpisy, které mechanismy vnitřní kontroly a postupy řízení rizik upravují takto:

postupy řízení rizik zahrnují:

- řádnou správu a řízení rizik na úrovni finančního konglomerátu,
- pravidelné vyhodnocování a přezkoumávání strategií a politik pro řízení rizik na úrovni konglomerátu,
- stanovení vhodné politiky kapitálové přiměřenosti,
- nastavení postupů, které zajistí přiměřenou integraci systémů sledování rizik a přijetí všech možných opatření;

mechanismy vnitřní kontroly zahrnují:

- vhodné nastavení mechanismů, která umožňují určovat a měřit všechna podstupovaná rizika ve vztahu ke kapitálové přiměřenosti a vhodně určovat úroveň vlastního kapitálu k těmto rizikům,
- řádné výkaznictví a účetní postupy, které umožňují určovat, měřit, sledovat a kontrolovat koncentrace rizik a transakce uvnitř finančního konglomerátu.

Finanční konglomeráty jsou v současné době jedním z hlavních vývojových trendů, které je možno na finančních trzích identifikovat. Představují zdroj energie pro dynamický rozvoj finančních trhů. Zároveň pro akcionáře představují možnost diverzifikace příjmů a rizika do více segmentů finančního trhu. Dále poskytují úspory z rozsahu a dodatečné výnosy ze široké nabídky produktů. Na druhou stranu představují potenciální riziko destabilizace celého finančního trhu a celé ekonomiky. Rizika, se kterými jsou vznik a existence finančních konglomerátů spojeny, jsou umocňována nejednotností právních předpisů a principů regulace jednotlivých segmentů finančního trhu. Pokud by finanční konglomerát poskytoval své produkty a služby pouze na území jednoho státu, lze poměrně snadno dosáhnout vyšší efektivnosti dozorové činnosti na základě dohody mezi jednotlivými regulačními a dozorovými orgány. Ruku v ruce s trendem globalizace však finanční konglomeráty poskytují své produkty a služby v rámci mnoha zemí. Z tohoto důvodu jsou rizika spojená s finančními konglomeráty umocňována nejednotností právních předpisů a principů regulace jednotlivých zemích.
Pokud chceme využít veškeré kladné přínosy finančních konglomerátů a minimalizovat, popřípadě eliminovat rizika, která jsou s nimi spojena, je třeba klást důraz na růst efektivnosti dozoru a dohledu nad finančními konglomeráty. Je třeba zajistit efektivní strukturu dohledu a dále pokračovat v unifikaci národních právních norem a principů jednotlivých dozorových orgánů.

Problematika finančních trhů a její místo ve vědecko-výzkumné koncepci VŠFS
Vladimír Čechák

Základní téma této mezinárodní konference je orientováno na problematiku „aktuálního vývoje finančních trhů – jejich regulace a dozor“, což je jedna ze základních oblastí, na něž se soustřeďuje podstatná část vědeckovýzkumných aktivit naší vysoké školy. Že jde o tématiku mimořádně aktuální, dokazuje porovnání některých zásadních, ať již teoretických, či institucionálně-organizačních názorů, které zazněly na analogické konferenci konané v těchto prostorách přibližně před dvěma lety, s tím, co dosud zaznělo na jednáních této konference. Že jde o problematiku mimořádně závažnou, potvrzuje nejen vlastní vývoj finančních trhů, ale i vývoj celé ekonomiky jako takové.

Včerejší jednání současně ukázalo, že jde o záležitosti v realitě mimořádně složité, a velmi složitým úkolem je rovněž úsilí tuto problematiku nejen adekvátně popsat, ale i odpovědně analyzovat a návazně dospět na základě této analýzy k teoretickým závěrům, využitelným pro zkvalitnění dalšího vývoje finančních trhů.

Výzkumné činnosti naší školy tematicky zaměřené do oblasti financí a finančních trhů se však neomezují pouze na otázky regulace a dozoru nad finančními trhy (i když právě k řešení těchto otázek získala naše škola grant od Grantové agentury ČR), nýbrž je koncipována daleko šířeji. Orientuje se, mimo jiné, na:

- zkoumání změn v dynamice vývoje finančních trhů ve světě a jejich příčin, s aplikací na české finanční trhy,
- otázky vzniku nových produktů a nástrojů finančních trhů, procesů na nich probíhajících, vývoj jejich diverzifikace a sofistikace se zohledněním na možné závěry využitelné pro vývoj českých finančních trhů,
- hodnotící analýzu změn v úloze institucionálního rámce finančních trhů opět s přihlédnutím k možnosti využití těchto poznatků v podmínkách České republiky,
- analýzu strukturálních změn na zahraničních finančních trzích, včetně jejich dopadu na vývojové tendence českých finančních trhů,
- výzkum změn ve struktuře subjektů působících na finančních trzích, zejména posunu v úloze a významu hlavních subjektů na nich vystupujících,
- analýzu vývoje právní regulace finančních trhů, zejména s ohledem k významu této regulace pro zintenzivnění dynamiky vývoje.

Dominantní pozornost je věnována především analýze nových produktů a nástrojů, především však hodnocení dosavadních zkušeností s jejich využíváním. Východiskem při řešení celé této problematiky je rozbor vývojových tendencí finančních trhů ve světě, zejména změn, k nimž dochází se stále se zvyšující intenzitou internacionalizace a globalizace finančních trhů.

Součástí sledování vývojových tendencí finančních trhů je rovněž problematika využívání investičních příležitostí. K této problematice uspořádala Vysoká škola finanční a správní již dva semináře (jejichž cílem bylo, mimo jiné, připravit podklady k žádosti pro další granty). V souvislosti s řešením této problematiky je pozornost výzkumných kolektivů zaměřena především na strukturu investičních příležitostí, jejich efektivního využívání, eventuálně na identifikaci příčin, které snižují efektivitu jejich využívání. Další tematickou oblastí, která je součástí tohoto výzkumného zaměření, je identifikace relativních jevů, včetně jevů z „mimofinančních oblastí“, které významně ovlivňují dynamiku strukturálních změn a

vývojových tendencí na finančních trzích. K dalším významným dílčím tématům vztahujícím se k této tématické oblasti patří i otázky potenciálního vývoje finančních trhů na rozvoj ekonomiky.

Významný podíl na rozvoji výzkumných aktivit zaměřených tímto směrem mají i studie realizované v rámci již probíhajícího řešení grantu „Investice do lidského kapitálu“, což je již téměř tradiční výzkumná tématika Vysoké školy finanční a správní. Jde o víceméně již tradiční výzkumné zaměření především Katedry mikroekonomie a veřejné ekonomiky (s níž však spolupracuje řada dalších pracovišť). K této problematice uspořádala naše škola již sedm vědeckých konferencí, z nichž posledních pět se uskutečnilo s mezinárodní účastí. Kromě vlastní analýzy podmínek investování do lidského kapitálu, zejména formou investování do vzdělání, je zde věnována pozornost dopadům souběžné reformy sociálně ekonomických investičních a pojišťovacích systémů, analytickému hodnocení diskusí o možné reformě financování terciární sféry vzdělávání, včetně vysokých škol, investic do rozvoje vědy a výzkumu, inovačních procesů a to jak z hlediska návratnosti těchto investic, tak i z hlediska jejich efektivního zhodnocení.

K dokreslení spektra výzkumných aktivit Vysoké školy finanční a správní zaměřených na problematiku financí a finančních trhů v širším slova smyslu je nutné se zmínit ještě o již delší dobu probíhajícím pravidelném semináři, který se zabývá koncepčními přístupy k „sociologii peněz“. Jedním z dílčích témat v rámci této obsahové orientace je i pokus o analýzu motivací a reálného chování investorů na finančních trzích, především s ohledem na identifikaci těchto faktorů, které podstatným způsobem jejich reálné jednání ovlivňují.

V souladu s obsahovým zaměřením nosných oborů rozvíjených na VŠFS se další tématický směr vědeckovýzkumné činnosti školy orientuje na problematiku úlohy a postavení malých a středních podniků v současné době. V tomto směru již jednotlivá pracoviště školy navázala poměrně úzkou spolupráci s dalšími vysokými školami v České republice a v tomto kalendářním roce došlo k navázání kontaktů a vytvoření prvních projektů spolupráce i se zahraničními partnery, především z Francie, Německa, Polska, Rakouska, a již delší dobu je velmi dobrá spolupráce v této oblasti se slovenskými institucemi. Stěžejními tematickými celky, na něž je zaměřena při řešení této problematiky pozornost, jsou především otázky konkurenceschopnosti našich malých a středních podniků, zejména s ohledem na změny v podnikatelském prostředí, k nimž došlo v důsledku členství České republiky v Evropské unii, ale také změny v oblasti v možnostech financování rozvoje malých a středních podniků. (V České republice dosud výrazně převládá, jako základní forma jejich financování, využívání klasických úvěrů, zejména v rámci stávajících „podpůrných“ programů.) V souladu s dlouhodobým záměrem rozvoje vědeckovýzkumné činnosti VŠFS a vznikem některých nových pracovišť bude v dohledné době problematika výzkumu malých a středních podniků rozšířena o analýzu jejich marketingových aktivit.

V souladu s dlouhodobým záměrem vzdělávací a vědeckovýzkumné činnosti, který zpracovalo Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy, ba lze říci dokonce s jistou anticipací hlavních myšlenek tohoto dokumentu, se některá pracoviště školy, především Katedra komunikace a managementu, ale také podstatná část pracovníků studijního střediska v Mostě, zaměřila na koncipování a realizaci výzkumu, který se týkal sociálních a ekonomických ukazatelů obyvatelstva žijícího ve vybraných obcích pánevního regionu severních Čech. Jak při přípravě, tak při realizaci tohoto výzkumu pracoviště školy velmi úzce spolupracovala jak s příslušnými orgány místní samosprávy, tak zejména s rozhodujícími podnikatelskými subjekty regionu (Mostecká uhelná společnost). Jedním z přínosných výsledků tohoto výzkumu je mimo jiné i studie „Monitoring ekonomických a vybraných sociálních faktorů udržitelného rozvoje“. Této problematice bude v rámci vědeckovýzkumného zaměření Vysoké školy finanční a správní věnována pozornost i nadále.

Jak vyplývá z názvu naší vysoké školy, není svým studijním a tím i vědeckovýzkumným programem zaměřena jen na problematiku financí, investování a finančních trhů. Kromě adjektiva „finanční“ má ve svém názvu i adjektivum „správní“. I v této oblasti vyvíjí naše škola řadu vědeckovýzkumných aktivit, směřujících jednak do oblasti studia vývoje veřejné správy v naší zemi a jednak k přípravě výzkumu „Úlohy statistických dat v rozhodovacích procesech veřejné správy, zejména územní samosprávy“. Významnou součástí výzkumných aktivit zaměřených na problematiku veřejné správy je i činnost Kabinetu regionalistiky, který působí na studijním středisku v Mostě. Na jeho půdě vznikl projekt na analýzu „vnitřních informačních a komunikačních toků“ v rámci orgánů a institucí veřejné správy. Podle základní koncepce vědy a výzkumu VŠFS by výzkumné aktivity v oblasti veřejné správy měly již v následujícím akademickém roce vyústit ve zpracování projektu „Srovnávací analýzy systémů moderní veřejné správy“, což je tematika nejen teoreticky nesmírně zajímavá, nýbrž vzhledem k probíhajícím procesům reformy veřejné správy (a to nejen v České republice) i „prakticky“ zhodnotitelná.

Vysoká škola finanční a správní však nezůstává nic dlužna ani obecnému poslání vysokých škol jako stimulačním pracovištím praktického zhodnocení výzkumných aktivit. V tomto směru věnují pracoviště školy výzkumnou pozornost i vybraným otázkám rozvoje znalostní ekonomiky, problematice úlohy inovací v rozvoji ekonomiky i úlohy aplikovaného výzkumu, včetně strukturálních změn, k nimž dochází v souvislosti s reálným prohlubováním integrace v rámci evropského vzdělávacího a výzkumného prostoru. V dubnu minulého roku předložila jednotlivá pracoviště školy své výsledky v tomto směru na mezinárodní konferenci zaměřené na problematiku znalostní společnosti a znalostní ekonomiky. V současné době navázala, při dalším řešení těchto otázek, úzkou spolupráci s dalšími vysokoškolskými pracovišti v České republice, která se touto tématikou zabývají, ale také s dalšími organizacemi a institucemi, včetně zahraničních.

V souvislosti s touto tématikou se podílela naše škola na řešení dvou tématických úkolů vypsaných Ministerstvem práce a sociálních věcí (z toho v jednom případě byla hlavním koordinátorem), které byly zaměřeny především na otázky optimálního rozvoje vzdělávací soustavy z hlediska aktuálních i perspektivních potřeb trhu práce.

Při realizaci všech těchto záměrů spolupracuje, jak jsem se již zmínil, naše vysoká škola s řadou jak domácích, tak i zahraničních partnerů a nejen vyhledává další, nýbrž je sama často vyhledávaným spoluřešitelem výzkumných úkolů jak ze strany českých, tak i zahraničních institucí.

Teoretická a metodologická východiska analýz systémů regulace a dozoru nad finančními trhy

Antonín Kubíček

Dovolte mi, abych úvodem svého vystoupení velmi krátce vzpomenul alespoň na dvě úvahy, které jsem si dovolil zařadit do svého příspěvku na konferenci o regulaci a dozoru konané v tomto sále před dvěma lety.

První, která se týkala historie českého kapitálového trhu a jeho regulace a dozoru, její malé znalosti a rychlého a možná i záměrného zapomínání, vyústila v závazek tuto historii popsat, analyzovat a zhodnotit, aby tak byl zachován těm, kteří o to budou mít zájem, její, pokud možno co nejvěrnější obraz. Tento závazek se nám podařilo splnit a v publikaci „Regulace a dozor nad

kapitálovými trhy“, kterou jsme zpracovali společně s doc. Pavlátem, je této problematice věnována odpovídající pozornost. V této souvislosti si však neodpustím povzdech nad relativně malou odezvou, kterou toto zpracování mezi odbornou veřejností vyvolalo. Nebo bylo až tak dobré a všeobecně přijaté?

Zároveň chci obrátit pozornost i na druhou úvahu, kterou jsem v mezititulku nazval „přeregulace“. V závěru jí věnovaného odstavce jsem pak apeloval na fakt, že: „základním, byť v dlouhodobém horizontu působícím trendem není růst regulace, ale právě její opak – deregulace“. Na tuto myšlenku bych chtěl - jako na jednu ze základních myšlenek - navázat ve svém dnešním zamyšlení.

Jak je možno odvodit z názvu mého vystoupení, podařilo se nám v závěru minulého roku získat od Grantové agentury ČR grant na řešení projektu z oblasti, která tvoří součást zájmu naší konference. Projekt s názvem „Teoretická a metodologická východiska analýz systémů regulace a dozoru nad finančními trhy“ jsme oficiálně začali řešit 1. 1. letošního roku a s dosaženými výsledky bychom Vás chtěli seznámit za dva roky, při příležitosti našeho dalšího konferenčního bienále věnovaného této problematice. Dnes tedy jen několik poznámek k výběru tématu a především výzva ke spolupráci a průběžné „supervizi“ všem, kteří se obdobou nebo blízkou problematikou též zabývají, tedy všem Vám, kteří jste přítomni v tomto sále.

Cílem našeho zkoumání je vymezit základní teoretická a metodologická východiska pro analýzy systémů regulace a dozoru nad finančním trhem, a to jak v obecné, tak i specifické (rozuměj české) národní úrovni, analyzovat základní souvislosti mezi stupněm rozvoje finančního trhu a odpovídajícím systémem regulace a dozoru zajišťujícím optimální a efektivní míru těchto činností při únosných nákladech, definovat kvalitativní a kvantitativní kritéria efektivního fungování systémů regulace a dozoru nad finančním trhem a pomocí těchto kritérií vymezit teoreticky optimální strukturu organizace těchto systémů. Uvědomujeme si přitom skutečnost, že komplexně pojatý teoretický výzkum těchto otázek je ve světě i u nás dosud v počátcích.

Teoretické zdůvodnění nezbytnosti regulace a dozoru nad finančním trhem je podloženo historickou zkušeností vývoje finančních trhů ve světě, i když ne všechny existující teoretické směry tuto nezbytnost v plném rozsahu akceptují. K obecně uznávaným současným teoretickým poznatkům patří – mimo jiné – poznatek, že v různých zemích a v různé době jsou podmínky a předpoklady pro úspěšnou regulaci a dozor nad finančním trhem odlišné. Tyto podmínky a předpoklady souvisejí se stupněm rozvoje finančního trhu. Byla formulována hypotéza, že stupeň rozvoje finančního trhu dané země předurčuje míru regulace a dozoru, její formy a metody a koneckonců i její efektivnost. Tato hypotéza nebyla dosud dostatečně ověřena. Relativně malé množství dosud realizovaných empirických výzkumů, které většinou použily historickou deskriptivní metodu, neumožňují definovat postulovaný vztah a faktory ovlivňující fungování systémů regulace a dozoru. Dosud chybí obecněji uznávaná definice systému regulace a dozoru (včetně blíže specifikovaného vztahu těchto činností), vymezení kritérií klasifikace systému regulace a dozoru, dosud nebyly uspokojivě definovány ani typy a formy regulace a dozoru.

Podle našeho názoru je základním důvodem uvedeného stavu jednak skutečnost, že počátky teoretických úvah o systémech regulace a dozoru nad finančními trhy je možno datovat až do posledního desetiletí předcházejícího milénia, a především to, že teoretická analýza těchto systémů není postavena na obecněji uznávaném metodologickém základě, který by svými kořeny zasahoval až do samotného obecně přijatého vymezení finančního trhu, komplexu jeho segmentů a jejich vzájemných vztahů. Jednotliví teoretici pak přistupují k této analýze často až z diametrálně odlišných pozic. To nás také vedlo k rozhodnutí pokusit se dané problémy řešit.

Mezi problémy, které si nesporně zasluhují zvýšenou pozornost, mj. patří otázka vhodné míry, úrovně či intenzity regulace a dozoru. Z teoretického hlediska zde musí jít především o metodologii a pak i metodiku tvorby odpovídajících kritérií umožňujících nalezení této úrovně, a to např. tak, že problém bude formulován jako optimalizační úloha podložená definicí výše zmíněných kritérií. V literatuře není dosud uvedený problém takto řešen, přestože se praxe trvale potýká s problémy nedostatečné regulace, resp. s existencí regulačně nepokrytých míst na straně jedné a s přeregulací, resp. s několikanásobnou regulací jednoho procesu či subjektu na straně druhé.

Největší pozornost vědeckých pracovníků byla dosud v této oblasti věnována otázce vymezení takové organizační podoby systémů regulace a dozoru, která by minimalizovala potenciální nevýhody existujících systémů a maximalizovala jejich potenciální výhody. V současné teorii převažuje názor, že úkolem vynucovat dodržování právních předpisů regulujících finanční trh má být pověřen specializovaný státní orgán (orgán státní správy) zřízený za tímto účelem – profesionální regulátor, který je také nadán pravomocí schvalovat prováděcí předpisy k účinným zákonným normám a spíše více než méně je spojen s výkonem dozoru. Jedním z důvodů, proč je existence takového orgánu považována za nezbytnou, je to, že účastnící finančního trhu (zejména jednotlivci a malé firmy jako majitelé úspor a/nebo investoři) nejsou schopni obhájit svá práva, a to zejména nedotknutelnost svých finančních prostředků, před soudními orgány. Ztráty úspor vkladatelů a/nebo investic individuálních i kolektivních investorů (mj. i penzijních fondů, jejichž význam pro existenci finančních trhů je zcela eminentní) mají negativní důsledky nejen v ekonomické, ale také v sociální a politické oblasti. Důvodem pro existenci tohoto orgánu je dále i to, že ochrana investorů, která by spočívala pouze v postihu trestných činů v oblasti spoření a investování na finančním trhu, není dostatečně efektivní. Z hlediska efektivní ochrany investorů je účelné zajistit průběžnou kontrolní činnost, dozor nad relativně široce vymezenými činnostmi uskutečňujícími se na finančním, potažmo kapitálovém trhu. Regulační a dozorová činnost musí mít jak represivní, tak preventivní povahu, musí mít v sobě jak statické, tak dynamické prvky, tuhost i flexibilitu, musí využívat aktivizující i tlumící postupy a její základní poslání musí být vždy spojeno s udržováním a prohlubováním vzájemné důvěry všech účastníků finančního trhu. V současné literatuře byl již tento přístup mnohokrát zmiňován, avšak dosud nebyl dostatečně komplexně analyzován z teoretického hlediska.

Kromě již zmíněných problémů a otázek je nutno konstatovat, že v literárních pramenech neexistuje shoda názorů ani na řadu dalších zásadních otázek. Shoda není např. ani v tom, jaký model regulace a dozoru je optimální, zda funkcionální nebo institucionální, a jednoznačná odpověď nebyla dosud zformulována na otázku, zda je účelné, aby existovala pouze jediná nebo více regulačních autorit. V různých zemích je tato otázka řešena různě, přičemž značný vliv na současný stav mají i zakořeněné tradice. Ani tuto otázku však nelze uspokojivě řešit, aniž by byla definována teoretická a metodologická hlediska aplikovatelná v této analýze. Totéž lze aplikovat i na velmi často pokládanou otázku, a to jaký prostor má být vymezen pro statutární regulaci a kolik prostoru má být ponecháno pro samosprávné regulující instituce a jakým způsobem a jakou rychlostí má probíhat delegace regulačních a dozorových pravomocí. Názory se rozcházejí i v otázce pravděpodobných trendů vývoje regulace a dozoru nad finančním trhem. Není zcela jasné ani to, do jaké míry lze modely regulace a dozoru, které byly dosud aplikovány v zemích s vyspělým finančním trhem použít, v zemích, kde tyto trhy teprve vznikají, tj. zda a jak použité modely modifikovat. I těmito otázkami se chceme v naší výzkumné práci zabývat, a to jak v obecné poloze, tak i v kontextu českého finančního trhu.

Regulace a dozor není obvykle ani s to obsáhnout všechny stránky dění na finančních trzích. Spolu s dimenzí regulace a dozoru existuje i dimenze etická. Vztahy mezi těmito dimenzemi nejsou dosud podrobněji prozkoumány, natož analyzovány, a v dostupné literatuře dosud ani

nebyl učiněn pokus vymezit teoretická a metodologická východiska pro tuto analýzu, přestože i tato otázka má značný význam, a to nejenom teoretický. Formulování těchto východisek může podle našeho názoru přispět k objektivizaci rozhodovacích procesů týkajících se volby systémů regulace a dozoru.

Za jednu z nejsložitějších otázek, na kterou se chceme pokusit nalézt alespoň částečnou odpověď (dělat si větší ambice by mohlo být považováno za přílišné přehnané), je otázka dostatečně průkazného, teoreticky obhajitelného a metodologicky správného vymezení kategorie „efektivnost regulace a dozoru". Jsme si plně vědomi toho, že bez obecněji přijatelného vymezení této kategorie, a to včetně stanovení kvalitativně nezpochybnitelných a kvantitativně vyčíslitelných kritérií, bude většina úvah a rozhodnutí, které se jí zaštiťují, pouhým klišé, které věci spíše škodí, než prospívá.

Závěrem mi dovolte seznámit Vás s deklarovaným cílem navrženého a schváleného grantového projektu, který je definován ve dvou rovinách, a to v oblasti teorie a v oblasti praxe.

Cílem výzkumu v oblasti teorie je:
1. vymezit základní teoretická a metodologická východiska pro analýzy systémů regulace a dozoru nad finančním trhem;
2. analyzovat základní souvislosti mezi stupněm rozvoje finančního trhu a odpovídajícím systémem regulace a dozoru zajišťujícím optimální a efektivní míru těchto činností při únosných nákladech;
3. definovat kvalitativní a kvantitativní kritéria efektivního fungování systémů regulace a dozoru nad finančním trhem a pomocí těchto kritérií vymezit teoreticky optimální strukturu organizace těchto systémů.

Cílem výzkumu pro oblast praxe je umožnit objektivizaci rozhodovacích procesů v oblasti systémů regulace a dozoru, jejímž podkladem bude vymezení kritérií efektivnosti regulace a dozoru a kritérií týkajících se organizační struktury regulace a dozoru.

Doba výzkumu je stanovena na dva roky a předpokládané výstupy zahrnují dvě dílčí a závěrečnou výzkumnou zprávu, uspořádání vědecké konference k výsledkům vědeckého úkolu a publikování monografie obsahující hlavní výsledky výzkumu.

Transakční dálnice na finančních trzích a regulace provozu na nich

Radim Valenčík, Rafik Bedretdinov

Prolog

Kdysi dávno stavěl osvícený panovník královské obchodní stezky a budoval královské hrady k jejich ochraně. Podporoval tím působení tržního mechanismu tím, že redukoval transakční náklady, tj. náklady na uskutečnění směny. Obchodníci měli usnadněnou cestu a nemuseli s sebou mít tak početnou ozbrojenou družinu. Mohly se tak uskutečnit akty směny, které by se bez toho nevyplatily. Současně tím byl mohutně podpořen ekonomický rozvoj.
Později se budovaly dopravní sítě železniční, silniční, dálniční. Vždy šlo o podporu směny formou redukce transakčních nákladů.
Z tohoto krátkého ohlédnutí mj. vyplývá, že když hovoříme o vztahu státu a trhu, měli bychom mít na vědomí, že v realitě vždy působí určitý konkrétní tržní mechanismus, který je výsledkem spolupůsobení státu a trhu. Redukce transakčních nákladů formou technického, správního a

legislativního zabezpečení směny je jedním z nejvýznamnějších směrů kultivace, zdokonalování a vývoje reálného tržního mechanismu, při kterém hraje významnou roli stát.

Vývoj tržního mechanismu dnes

Obecně platí, že se vývoj ve většině oblastí zrychluje. Platí to i pro vývoj tržního mechanismu. Nejdynamičtějším segmentem vývoje tržního mechanismu jsou finanční trhy. Dochází zde:
- ke vzniku a zdokonalování nových produktů a derivátů,
- interakci globálních a lokálních finančních trhů,
- interakci soukromého a veřejného investování a pojištění,
- zdokonalování správního a legislativního rámce,
- zdokonalování technické infrastruktury finančních trhů,
- vstupu finančních trhů (formou poskytování půjček, pojištění apod.) do těch sfér společenského života, kde dříve nepůsobily,
- atd., atd.

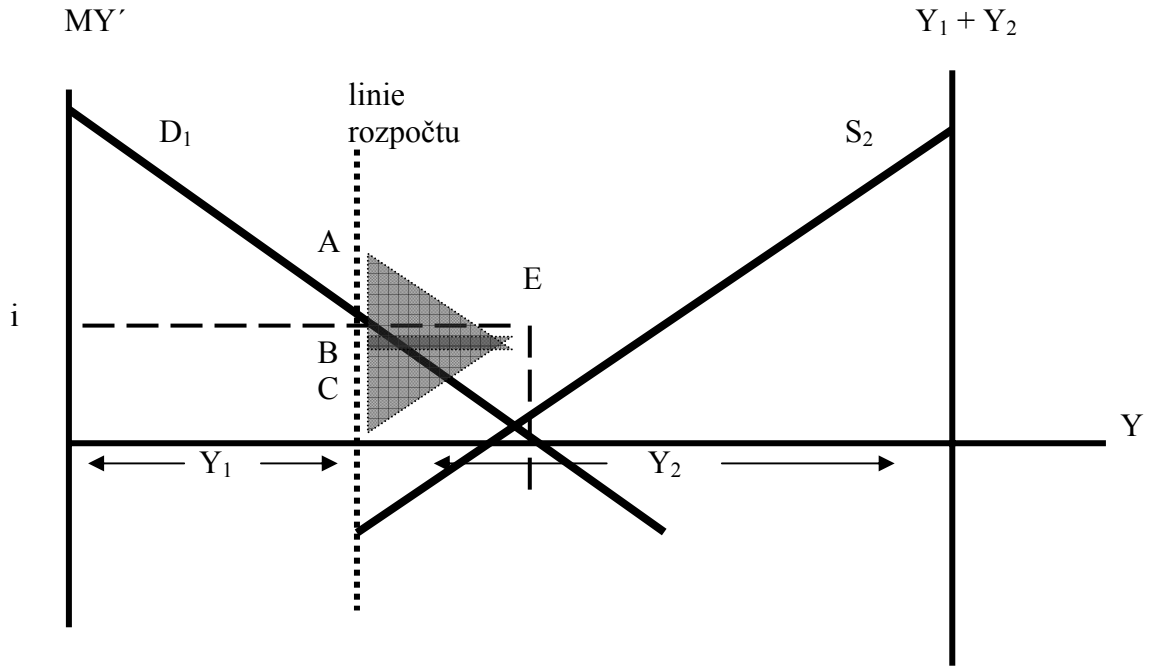
Redukce transakčních nákladů na uskutečnění směny je i dnes jedním z hlavních tahů vývoje finančních trhů. I dnes je jednou z hlavních podmínek uskutečnění těch aktů směny (a dosažení těch paretovských zlepšení), které by jinak neproběhly (a k nimž by bez toho nedošlo).

Paretovská zlepšení „viděna na vlastní oči"

Podívejme se nyní, jak to vypadá na jedné ze součástí finančních trhů, na kapitálovém trhu. Zde proti sobě - přitom v opačném gardu - stojí:
- nabídka a poptávka investičních prostředků (věřitel nabízí vlastní investiční prostředky a dlužník poptává cizí investiční prostředky),
- poptávka a nabídka investičních příležitostí (věřitel poptává cizí investiční příležitosti a dlužník nabízí vlastní investiční příležitosti).

Každý je vlastníkem investičních prostředků i investičních příležitostí. Co rozhoduje o tom, kdo bude věřitelem a kdo dlužníkem?[40] K tomu viz následující graf poptávky a nabídky investičních prostředků a investičních příležitostí:

[40] I. Fisher (Theory of Interest, New York 1954) do konceptu všeobecné ekonomické rovnováhy zahrnul pojem „investiční příležitosti", které dle něj mají podobu objevů a vynálezů, jsou tím, co určuje úrokovou míru, tj. že úroková míra je odvozena od jejich „intenzity". Pojem investiční příležitost je nesmírně důležitý.



kde je:
Y - současný příjem,
MY´- budoucí příjem vyjádřený v mezních veličinách,
Y_1 - rozpočtové omezení prvního subjektu,
Y_2 - rozpočtové omezení druhého subjektu,
D_1 - mezní výnos z realizace vlastních investičních příležitostí prvního subjektu = poptávka po cizích investičních příležitostech (do linie rozpočtu) = poptávka po cizích investičních prostředcích (od linie rozpočtu),
S_2 - mezní výnos z realizace vlastních investičních příležitostí druhého subjektu = nabídka vlastních investičních prostředků (do linie rozpočtu) = nabídka vlastních investičních příležitostí (od linie rozpočtu),
i - míra výnosu z vlastních investičních prostředků poskytnutých k realizaci cizích investičních příležitostí (úroková míra),
trojúhelník ABE paretovské zlepšení prvního subjektu,
trojúhelník BCE paretovské zlepšení druhého subjektu.

Předností výše prezentovaného grafického vyjádření je, že umožňuje vidět paretovská zlepšení vznikající prostřednictvím fungování kapitálového trhu doslova „na vlastní oči".[41] Příslušné subjekty lze přitom interpretovat nejrůznějším způsobem - např. jako firmy a domácnosti, jako věkově nižší a vyšší kategorie, příjmově slabší a příjmově silnější vrstvy obyvatelstva atd.
Jedním z důležitých závěrů skutečnosti, která je koncentrovaně vyjádřena výše uvedeným grafem, je, že v podmínkách dostatečně fungujícího kapitálového trhu by nedocházelo k fenoménu „bohatnutí bohatých a chudnutí chudých", tj. že k majetkové divergenci nedochází v důsledku působení trhu (přesněji tržního mechanismu), ale naopak, v důsledku nevyvinutosti tržního mechanismu.[42]

---

[41] Prezentované grafické vyjádření je původní. Je součástí uceleného vyjádření problematiky využívání investičních příležitostí prostřednictvím kapitálového trhu. Podrobněji viz např.:
Valenčík, R. Rozšířený koncept všeobecné ekonomické efektivnosti. In: Politická ekonomie 1/2004.
Valenčík, R. Lidský kapitál a kapitálový trh, Praha, nakl. Ivo Ulrych, 2001, ISBN 80-86579-00-X.
[42] Řada významných ekonomů považuje trh za příčinu majetkové divergence. U nás je to např. M. Potůček, který s odkazem na přední ekonomy říká: *„Ideální model tržní ekonomiky je modelem rovnovážným: v jednoduchém světě*

Investiční příležitosti

Kritériem vývoje finančních trhů je to, jak plně umožňuje využít investiční příležitosti příslušného ekonomického systému. Nositelem investičních příležitostí jsou vždy lidé. Nic jiného není schopno investiční příležitost rozpoznat, vytvořit, převést do podoby, kdy se stává využitelnou.

Investičními příležitostmi různého typu disponují firmy, regiony, domácnosti. Vždy však musí být někdo, kdo je schopen k jejich realizaci získat prostředky a s využitím těchto prostředků je realizovat. K tomu musí nabídnout investiční příležitost v podobě zpracovaného projektu, koncepce, záměru apod.

Samotná schopnost člověka rozpoznat investiční příležitosti a převést je do podoby projektu je výsledkem využití investičních příležitostí spojených s rozvojem jeho osobnosti. Čím větší je inovační dynamika a čím více umožňuje ekonomický systém využívat investiční příležitosti, tím více roste i význam schopnosti lidí disponovat investičními příležitostmi a účastnit se jejich realizace.

Z tohoto hlediska můžeme investiční příležitosti rozlišit následujícím způsobem:

- primární - schopnosti, které má člověk od narození,
- sekundární - spojené s rozvojem schopností člověka, využíváním jedněch vznikají další,
- terciární - schopnost iniciovat a realizovat inovační projekty.

V současné době se nejdynamičtěji vyvíjí oblast vytváření předpokladů pro využívání sekundárních investičních příležitostí. Souvisí to zejména s hledáním nejvhodnějších způsobů financování investic do terciárního a celoživotního vzdělání.

Stojí za to si uvědomit, že oblast sekundárních investičních příležitostí se vyznačuje následujícím - na jedné straně jsou v rámci ní využívány investiční příležitosti spojené s rozvojem schopností člověka, na druhé straně (a současně) jsou tím vytvářeny i nové investiční příležitosti. Jde současně jak o využívání, tak i o tvorbu investičních příležitostí. Právě v této oblasti se rozhoduje o tom, jakými investičními příležitostmi disponuje celý ekonomický systém. Není proto divu, že v současné ekonomické literatuře je věnována mimořádná pozornost problematice financování investic v oblasti terciárního vzdělání s využitím role kapitálového trhu.[43]

---

trhu s dokonalým konkurenčním prostředím vznikají takové ceny, které distribuují vstupy firem a statky prodávané jednotlivcům tak, že nikdo nemůže najít jinou takovou kombinaci vstupů a výstupů, která by zvýšila užitek alespoň jednoho z účastníků tržní směny, aniž by zároveň nesnížila užitek někoho jiného. Tím je maximalizována suma dosažitelného bohatství společnosti - a zároveň nalezeny takové ceny vstupů a výstupů produkce a spotřeby, že nabídka všech statků je rovna poptávce po nich. Taková distribuce se v ekonomii označuje jako distribuce efektivní v Paretově smyslu. - Tato distribuce je však neutrální ve vztahu k rozdělení bohatství mezi jednotlivé účastníky směny - jinými slovy řečeno, neříká nic o tom, jak je celkové bohatství rozděleno mezi příslušníky dané společnosti. Pokud by totiž byl dán trhu volný průchod, pak by cirkulární a kumulativní procesy zprostředkované opakovanou nabídkou a poptávkou způsobily, že by se ti, kteří již disponují s velkými zdroji, stávali ještě bohatšími a chudí by přicházeli i o to málo, s čím na trh vstupovali (Myrdal, G.: Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations, Harmondswort, Pelican Books 1968). (Tato vlastnost volného trhu se označuje také jako centrifugální efekt trhu: bohaté tlačí do středu, zatímco chudí jsou vytlačováni na okraj.) Barry (Barry, N.: Understanding the Market, In: Loney, M. (ed.): The State or the Market, London, Sage 1987) uvádí, že k dalším systémovým důsledkům dlouhodobého působení trhu nekorigovaného jinými regulátory patří nezaměstnanost a nadspotřeba." (Podtrženo námi.)

(Potůček. M.: Nejen trh, Praha, Slon 1997, s. *23-24.)*

Viz též např. Stiglitz, J.: Ekonomie veřejného sektoru, Grada Publishing, Praha, 1997, s.123-124.

[43] Z posledních významných prací ve světě lze uvést zejména práce:

Barr, N.: Higher Education Funding. In: Oxford Review of Economic Policy, 2/2004, s. 264-283.

Lleras, M., P.: Investing in Human Capital, Cambridge University Press, 2004.

První průkopnickou práci v uvedeném směru podnikl (kdo jiný než) M. Friedman již v roce 1955 (The Role of Goverment in Education, in Economics and the Public Interest, New Brunswick, NJ, Rutgers University Press, s. 123-144.

U nás viz zejména:

Matějů, P. a kol.: Proč tak těžko...? Praha, ISEA 2003.

S určitým zjednodušením lze říci, že jde o přechod od plně veřejného redistribučního systému financování využití sekundárních investičních příležitostí k systému napojenému na využití kapitálového trhu.
Veřejný redistribuční systém lze charakterizovat takto:
- Každý platí (v rámci daňového systému) bez ohledu, zda vzdělání dostal či nikoli.
- Každý platí bez ohledu na to, jak kvalitní vzdělávací služby mu byly poskytnuty.
- Poskytovatel vzdělávacích služeb dostává prostředky od těch, co platí prostřednictvím daňového systému, bez ohledu na to, jak kvalitní služby poskytl.

(Tento systém bývá nazýván „bezplatným" a je některými dokonce vydáván za vymoženost.)
Systém, který umožní plněji využívat sekundární investiční příležitosti, lze charakterizovat takto:
- Každý platí až z toho, co mu vzdělání vynese.
- Každý platí podle toho, kolik mu vzdělání vynese.
- Každý platí přímo tomu, kdo mu vzdělávací služby poskytl.

(Nazvěme jej systémem zainteresovaného vysokého školství; na tomto principu je založen jak australský systém HECS, tak americký MyRichUncle, který je nabízen již jako plně komerční produkt na kapitálovém trhu v USA.[44])
Systém zainteresovaného vysokého školství je založen na přenesené ceně[45], přičemž:
- Vyvolává tlak na kvalitu poskytovaných vzdělávacích služeb.
- Zajišťuje dostatečnou informovanost o kvalitě vzdělávacích služeb.
- Umožňuje dosáhnout dynamického profesního vzestupu a příjmového růstu absolventů.
- Zajišťuje dlouhodobou uplatnitelnost absolventů na profesních trzích.
- Umožňuje vytváření absolventských sítí.
- Nevytváří majetkovou bariéru přístupu ke vzdělání.
- Odstraňuje již existující bariéry majetkové, protekční apod.
- Generuje veřejně přístupné informace o tom, jak se uplatňují absolventi jednotlivých vysokých škol, fakult, oborů.
- Vytváří konkurenční prostředí mezi vysokými školami.

Jak se ukazuje při zavádění těchto systémů využívání sekundárních investičních příležitostí, jednou z nejvýznamnějších podmínek jejich úspěšnosti je zabezpečení zpětných finančních toků od absolventů vysokoškolského studia k těm, co jim poskytli investiční prostředky na využití investičních příležitostí. Tím se dostáváme k otázce role transakčních dálnic na finančních trzích.

Matějů, P. a kol.: Kdo brání reformě vysokého školství a proč? In: Vyšší vzdělání jen pro elitu? Praha, ISEA 2003.

[44] www.hecs.gov.au; www.myrichuncle.cz.

[45] Přenesená cena znamená, že za příslušný statek (např. vzdělávací službu) se platí tím, co spotřeba statku vynese. Tento způsob splácení plní několik funkcí současně:
- Je to funkce investiční (úvěrová): Každý má přístup ke vzdělání nezávisle na tom, zda má či nemá prostředky na úhradu studia.
- Je to funkce solidární-pojišťovací: Úspěšnější absolventi zaplatí více než méně úspěšní (neúspěšní neplatí nic). Jedná se o určitou solidaritu méně a více úspěšných (neúspěšných) absolventů, o způsob jejich ochrany před rizikem i o rozptýlení rizika, které nese poskytovatel vzdělávacího servisu.
- Je to funkce ceny (resp. přenesené ceny): Vzdělávací zařízení je motivováno k co nejlepší kvalitě vzdělávacího servisu z hlediska uplatnění absolventa na profesních trzích a získává finanční prostředky podle toho, jak se jeho absolventi uplatňují na profesních trzích. Tj. tato „přenesená cena“ plní funkci ceny v oblasti zabezpečení alokační efektivnosti prostředků (a plní ji podstatně lépe, než by byla „skutečná cena“ v podobě předem předepsaného školného). Kromě motivační a alokační funkce plní ještě informační funkci. Splácení závazků může probíhat prostřednictvím centrálního evidenčního systému, který pro všechny účastníky systému (vysoké školy, uchazeče o studiu, firmy i finanční instituce) poskytuje v anonymní a vhodně agregované podobě informace o tom, jakou příjmovou perspektivu má vzdělání na té či oné vysoké škole v tom či onom oboru. (Podrobněji viz Valenčík, R.: Ekonomie produktivní spotřeby, VŠFS, Praha 2004.)

Od školného k transakčním dálnicím na finančních trzích

V již zmíněné práci M. P. Lleras[46] považuje fungování toho, co lze nazvat „transakční dálnice na finančních trzích", za zcela zásadní při rozšíření působnosti finančních trhů na oblast financování investic zaměřených na využití sekundárních investičních příležitostí, tj. toho, co se nazývá Human Capital Contracts (HCC). K tomu nejdříve vyhodnocuje zkušenost stávajících systémů:

- K yaleskému experimentu (v USA od roku 1971):

„... příklad Yale ukazuje, že univerzita není tou institucí, která dokáže efektivně vymáhat a vybírat od studentů splátky. To by mělo být přenecháno jiné instituci." (S. 130.)

- K australskému systému (který byl zaveden v roce 1989 a je považován za nejúspěšnější):

„Na úspěšnosti celého systému má významný podíl zapojení agentury vybírající daně (tax agency, finanční úřad). Výsledky australského systému ukazují, že systém odložených splátek je spolu se státní agenturou přijatelný. Jde totiž o téměř bezbolestnou reformu financování VŠ, která může být implementována bez jakéhokoli počátečního šoku." (S. 139.)

- K chilskému systému (od roku 1994):

„Chilský systém není obecně považován za příliš úspěšný. Podíl splacených půjček je v porovnání s ostatními zeměmi nízký a prostředky, kterými školy disponují, jsou z hlediska poptávky po studiu nedostatečné. Chile je dalším důkazem toho, že univerzity nedokáží efektivně vybírat splátky od absolventů." (S. 141.)

- Příklad Ghany (od roku 1989):

„Ghana zavedla IC (půjčky splácené podílem z příjmu - pozn. R. V.) program v roce 1989, aby tak pomohla studentům krýt náklady na ubytování a stravu. Ghanský systém charakterizují dvě zajímavosti. Za prvé, půjčky jsou spláceny prostřednictvím systému sociálního pojištění a za druhé, splátky neznamenají další daň, ale odklad plateb na soukromý účet sociálního zabezpečení. Tento způsob výběru může být inspirací pro rozvojové země, jejichž systém výběru daní není příliš efektivní." (S. 141.)

Poté shrnuje zkušenosti:

„Závěrem lze shrnout zkušenosti takto. Zkušenosti Yale a Chile poukazují na neschopnost univerzit efektivně vybírat splátky půjček. Austrálie a Ghana ukazují, jak výhodné je zapojit do výběru splátek státní instituce.

Vláda může napomoci rozvoji HCC vytvoření takového právního rámce, který by výrazně snižoval nejistotu spojenou s vymahatelností smluv a vybíráním splátek. Jednou z cest je zapojení příslušných státních institucí vybírajících daně do systému HCC. Ačkoli tak budou závazky vymáhány veřejně, prostředky budou přicházet od soukromých zdrojů. Říkejme takovýmto smlouvám „institucionální HCC (IHCC)".

Základními vlastnostmi takového systému by tedy bylo 1) studenti financují svá studia z půjček, které později splácejí procentem z příjmu, 2) soukromý kapitál je investován do studentů s tím, že parametry kontraktů jsou dány trhem a 3) finanční úřady jsou pověřeny výběrem splátek...

Existují ale nejméně tři bariéry, které zabraňují snadné implementaci systému HCC. Za prvé, vůle/zájem vlády efektivně vybírat splátky může být pro investory nedostatečná. Za druhé, je rizikem využít vládu k vybírání jiných poplatků než daní a za třetí, infrastruktura vytvořená pro výběr daní nemusí být pro výběr splátek vyhovující.

Nejdůležitějším faktorem je důvěra investorů ve vládu v kontextu zájmu efektivně vybírat splátky půjček. Investoři mohou například požadovat zajištění v případě, že se vláda rozhodne vybírat místo 10 % pouze 8 % z příjmů absolventů. V nejhorším případě se investoři mohou obávat toho, že vláda přestane vybírat splátky úplně. Fondy se zájmem uzavírat se studenty smlouvy typu HCC budou vznikat pouze za předpokladu, že bude toto riziko odstraněno.

Někteří ekonomové poukazují na problematičnost využití finančních úřadů v zemích, kde se nedaří řádně vybírat daně nebo kde mají lidé obvykle více příjmů zároveň. Je samozřejmé, že

[46] Lleras, M., P.: Investing in Human Capital, Cambridge University Press, 2004.

jakmile není investor schopen vysledovat příjmy absolventa, celý systém se zhroutí. I když ale v zemi neexistuje instituce schopná sledovat příjmy občanů a efektivně tak vybírat daně, systém HCC může pro některé studenty fungovat. Příkladem mohou být státní zaměstnanci." (S. 144-147.)

Výše prezentovaná analýza zcela jednoznačně ukazuje, jaký význam při rozšiřování oblasti působení finančních trhů má využití těch cest splácení, které původně sloužily výlučně státu (k výběru daní z příjmu fyzických osob či odvodů do sociálního systému). Využití těchto transakčních dálnic zejména v oblasti financování sekundárních investičních příležitostí (o což v nejbližších desetiletích půjde, a to nejen v oblasti financování vzdělání) bude jednou z nejdůležitějších oblastí vývoje finančních trhů.

Za zmínku stojí, že Zákon o změně ve financování studia na vysoké škole (projednávaný Poslaneckou sněmovnou ČR v únoru 2002), jehož hlavním navrhovatelem byl P. Matějů, předpokládal splácení půjček na studium založených na systému HCC právě s využitím výše uvedených transakčních kanálů.

Transakční dálnice a regulace provozu na nich

Použití mechanismu přenesené ceny předpokládá využití transakčních dálnic. Ty vznikají na základě potřeby vybírat daně z příjmu fyzických osob (příp. na základě financování systémů veřejného penzijního či zdravotního pojištění). Využití jich pro převod soukromých prostředků v souvislosti s tím, co lze nazvat „investováním do člověka", byla již v některých zemích ověřena.

Lze předpokládat, že jejich význam bude mnohem širší, než se to může jevit dnes. Významnou roli mohou sehrát při radikálním snížení transakčních nákladů vznikajících při splácení půjček domácnostem, resp. spotřebitelských úvěrů. Zde ovšem bude stát nucen regulovat provoz na těchto transakčních dálnicích a příp. i vybírat poplatky, z nichž může hradit část výdajů těm, co se na správě těchto transakčních dálnic podílejí (včetně např. zaměstnavatelů, kteří provádějí srážku ze mzdy a její odvod ve prospěch příslušného subjektu).

Někdy se argumentuje tím, že dnes stát neumí dostatečně vybírat daně a tudíž uvažovat o využití systému výběru daní k transakcím, do nichž by byly zapojeny soukromé subjekty, nepřipadá v úvahu. Právě naopak. Vstup soukromých subjektů na transakční dálnice může či spíše nutně významně přispěje ke zvýšení efektivnosti výběru daní.[47]

Jednou z forem regulace provozu na transakčních dálnicích bude nepochybně licencování účetního software, tak aby mohlo dojít ke křížové kontrole odvodů z příjmové báze zaměstnance či osoby samostatně výdělečně činné ve prospěch různých subjektů.

Brzy patrně vyvstane i otázka možností a předpokladů mezinárodního propojení transakčních dálnic na finančních trzích.

Otázky, na které stojí zato dát odpověď

V souvislosti s výše řečeným se nabízí řada otázek:

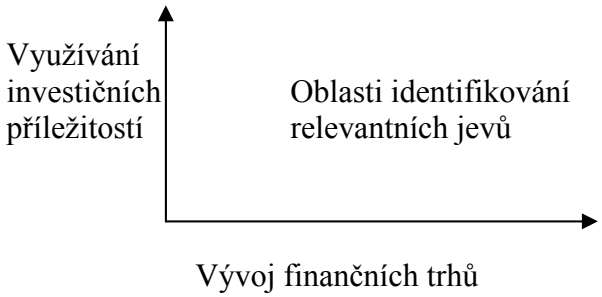
1. Ve kterých zemích a jak působí transakční systémy založené na odvodu prostředků z příjmu, jejichž základem jsou daňové systémy, ve prospěch soukromých subjektů?
2. Jak se liší jednotlivé daňové systémy z hlediska jejich využitelnosti coby základu transakční dálnice?
3. K jakým platbám by mohly být transakční dálnice využity?

[47] Všem subjektům musí být odváděny prostředky ze stejného výchozího základu. Vysoké školy (v případě splácení ceny vzdělání formou odvodu z budoucího příjmu) či banky (v případě splácení půjček domácnostem) mohou přispět ke křížové kontrole dodržení pravidel odvodu a mohou tím podstatně přispět k tomu, aby lépe fungoval i výběr daní pro veřejné účely. Tomu, kdo si to nedokáže představit, lze uvést ještě jeden názorný příklad. Tím je napojení na systém placení výživného. Kdo lépe než zhrzená milenka, která se současně stala matkou samoživitelkou, může svého bývalého s větší zainteresovaností kontrolovat, zda řádně odvádí příslušný příspěvek?

4. O jaké prvky může být doplněn daňový systém, aby fungoval jako transakční dálnice na finančních trzích?
5. Komu a za jakých podmínek umožnit vstup na tyto transakční dálnice (tj. jak regulovat provoz na nich)?

Místo závěru

VŠFS připravuje výzkumný záměr a dlouhodobou koncepci své vědeckovýzkumné činnosti. Pracovně se uvažuje o názvu Dynamika finančních trhů a využívání investičních příležitostí. S určitým zjednodušením lze její obsah vystihnout následujícím způsobem:
- vývojové trendy finančních trhů z hlediska jejich struktury, prvků a předpokladů realizace vývojových trendů;
- struktura investičních příležitostí uspořádaných podle několika kritérií.



Problematika transakčních dálnic na finančních trzích a regulace jejich provozu je typickým příkladem toho, jak správně zvolený výzkumný záměr umožňuje spatřit význam toho, čemu doposud nebyla doposud věnována dostatečná pozornost. Jedná se o téma, které bude velmi brzy velmi aktuální.
Dobře strukturovaná koncepce vědeckovýzkumné činnosti pak umožňuje ještě něco. Totiž zapojit do řešení konkrétních a původních témat (jako je mj. i výše prezentované) studenty, kteří tak mají možnost „být přitom“, být u toho, když se dělá původní a pro praxi přínosný výzkum.

Sociologie peněz
(k povaze, výsledkům a programu semináře vedeného doc. RNDr Františkem Zichem, DrSc. na VŠFS)

Vladimír Čechák, František Charvát, František Zich

Problematika peněz a trhů patří k fundaci moderního ekonomického myšlení. Standardně jsou peníze svazovány s univerzálním prostředkem směny, nástrojem k uchování nominálních hodnot a živlem účetnictví. Trhy pak s kategoriemi nabídky a poptávky, jež jsou operacionálně monotonními funkcemi vyjadřujícími funkční závislost množství nabízeného a poptávaného zboží a proměnných cen. Takto „na kost“ zjednodušené paradigma východisek moderního ekonomického poznání naznačuje cosi, co bychom nazvali pracovně jakýmsi standardním chápáním funkcí a podstaty peněz na jedné straně, na druhé straně pak jakýmsi křivkově heuristickým chápáním trhu. Tato užitá metaforická přirovnání nemohou v žádném případě oslabit reálnou kognitivní potenci tradičního ekonomického poznání: spíše naznačují určitý cílený výběr při jejich koncipování tak, aby spojoval přijatelné zjednodušení s dostatečně účinnými možnostmi dalších navazujících úvah. Stranou přitom pochopitelně zůstávají bohatě strukturované sociální funkce peněz, sociologické a sociálně psychologické komponenty složitých procesů nabídky a poptávky. Tato fakta, kterými chceme uvést náš příspěvek na této

konferenci, spolu s celou řadou dalších stojí v záhlaví kognitivních snah, jejichž pěstování začalo na VŠFS zhruba přede dvěma roky a jež je pracovně nazýváno jako sociologie peněz. Tento příspěvek je de facto prvým sdělením o probíhajících výzkumných aktivitách na půdě VŠFS a soustředí se pouze k vybraným východiskům a některým poznatkům, které spadají do sociologie peněz.

Jakousi výzkumnou preambuli našich úvah tvoří přesvědčení, že peníze jsou historicky daný sociální konstrukt, jehož arbitrární existence je ultimativně vázaná na dostatečný dynamický stupeň lidské důvěry. Ostatně každá monetizovaná entita je koneckonců sociální konstrukt, což však reálná historie vývoje peněz dosud náležitě neformulovala. Studium monetizací jako sociálních procesů by se mělo stát koncepčním skeletem výzkumných snah pěstovaných v rámci dějin peněz. Sociologie peněz pracuje i s ekonomickými standardy jejich chápání a plně respektuje i poptávkově-nabídkovou koncepci trhu. Zboží v širokém smyslu však podřazuje penězům v tom smyslu, že každá poptávka po zboží je přirozeně nabídkou peněz a každá nabídka zboží je přirozeně poptávkou po penězích. Zdůrazněme, že v tomto případě kategorie nabídky peněz a poptávky po penězích jsou co do své podstaty značně odlišné od jejich tradičního makroekonomického chápání. Nákup a prodej zboží je v tomto vidění nahrazen jediným pojmem peněžního transferu. Namísto prodávajícího a kupujícího soustředíme svou pozornost na plátce a příjemce peněžního transferu. Namísto protisměrného dvojpohybu peněz a zboží, které jsou spjaty ekonomickou sponou ceny, studujeme pouze jednosměrný proces peněžního transferu a jeho množství. Oproti klasickému pojetí křivkově heuristického trhu se spokojíme s interpretací trhu jako soustavy určitých peněžních transferů.

Z peněžního hlediska lze společenský vývoj chápat jako strukturovanou soustavu peněžních transferů, která je de facto invariantní vůči obsahu a charakteru tržně obchodovaných užitných hodnot. Skutečnost, že peníze jsou obsahem peněžních transferů, je pro sociologii peněz (a trhů) ústřední: dokumentuje šíři sociologického chápaní peněz, které je evidentně rozsáhlejší než její standardní varianta. Tvary a účely peněžních transferů nelze omezit na nákupy a prodeje zboží, spoření a účetní evidence, stejně jako nabídku a poptávku po penězích. Soustavu peněžních transferů lze zásadně členit do tří skupin: tzv. plátcovský peněžní transfer, kdy množství transferovaných peněz zcela určuje plátce, dále tzv. příjemcovský peněžní transfer, kdy množství transferovaných peněz určuje zcela příjemce. Ostatní peněžní transfery prozatím nazveme jako transfery tzv. tržního typu.

Implicitně proklamovanou kvalitou standardních ekonomických úvah je do značné míry předpokládaná homogenita sociálních subjektů. Fakticky celá řada agregátních pojmů má tuto kvalitu, jako např. kategorie poptávky po zboží, o níž pouze předpokládáme – a to na základě spíše empirickém –, že je klesající funkcí možné ceny.

Sociologický pohled vychází programově ze studia sociálních subjektů a z něho se snaží odvozovat i deduktivní formou poznatky platné pro širší sociální skupiny či společnost jako celek. Fundamentálním východiskem sociologie peněz při zkoumání tzv. peněžního chování sociálních subjektů je skutečnost, že každý sociální subjekt chce přijímat peněz co nejvíce a vydávat co nejméně. Lépe je operacionalizovat tento jakýsi axiom diferenciace peněžního chování sociálních subjektů následovně: je-li plátce ochoten akceptovat peněžní transfer určité výše, pak je ochoten akceptovat každý peněžní transfer nižší než množství původního transferu, je-li příjemce ochoten akceptovat peněžní transfer určité výše, pak je ochoten akceptovat každý peněžní transfer vyšší než množství původního transferu. Je zajímavé, že empirické zkoumání tohoto diferenciačního axiomu potvrzuje jeho platnost, nikoliv však absolutně (existují, a v poslední době s rostoucím výskytem i takové sociální subjekty, které jako plátci odmítají

peněžní transfery s příliš malým množstvím transferovaných peněz, stejně jako sociální subjekty, které jako příjemci odmítají peněžní transfery s příliš velkým množstvím transferovaných peněz). I když se v současnosti podle našich zkoumání potvrzuje platnost axiomu u 95 % sociálních subjektů, je oněch pět zbývajících procent určitou indikací nestandardního peněžního chování se zřejmě zajímavou a nelineární perspektivou. Výše zmíněný axiom peněžního chování sociálních subjektů nazýváme sebezáchovným.

Dalším axiomem peněžního chování sociálních subjektů je tzv. konkurenční axiom, který můžeme charakterizovat následovně: jsou-li dva možné peněžní transfery s jediným plátcem a dvěma různými příjemci, a jeden z těchto transferů se musí uskutečnit, pak je to ten, jehož příjemce požaduje méně transferovaných peněz, jsou-li dva možné peněžní transfery s jediným příjemcem a dvěma různými plátci, a jeden z těchto transferů se musí uskutečnit, pak je to ten, jehož plátce nabízí více transferovaných peněz.

Podobně jako prvý axiom diferenciace peněžního chování sociálních subjektů, ani tento druhý neplatí bez výhrad: jeho singulární neplatnosti mají povýtce sociální etiologii, což však v žádném případě neznamená jakousi sociologickou derogaci výše uvedených praaxiomů, které ve své extenzi korespondují s tradiční kognitivní infrastrukturou trhu a jeho neviditelnou rukou. Aktivní jádro sociologie peněz, které tvoří analýza peněžního chování veškerých sociálních subjektů, a především pak behaviorálních diferencí, se zásadně opírá o výše uvedené axiomy, které se mohou zdát samy o sobě jako triviální. To však zdaleka neplatí o poznatcích z těchto axiomů a z jejich platnostních distribucí odvozených, jak si můžeme ukázat v následujících ilustracích.

Zatímco ekonomický monetarismus zdůrazňuje celková kvanta tzv. peněžních makroagregátů, sociologický monetarismus v našem pojetí si všímá zejména distribucí těchto makroagregátů podle jednotlivých sociálních subjektů. Není nesnadné si představit, že totéž makroagregátní množství peněz vykazuje při různých distribucích zcela různé impulsy peněžního chování těchto subjektů. Empiricky doložitelným faktem je poznatek, že „čím více peněz má k dispozici plátce transferu, tím vyšší množství peněžního transferu akceptuje“. V provedených výzkumech, které nelze považovat za pilotní, ale spíše ilustrativní, více než 75% plátců souhlasilo s vyšším transferem za předpokladu vyššího množství peněz, které by měly k dispozici. Z toho lze dovodit, že každý příjemce peněžního transferu podporuje, aby plátci disponovali vyššími množstvími peněz. Zvážíme-li, že každý současný příjemce se stane budoucím plátcem, a tudíž bude vytvořen předpoklad, aby se prosadil jakýsi sociálně vztahový circulus vitiosus soustav peněžních transferů, vznikne bezprostředně cosi jako sociologická platforma inflačních tendencí. Má-li pohyb distribuce libovolného peněžního makroagregátu určitý tvar (růst peněz u převažujícího množství plátců), pak je inflace nikoli pouhým snížením reálné hodnoty peněz, ale i výrazným indikátorem psychologie a sociologie sociálních subjektů. Je to vlastně velmi jednoduché: čím více peněz lidé mají, tím více jsou ochotni jich utrácet. Avšak ani tady nejde o bezvýhradně platný výrok, na který jsme zvyklí z výrokového kalkulu. Jsou totiž milionáři s koleny připravenými k vrtání, řečeno obrazně. A jsou chudáci, kteří jsou připraveni vzdát se svého neskutečného mála pro vysoce nepravděpodobnou vidinu svého zbohatnutí, což zneužívají zejména machinace, na nichž jsou založeny všechny sázkové a loterijní triky.

Diverzifikovaná a mnohovrstevnatá racionalita lidského chování může být pouze předmětem fundovaných redukcí, které vedou k různým ekonomickým kalkulům, týkajícím se peněžního chování lidí. Nezřídka se setkáváme s protichůdnými ekonomickými hypotézami či empirickými zjištěními.

Jenom velmi ilustrativně: dostatečná míra inflace vede k poklesu spořivosti, neboť lidé kupují zboží, které bude v budoucnu ještě dražší, jinými slovy lidé se chtějí zbavit peněz, které ztrácejí hodnotu. Na druhé straně nemůže být okamžitě zavržena teze, že inflace, která vede k zvyšování budoucích životních nákladů, přivádí k závěru, že pro zachování životní úrovně bude nutno více peněz, a proto je nutné zvýšit spořivost. I když může – a také je – tato ilustrační zkušenost ještě mnohem složitější, našli jsme empirickou oporu, že prvá možnost je spíše charakteristická pro mladší populaci, zatímco druhá odpovídá vyšším věkovým kohortám. Vyšší inflace znamená pro mladší podsoubor, že ze „spořitelů" se plné dvě třetiny v podmínkách vyšší inflace rozhodnou nespořit. U starší populace jde pouze o jednu třetinu. Je evidentní, že proměnná věku je jeden z nejvýraznějších diferenciátorů peněžního chování lidí a domácností. U zbývajících sociálních subjektů má podobný diferenciační potenciál velikost firmy.

Spojíme-li proměnné věku a velikosti sociálních subjektů s časovým odlišením peněz (v nejjednodušším přiblížení na peníze současné a budoucí), vzniká bohatá diferenciační struktura peněžního chování sociálních subjektů, jehož alespoň přibližná znalost může efektivně napomoci ekonomickému předvídání, které v drtivé většině chápe peněžní chování jako nediferencovanou behaviorální entitu. Svérázným důkazem takové kognitivní koncepce je např. teorie tzv. racionálních očekávání, jejíž sociologický rozbor je významným předmětem empirických výzkumů prováděných v rámci výzkumných aktivit VŠFS. Zde zaujímá mimořádnou diferenciační úlohu peněžního chování vzdělání a jeho charakter a typ, stejně jako to, co pracovně nazýváme plně osvojenou informační zkušeností. Jestliže tato monetaristická doktrína racionálních očekávání předpokládá maximální pružnost cen včetně cen práce, jde o předpoklad, který má výrazné sociální předpoklady a konotace. Naší snahou není jakkoliv sociálně dementovat absolutní platnost či neplatnost této teorie, ale pokusit se o – alespoň aproximativní – nalezení distribuce stupňů její platnosti či neplatnosti. Sociologie cen jako procesuálních informací o nositelích nabídky a poptávky je vlastně empirickým prověřováním statutů funkčnosti trhů a peněz. Konkrétním tvarům a mechanismům trhů věnuje standardní ekonomie dosti zúženou pozornost: je schopna akceptovat pouze singularity trhů práce, aniž by považovala za nutné charakterizovat plnou diferenciaci trhů jako rozmanité syntézy určitých peněžních transferů. Zcela záměrně jsme úvod našeho příspěvku pojali jako ukázku svébytné „pojmotvorby" v rámci sociologie peněz, stejně jako výběr příslušných poznatků. Považujeme totiž takové seznámení se s netradičním přístupem a obsahem za naši povinnost. Jsme si plně vědomi, že náš dosavadní výklad byl spíše jakousi didaktickou preambulí s cílem, aby byly správněji chápány informace o programech a cílech, které budou následovat. Sociologie peněz tak, jak je v současnosti na VŠFS rozvíjena, nutně spadá do oblasti základního výzkumu v jeho teoretických i empirických dimenzích. Soustavná pozornost je věnována designu a ověřování takových výzkumných instrumentů (normalizovaných dotazníků, simulačních experimentů, indexů peněžního chování sociálních subjektů apod.), aby bylo možné jich využít zejména v diachronních studiích v nedalekém budoucnu. V současné době je výzkum v oblasti peněz doposud strukturován do následujících relativně širších celků:

1. Sociologie monetizačních procesů se zvláštním zřetelem na sociologii zlata
2. Typologie trhů zejména s ohledem na jejich sociální specifika
3. Sociologie inflace
4. Sociologická a sociálně-psychologická typologie peněžního chování v různých stratifikačních prostředích
5. Sociologie peněžních produktů a cenných papírů
6. Sociálně-politické a globalizační aspekty devizových trhů
7. Komparace pojmů peněžní ekonomie a sociologie peněz jako předpoklad nových interdisciplinarit

8. Sociologické aspekty budoucího vývoje a společenských funkcí peněz
9. Sociologie trhů práce

Je patrné, že jde o dlouhodobě plánované výzkumné úsilí prozatím s pětiletým časovým horizontem, které však není jakkoli programově uzavřeným systémem. Naším cílem, jak bylo ostatně vyjádřeno na počátku tohoto příspěvku, je pouze první informativní sdělení o výzkumných aktivitách, které by šlo pouze částečně a neúplně subsumovat do stávajících výzkumných a didaktických struktur. Na samý závěr našeho příspěvku bude užitečné podat určitou ilustraci kognitivního vstupu sociologie peněz např. do nesnadné problematiky kapitálových trhů. Při plném respektování dosavadních výsledků vědeckých analýz kapitálových trhů, které lze v duchu teorie racionálních očekávání chápat jako tzv. efektivní trhy, absorbující okamžitě veškeré informace, které jsou kurzotvorné, se pokusíme alespoň v náznaku uvést naše poznávací směřování. Pro pohyb cen nelze užít ani fundamentálních, ani technických analýz jako účinných nástrojů předvídání jejich vývoje. Koncepce „random walk hypothesis" zcela popírá jakékoliv zákonitosti a trendy ve vývoji akciových kurzů. Nabídka a poptávka je na těchto trzích nepredikovatelným tvůrcem cenových pohybů. Zásadní význam v tomto pojetí trhu hraje příslušné peněžní chování jejich účastníků, které nelze jakkoli prognózovat. Sociologie peněz v tomto směru vychází z přesvědčení, že je možné nalézt statisticky významné poznatky o stereotypech peněžního chování (např. týkající se distribuce, která určuje, kolik činí podíl těch vlastníků zhodnocující se entity bez jejich vlastních explicitního přičinění, kteří si chtějí tuto entitu ponechat, a těch, kteří ji chtějí prodat, či podíl těch, kteří chtějí jistou entitu koupit za vyšší cenu i přesto, že v nákupu neuspěli v případě nižší minulé ceny), které mohou významně ovlivnit predikci peněžního chování čistě na základě chování proběhlého. Chování subjektů na kapitálovém trhu je významně spoluurčováno jejich minulým chováním a nikoliv objekty obchodování na trhu. Obrazně řečeno: rozhodující nejsou „akcie jako takové", ale chování účastníků trhu, v němž jediném lze nalézat logiku rámců kapitálových trhů. Uvedená ilustrace je spíše kognitivní hypotézou, kterou bude nutno velmi pečlivě zkoumat a empiricky prověřovat.

Poznámky k aktuálnímu vývoji finančních trhů a dozoru nad nimi

Jaroslav Šulc

Poznámka první, makroekonomická: Dozor jako stabilizační prvek

Diskutujeme situaci na českém finančním trhu. Diskutujeme ji až v nečekaně příznivém makroekonomickém klimatu. Aniž by bylo třeba jakkoliv démonizovat dynamiku ekonomického růstu, tak není zas důvod ji zavrhovat, protože mnoho tak výrazně syntetických ukazatelů ekonomie nemá.

Pokud se odvoláme na oficiální data ČSÚ, tak proti čtyřletému průměru 2,9 % tempa přírůstku je loňský vzestup hrubého domácího produktu o nyní odhadovaná 4 % zřejmým signálem o citelném zlepšení růstového výkonu této ekonomiky. Navíc byl dosažen při poměrně vysoké výchozí základně dané 3,7 % tempem přírůstku z předchozího roku 2003. Nelze přitom přehlédnout, že zmíněné – mimochodem velmi stabilní – tempo přírůstku českého HDP je v obou letech oproti dynamice v zemích Evropské unie vyšší o více než o třetinu a vůči našemu nejvýznamnějšímu obchodnímu partneru – Německu – jde o dynamiku vyšší téměř trojnásobně. Pokud se navíc Německo zotaví z dlouhodobé stagnace (a určité předpoklady k tomu vidím v jeho rostoucí exportní výkonnosti), v závěsu za ním by se mohla vyvézt i naše ekonomika podle rčení, že *z bohatě prostřeného stolu hojnosti jistě tu a tam upadnou drobty.*

Podobně příznivé výsledky vykazuje český zahraniční obchod či platební bilance; to pro úplnost - zabývat se jimi nebudu, podobně jako dalšími makročísly, kde dlouhodobě budí znepokojení snad jen poměrně vysoká a špatně zvládaná nezaměstnanost.

Hovořím o těchto stabilizovaných makročíslech jen proto, že na jejich pozadí je nutné si promítat vývoj finančního trhu, který je vždy jakýmsi specifickým, ale poměrně věrným zrcadlem věcného ekonomického dění.

Tato stabilita je nepochybně podepřena i navenek málo viditelnou dozorovou činností na místě i od stolu, a lhostejno, zda mám na mysli dozorové aktivity Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami, či Komise pro cenné papíry, bankovního dozoru ČNB či odboru 32 nebo 35 ministerstva financí. To, že přestaly přibývat položky v seznamech vytunelovaných fondů, kampeliček nebo bank s deprivačními dopady na aktéry finančních trhů, je také – a možná především – zásluha i jejich systematického monitoringu a v případě nutnosti i nekompromisních preventivních zásahů. Nemá se chválit den před večerem – ale i v tyto dny a týdny probíhá poměrně skrytá rozsáhlá operace v sektoru družstevních záložen: Vždyť ze 42 funkčních spořitelních družstev vloni jich ke konci ledna tohoto roku, kdy vypršela lhůta, jich více než polovina – přesně 22 – nebylo schopno splnit podmínky novelizovaného zákona a z trhu odcházejí. Odcházejí tiše a zatím bez skandálů.

Jestliže o situaci na finančním trhu poslední analýza ministerstva financí hovoří pozitivně v tom smyslu, že tento trh je, cituji „…*rozvíjející se a stabilizovaný*[48]“, a s tímto hodnocením se rád ztotožňuji, pak nepochybně nejen na základě zjištění, že většina impulsů nynějšího ekonomického růstu má poměrně zdravý základ, neboť je tažen dále se zlepšující exportní výkonností, masivní investiční a spotřebitelskou poptávkou (pozor na vliv půjček, tam jde o problém se strukturou domácností, kdy růst je tažen i těmi. které půjčkami nesmyslně dotují své nerovnovážné rodinné rozpočty), ale také kvalitním dozorem.
Nediskutuji nyní nutnost jeho integrace – svůj názor na metodu „velkého třesku“ a na ustavení jednoho nezávislého dozorového orgánu jsem zde prezentoval před třemi lety a dodnes nemám důvod tento názor měnit.

Poznámka druhá, strukturální: Dozor jako zoufající si divák
Co zasluhuje pozornost, je chování sektoru domácností v této dekádě a sledování impulsů k jeho změnám. Z čísel, které mám k dispozici, lze sestavit jen pravděpodobnou hypotézu o příčinách jejich poněkud neobvyklého rozhodování, ústícího při vysoké dynamice růstu úspor - za poslední čtyři roky v průměru o téměř 4 procenta meziročně - do citelné změny ve struktuře úspor. Na „vině“ je v klimatu relativně rychlého růstu příjmů v kombinaci s poměrně dlouhou periodou nízké inflace velmi agresivní mediální aktivita zástupců určitých finančních lobbies. Co mám na mysli?

Stručně pár čísel: Hovoříme-li o úsporách domácností, pak nyní již hovoříme o sumě vyšší, než bilion korun – před rokem v tuto dobu měly domácnosti na účtech ve všech formách úspor s výjimkou kapitálu investovaného do nemovitostí částku 1,354 bilionu korun. Děleno počtem domácností to znamená, že průměrná česká rodina měla vloni v pololetí našetřeno přes 341 tisíc Kč, když před čtyřmi lety to bylo „jen“ 215 tisíc korun. Nejde mi o absolutní částky, ale o podobu či spíše o změnu alokace těchto úspor. Za zmíněné čtyři roky nebylo možno přehlédnout především poměrně dramatický odliv peněz z dříve tak preferovaných termínovaných vkladů v bankách: ty měly ve struktuře úsporných vkladů ještě v roce 2001 naprosto dominantní pozici –

[48] Srovnej: Ministerstvo financí, Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2004, Praha, květen 2005

z každé uspořené desetikoruny byly na termínovaném vkladu více než čtyři koruny, ale vloni již jen dvě koruny a pár desetníků! Sestup na polovinu budí pozornost.

Byla obliba termínovaných vkladů na přelomu století jen otázkou konzervativnosti české rodiny, zajímavých úrokových sazeb, důvěryhodnosti kamenných bank, či dobře zvládnuté reklamy bank jako silných mediálních aktérů? Nevím, možná od každého důvodu trošku.

Nešlo jen o pokles obliby termínovaných vkladů: Stejně razantně – zhruba na polovinu, poklesl ve struktuře úspor domácností i podíl vkladů v cizí měně. Jestli však za tyto roky klesl kurs dolaru ze zhruba 40 korun pod pětadvacet korun a koruna zpevnila i vůči dalším měnám, tak tam se odlivu peněz asi nelze moc divit.
Bilanční princip říká, že dramatické poklesy musejí být doprovázeny i dramatickými růsty: Ano, tato strukturální rošáda probíhá na pozadí zdvojnásobení objemu úspor ve stavebních spořitelnách – a také nenápadného, ale systematického posilování zůstatků na účtech účastníků jak v penzijních fondech, tak v životních pojišťovnách. Ještě se k tomu krátce vrátím v souvislosti se závěrečnou poznámkou o penzijní reformě.

„Úprk“ do stavebního spoření, kterému se chci v této poznámce věnovat především, byl asi jednou z nejsofistikovanějších operací na finančním trhu za posledních deset let – od doby přesunu cca deseti miliard korun, pocházejících většinou z restitučních náhrad oprávněných osob a alokovaných do znovuobjevených kampeliček, z nichž se poté v rychlosti více než osm miliard vytunelovalo (a to snad nyní nehrozí, dnešní dozor je mnohem akceschopnější než ten před deseti lety, a soudům to nebude také snad trvat tak dlouho jako v případě DZ PRIA, kde byla klíčová osoba ing. Zoubek pravomocně odsouzena k nepodmíněnému trestu teprve minulý měsíc po šest či sedm let se táhnoucím procesu).
Dodnes však nevím, zda přesun peněz na účty stavebních spořitelen byl operací skutečně od počátku velmi dobře řízenou, či operací zcela spontánní, využívající jen souběhu okolností. Podstatné je – a proto o tom hovořím na konferenci o regulaci a dozoru –, že v ní byl státní dozor degradován do pozice pasivního diváka, v lepším případě statisty, byť dobře informovaného, ale s minimem šancí do děje efektivně zasáhnout.

Většina účastníků konference jsou pamětníci, tak jen stručně: Na samém počátku, někdy koncem roku 2001, kdy už probleskly zprávy o neudržitelném trendu předstihu rozpočtových výdajů nad příjmy a o odhodlání tehdy ještě Zemanovy vlády trend začít otáčet, byl vcelku nenápadný dotaz redaktora TV PRIMA na tehdejšího ministra financí Ing. Jiřího Rusnoka, zda ve vějíři budoucích vládních úspor se bude uvažovat i s úsporami – rozumějme s úsporami v podobě redukce státní podpory – také ve stavebním spoření. A ministr neměl jinou možnost, než přikývnout – šetřit se bude všude. Je totiž jen několik málo případů, kdy může ministr či třeba guvernér centrální banky veřejně lhát – třeba když jde o termín a výši devalvace, měnové reformy a tak. Ale tady by každá jiná než pravdivá odpověď byla špatná, protože by zavdala prostor pro spekulace.

I tak bylo na problém zaděláno a útok na zvýšené čerpání státního rozpočtu byl nekompromisně zahájen. Ještě téhož dne byla hlavní televizní zprávou večera právě tato vcelku okrajová zmínka ministra. I ta však stačila k rozvíjení dalekosáhlých úvah o tom, zda státní podporu úplně zrušit, či jen omezit, zda ji poskytovat – podobně jako u penzijního připojištění – jen dospělým účastníkům, nebo nadále od kolébky, zda a proč měnit vázací dobu, zda příspěvek dát jen tehdy, půjdou-li úspory na řešení bytových potřeb, zda státní příspěvek doplnit ještě daňovým bonusem, zda ji odvodit od procentuálního výnosu státních dluhopisů jako v Rakousku, či od rodinného stavu účastníků jako v Německu atd., atd.

Výsledek mohl být jen jeden: protože noviny dobře čtenářům prodávají hlavně špatné zprávy, tak pod systematicky stupňovanou hrozbou, že *příště bude hůř,* tedy že tok peněz, které domácnosti na státním příspěvku fasují, se určitě ztenčí, došlo k vyprovokování naprosto nebývalého zájmu o podpis dalších a dalších smluv. Čísla: Jestli v roce 2000 tu bylo při 4,2 milionech domácností přes 3,4 milionu platných smluv, tak v letech 2001 a 2002 jich bylo uzavřeno vždy dalších 1,4 milionu a v roce 2003 dokonce 2,1 milionu.

Ten, kdo tuto operaci spustil, musel dobře vědět, že od chvíle, kdy odpovědný a seriózně se chovající ministr připustí změnu podmínek přiznávání státní podpory, tak do doby, než legislativní útvar jeho ministerstva zpracuje první podobu návrhu novely příslušného zákona a než ta projde celým martyriem legislativního kolečka (počínaje kolegiem ministra, přes vnitřní a vnější připomínkové řízení, jednání s dotčenými institucemi – zde tedy se stavebními spořitelnami – až po finále prvního a druhého čtení v Poslanecké sněmovně Parlamentu a obdobně v Senátu), uplynou přinejmenším dva roky plus termín účinnosti.

Nespletl se. Po celou tuto dobu tak byla média živena jednou hrozivější zprávou než druhou. Výsledek vyrazil dech i expertům: Zatímco v roce 2000 šlo na státní příspěvek necelých osm miliard korun (7,7 mld. Kč), a to se zdálo být hodně, a proto ty úvahy o zmrazení a ještě lépe o snížení tohoto v jádru mandatorního výdaje, tak už jen načasování akce do závěru roku 2001 (státní podpora se přiznávala za daný rok tehdy, jestli byla smlouva uzavřena do konce prosince) vyvolalo potřebu převést na účty „vánočních“ klientů v tomto roce 9,3 mld. Kč. Boom měl teprve přijít: po skončení celé operace to už je 15 miliard korun ročně. Dvojnásobek původní sumy státní podpory. Jestli na přelomu let 1999 – 2000 bylo na účtech stavebních spořitelen cca 100 miliard korun, dnes je to čtvrt bilionu!

V situaci, kdy Česká republika v zásadě vyřešila bytovou otázkou pro drtivou většinu ze čtyř milionů domácností a kdy poslední průzkum veřejného mínění hovoří o tom, že téměř 90 % respondentů necítí potřebu se svým bydlením něco dělat, tu nyní existuje více než 6 milionů smluv s primárním cílem umožnit jejich aktérům řešit jejich (většinou neexistující) bytový problém, ať již novou výstavbou či rekonstrukcí.
Jinými slovy: Pod vcelku racionálním heslem *hledejme způsoby, jak přispět k obnově rozpočtové rovnováhy* jsme byli svědky operace, která výsledně byla fakticky *jejím pravým opakem*. Tlak na čerpání státního příspěvku se za čtyři roky prakticky zdvojnásobil, a to výhledově ještě alespoň pro období příštích pěti, šesti let.
Tolik nutno dodat k jinak prostému konstatování o jedné zdánlivě drobné strukturální změně ve struktuře úspor domácností a o jedné fintě, jak lze vcelku beztrestně tunelovat státní rozpočet. Je to tristní, ale státní dozor v tomto případě mohl jen tiše a vcelku bezmocně přihlížet.

Poznámka třetí a poslední – penzijně reformní
Z dat, která jsou k dispozici o postojích domácností k penzijní reformě lze – pokud bereme čísla z průzkumů názorů hodnověrně velkých skupin dotázaných – dovodit zhruba tolik, že platí dva tristní závěry:

- počet těch osob, kterým se již podařilo vsugerovat myšlenku, že penzijní reforma je především hrozba jejich budoucí životní úrovni, je mnohem více, než počet osob, co ji vnímají spíše jako příležitost mít své starobní důchody výrazně méně znivelizované a tudíž méně rovnostářské, než jaké je mají důchodci nynější, odkázaní na „jánošíkovský“ solidární model zakotvený v roce 1995 do podoby zákona 155/1995 Sb.;
- míra obav z penzijní reformy roste úměrně s postupujícím věkem: a tak paradoxně nejvíce obav z reformy mají již dnešní penzisté!? Ti se nepokrytě bojí, že jim bude jejich beztak skrovný důchod brzy snížen. Obavy vyslovují také lidé v těsně předdůchodovém věku: buď

že se poslanci utrhnou a schválí nějakou novou, závratně vysokou hranici důchodového věku – viz sobotní noviny z minulého týdne, kde favorit příštích voleb mluví vážně o možnosti odejít do penze až v 71 letech – nebo, že se na ně už nedostane peněz.

Je přitom poněkud morbidním faktem, že ani jedné, ani druhé vyděšené skupiny občanů se penzijní reforma ať již v jakékoliv podobě fakticky netýká – až na lidi představující geriatrické zázraky žijící tu a tam v mizivém počtu mezi námi. Ti ostatní totiž včas zemřou a tzv. velké penzijní reformy se nedožijí.
V této psychóze se nelze moc divit přešlapovaní politiků, kteří do kyselého jablka reformy nemají odvahu příliš kousat. Kupodivu i tak panuje vcelku obecná shoda o specifické povaze úspor v penzijních fondech, tedy o tom, že *jde o kapitál určený výhradně k doplnění skrovných příjmů z budoucího základního státního nárokového starobního důchodu* – a totéž platí třeba o penězích v důchodotvorných smlouvách u životních pojišťoven, kteréžto rovněž musejí mít přísný režim zvlášť obezřetného investování. Přesto se znovu a znovu lze setkat s postesky nad přísnou regulací v penzijních fondech, nad zbytečným omezováním variet investičního portfolia: a světe div se, suma sumárum i nad nízkými výnosy respektive nad pomalým zhodnocováním úspor účastníků (přitom lze odhadnout, že i letošní zisky penzijních fondů budou absolutně opět nejvyšší v historii).

Soudím, že ani v tomto případě by se neměl podobnými stesky státní dozor nechat zbytečně rozptylovat: Za stabilitu systému doplňkových penzí totiž hlavní díl odpovědnosti nakonec ponese on.

To ale neznamená, že by snad neměl detailně zkoumat, zda penzijní fondy nezneužívají třeba prostoru při promítání svých specifických úmrtnostních tabulek do přepočtu výše doživotních starobních penzí, či při posuzování ekonomiky fondů, především toho, nakolik jsou náklady chodu penzijního fondu zbytečně zatěžovány parazitními provizními náklady dealerů při akvizici již jinde připojištěných účastníků. Přestože je zde tlak konkurence jakýmsi samočinným regulátorem nákladovosti, ani této odpovědnosti za racionální chod systému doplňkových důchodů by se dozor zříkat neměl – protože nejde jen o penzijní připojištění, ale i o mnohdy zbytečně vysoké provizní náklady u životních pojistek, případně nabídky produktu, který klient fakticky nepotřebuje, ale profituje z nich jen takzvaný finanční „poradce“.

Ale to už je téma etiky, finančního ombudsmana či vytvoření uceleného systému na ochranu spotřebitele na finančním trhu. Třeba se o tom budeme bavit na příští konferenci.

Kritické poznámky k realizaci atributivních funkcí tuzemského veřejného akciového trhu

Stanislav Mareš

Finančním trhům v soudobé tržní ekonomice náleží v podmínkách zostřující se globální konkurence mimořádně důležitá role. Pro vskutku efektivní finanční trhy je přitom z dlouhodobého hlediska charakteristické, že alokace kapitálových zdrojů směřuje v mezinárodním i lokálním měřítku zejména tam, kde tyto zdroje mohou být s přijatelnou mírou rizika v náležité míře zhodnocovány. Ve svém krátkém diskusním příspěvku se proto budu věnovat tomu, jak a nakolik zdejší veřejné trhy akciových instrumentů plní v konfrontaci se základními poznatky finanční teorie následující dvě kardinální atributivní funkce kapitálových trhů, a to funkci cenotvornou a funkci zhodnocení úspor investorů alokovaných do akciových instrumentů.

Klíčovými teoretickými východisky mého příspěvku na dané téma budou následující teze:
a) Vlastní kapitál a zejména pak základní kapitál podnikatelských subjektů bývá zpravidla nákladnější než rozmanité střednědobé a dlouhodobé zdroje firemního dluhového financování. Z pohledu teorie firemních financí tu jde především o důsledek toho, že vlastní kapitál a zejména základní kapitál je hlavním nositelem rizik podnikání. Tato teze platí ale v širokém otevřeném intervalu pouze v těch prostředích, kde se ekonomicky produktivní princip omezeného ručení za závazky z podnikání nepřevrací v ekonomicky bezobsažnou právní frázi. Například v důsledku vadné legislativy ponechávající značný prostor pro fiktivní kapitálové operace či pro znehodnocování finančních investic minoritních akcionářů atd., atp.

b) Vlastní kapitál prosperujících a tržně etablovaných podniků mívá zpravidla vyšší tržní hodnotu než je sumární účetní hodnota veškerých vlastních zdrojů podnikového kapitálu. Jde tu především o důsledek toho, že výnosové míry z podnikání, jimiž zde jsou zejména poměrové ukazatele ROE a rentability podnikových aktiv před úroky a daněmi (EBIT/CA), zpravidla vysoce převyšují úrokové míry ze střednědobých bankovních depozit i roční výnosové míry z relevantních bezrizikových finančních investičních aktiv.

c) Zvyšování tržní hodnoty podniku je dle soudobé firemní finanční teorie dominantním strategickým finančním cílem dlouhodobého podnikového plánování. Prahovou tržní hodnotu jakéhokoliv podniku lze přitom definovat jako sumární tržní hodnotu jednotlivých kategorií podnikových aktiv zjištěnou na bázi substanční metody ocenění. V důsledku synergických efektů z podnikání však finančně stabilní a prosperující podniky mívají vyšší tržní hodnotu, než činí prostý součet tržní hodnoty jimi vlastněných aktiv. U takovýchto podniků se proto jejich teoretická tržní hodnota zjišťuje nikoliv na bázi nákladových oceňovacích procedur, nýbrž především na bázi výnosových a komparativních metod ocenění. V oblasti výnosových metod oceňování jde nejčastěji o invenční aplikace metody volných diskontovaných toků (FCF) a metody kapitalizace podnikových zisků po zdanění (EAT).

d) Z pohledu finanční teorie je třeba v rámci analýzy tržní hodnoty podniku striktně rozlišovat následující základní vztahy a pojmy. Předně. Z principu aditivity hodnot vyplývá, že tržní hodnota podniku je dána součtem tržní hodnoty vlastního kapitálu a tržní hodnoty celkového dluhu podniku. Za druhé. Tržní hodnota vlastního kapitálu podniku je tudíž dána rozdílem tržní hodnoty podniku a tržní hodnoty veškerých podnikových dluhů. Za třetí. Momentální tržní ceny různých kategorií investičních aktiv (finančních, hmotných i nehmotných), jsou jen zřídkakdy identické s jejich teoretickou tržní hodnotou, akciové instrumenty nevyjímaje. Za čtvrté. Rozlišování nominální hodnoty, emisní ceny, tržní hodnoty a aktuální ceny akciových instrumentů je důležité nejen z hlediska nezbytné terminologické akribie. Má to zásadní význam i pro praktické investiční rozhodování. Umožňuje to totiž s dostatečnou spolehlivostí rozlišovat aktuálně cenově nadhodnocené či podhodnocené akciové tituly. Za páté. U veřejně obchodovaných akciových společností na vyspělých kapitálových trzích je tržní hodnota vlastního jmění (vlastního kapitálu) daného podniku substituována průměrnou burzovní cenou základního akciového kapitálu. Je tu ale z řady důvodů nutné uvažovat dostatečně dlouhý časový interval, který umožňuje korigovat vlivy krátkodobých cenových faktorů.

Budeme-li aplikovat výše uvedená základní teoretická východiska na český veřejný akciový trh, dojdeme k následujícím zjištěním. Předně. Aktuální ceny jednotlivých akciových titulů veřejně obchodovaných společností na BCPP i v RM systému se u většiny těchto společností v souhrnu obou těchto trhů nalézají pod jejich nominální hodnotou. To je ovšem z teoretického a z historického hlediska velmi zvláštní cenová situace. Jednak proto, že převládající enormně nízké

ceny akciových instrumentů pod úrovní nominálních hodnot či jejich emisních cen bývají typické pro kapitálové trhy procházející hlubokou a dlouhotrvající cenovou depresí spjatou s recesí či hospodářskou krizí. Česká ekonomika však jako celek od r. 1999 nepřetržitě vykazuje reálný růst HDP. Zde tedy kořeny převládajících enormně nízkých cen akciových titulů být zjevně nemohou.

Za druhé. Neméně pozoruhodné je, že zmíněné cenové distorze v akciovém segmentu tuzemských veřejných trhů cenných papírů lze zaznamenat i v podmínkách nynějšího podstatného střednědobého vzestupu jejich akciových indexů. Nebude patrně od věci zdůraznit, že index PX 50, zahrnující v současné době téměř celý tuzemský burzovní akciový trh, nejprve v listopadu loňského roku (24. 11. 04) pokořil dřívější historické indexové maximum z dubna 1994. S tím, že v březnu t.r. se zmíněný index nakonec vyhoupl až na nejvyšší dosavadní cenový vrchol reprezentovaný úrovní 1262,7 bodu (10. 3. 05). Objektivní prostor pro eventuální další cenový růst českých akciových titulů obchodovaných na BCPP v systému SPAD je zde z hlediska teorie nevelký. Naznačuje to fakt, že průměrná hodnota ukazatele P/E nejlikvidnějších zdejších akciových titulů osciluje aktuálně kolem čísla 15. Tedy v blízkosti průměrné dlouhodobé hodnoty tohoto poměrového finančního ukazatele na vyspělých kapitálových trzích. Z krátkodobého hlediska nicméně nelze vyloučit mírné zvýšení PX 50 na úroveň jeho nového historického maxima.

Za třetí. Podivuhodně nízké ceny mnohých zdejších veřejně obchodovaných akciových titulů vyhlížejí ještě podivněji, pokud si uvědomíme, že česká ekonomika - obdobně jako většina soudobých tržních ekonomik - je ekonomikou inflační. Z pohledu firemní finanční teorie má inflace mnohostranné vlivy na výsledky podnikového hospodaření (pozitivní i záporné). To se koneckonců tak či onak promítá v odpovídajících změnách sumární tržní hodnoty podnikových aktiv, která - jak bylo řečeno výše - je prahovým fundamentem pro stanovení tržní hodnoty určitého podniku. Jde-li přitom o podnik, který má alespoň průměrně konkurenceschopné firemní produkty, umí uhájit svůj tržní podíl a není ve finanční tísni, potom je vysoce pravděpodobné, že sumární tržní hodnota podnikových aktiv bude přibližně kopírovat vývojové tendence relevantních velkoobchodních cenových indexů. Platí totiž, že jedním z nutných, nikoliv ale dostačujících předpokladů udržení konkurenceschopnosti podniku je, že takový podnik nesmí v komparaci s hlavními konkurenty v odvětví majetkově chřadnout. Je zjevné, že k tomu musí být přinejmenším schopen zvětšovat celkový rozsah nominální hodnoty veškerých zdrojů podnikového kapitálu o inflační přírůstek nákladů podniku. Bilančním zrcadlovým vyjádřením rozšířené nominální reprodukce podnikového kapitálu je tu pak nárůst účetní hodnoty majetku podniku, který v dobře vedených podnicích implikuje náležitý vzestup celkové tržní hodnoty podnikových aktiv. U podniků s kvalitním podnikovým managementem můžeme tedy s pomocí teoretických argumentů podepřených odbornou analýzou dostatečně dlouhé časové řady statistických ekonomických dat prokázat, že tempo růstu tržní hodnoty prosperujících předních firem - jakož i tržní hodnoty jejich VK (substituovaného základním kapitálem) - vykazuje v dostatečně dlouhém časovém intervalu předstih před růstem inflace.

Výše uvedené tvrzení dokládají následující fakta. Tak například Brealey a Myers, ve své knize „Teorie a praxe firemních financí“ (East Publishing, Praha 1999, s. 141) uvádějí, že nominální roční výnosová míra z finančních investic do kmenových akcií za období od r. 1926 do r. 1988 činila 12,1 %, přičemž reálná výnosová míra z těchže finančních aktiv v uvedeném více než šedesátiletém časovém období dávala průměrně 8,8 % v přepočtu do roční časové báze. Nedosti na tom. Dle nedávno publikovaných shrnujících údajů v týdeníku The Economist za období 1960 až 2003 činila průměrná roční nominální výnosová míra z indexových portfolií akciových titulů na vyspělých kapitálových trzích dokonce 13 %. V převodu do reálné výnosové míry to pak

skýtalo průměrně 10 % ročně. Rozumí se samo sebou, že v těchto velmi dlouhých časových obdobích se v jednotlivých letech i dekádách značně proměňovala relace mezi kapitálovým a dividendovým výnosem určitého souboru akcií obchodovaných na jednotlivých rozvinutých kapitálových světových trzích. S přijatelnou mírou zjednodušení lze nicméně prohlásit, že dlouhodobě je relace kapitálového a dividendového výnosu například na NYSE vyjádřena cca poměrem 1:1. Lze tedy dovodit, že velmi široký a dostatečně reprezentativní soubor akcií obchodovaných na předním světovém kapitálovém trhu, skutečně dlouhodobě předstihoval odpovídající vzestup cenové hladiny v USA. V ČR za období od r. 1994 do r. 2004 souhrnný cenový vývoj akciového indexu PX 50 naopak hluboce zaostal jak za velkoobchodními cenovými indexy, tak i za indexem CPI.

Aby nedošlo k mýlce, třeba poznamenat, že nyní právě prožíváme již více než pětileté období (od března 2000), ve kterém roční nominální výnosové míry z akciových instrumentů v rozvinutých tržních ekonomikách pokulhávají za svými dlouhodobými průměrnými hodnotami. Byly publikovány prognózy, dle kterých se v rámci celé první dekády třetího tisíciletí dá na vyspělých kapitálových trzích očekávat výrazný pokles průměrné roční nominální výnosové míry z investic akciových instrumentů. Uvádí se v nich rozmezí 6,5 % až 7,0 % průměrné roční nominální výnosové míry. To by ale pro nikoho z řad odborné veřejnosti nemělo být překvapením. Vždyť americké kapitálové trhy a s nimi i další přední světové veřejné trhy akcií (Frankfurt, Londýn aj.) vytvořily na konci devadesátých let obrovskou cenovou bublinu, která v březnu 2000 dramaticky splaskla. Názorně se tím mj. prokázala nepatřičnost teoretických spekulativních konstrukcí nekriticky adorujících vyspělé kapitálové trhy, které jsou jakoby nadány schopností reflektovat veškeré relevantní informace, anticipovat správně budoucnost a generovat „správné“ tržní ceny akcií či jiných finančních investičních aktiv. A znovu se také na aférách typu Enron, Andersen, Parmalat (etc.) potvrdilo, že kde se „točí velké peníze“, tam jsou aktéři těchto operací objektivně vystavováni silnému pokušení nehrát podle pravidel.

Za čtvrté. Kritizované cenové distorze na tuzemském veřejném trhu akciových instrumentů mají své historické kořeny zejména v oblasti velké privatizace. Jejími hlavními oficiálními metodami byly v první polovině devadesátých let kupónová privatizace a tzv. privatizace na dluh, která je na domácí půdě i v zahraničí silně kritizována jako excesivní privatizační koncept ignorující základní poznatky ekonomické teorie a příčící se i zdravému rozumu. Pokud je o kupónovou privatizaci, té sice s ohledem na vzniklé historické podmínky velká část tuzemské odborné ekonomické veřejnosti přiznává racionální jádro. Avšak nadměrný rozsah této originální privatizační operace, jakož i její závažné legislativní a jiné nedostatky jsou dodnes předmětem odborných diskusí i politických sporů. I přes existující názorové rozdíly odborné ekonomické veřejnosti na problematiku tuzemské velké privatizace lze - dle mínění autora tohoto příspěvku - konstatovat, že jak kupónová privatizace, tak i tzv. privatizace na dluh se valnou měrou přičinily o hluboké cenové znehodnocení tuzemských kapitálových aktiv. To se pak v různé míře dodnes projevuje na aktuálních cenách veřejně obchodovaných akciových titulů v ČR.

Budiž ale zdůrazněno, že ne všechny současné cenové či jiné neduhy tuzemských veřejných akciových trhů lze připsat na vrub nejrůznějších omylů a přehmatů velké privatizace z první poloviny poslední dekády minulého století. I přes zřejmý pokrok, kterého bylo v akciovém segmentu českého kapitálového trhu v uplynulých pěti letech dosaženo, jsme v některých případech byli svědky takových privatizačních operací vlády, které byly cenově či jinak problematické. Publikované výsledné prodejní ceny zprivatizovaných významných akciových společností se totiž nejednou nalézaly hluboko pod úrovní dobré ceny pro prodávajícího, t.j. pro českou vládu. Za tu se například dle metody kapitalizovaných zisků dá zpravidla považovat pouze taková cena, která se nalézá zhruba v rozmezí desetinásobku až patnáctinásobku zisku po

zdanění (EAT) prodávaného podniku, resp. konsolidovaného EAT relevantního podnikového uskupení kapitálově ovládaného prodávanou akciovou společností. Třeba v této souvislosti na straně druhé pozitivně kvitovat, že se vláda ČR nenechala svého času vmanévrovat do zbrklého prodeje Českého Telecomu a že se tak nakonec dočkala skutečně dobré ceny od vítězného španělského investora.

Pokud jde o současné negativní vlivy zdejší legislativy na tvorbu cen veřejně obchodovaných tuzemských akciových titulů, zmíním se pouze o jednom relevantním ekonomickém aspektu nedávné novely českého obchodního zákoníku. Ta mj. přinesla do českého právního řádu dříve zde neznámý institut tzv. vytěsňování minoritních akcionářů. Podstatou tohoto zákona je, že dosáhne-li majoritní akcionář alespoň 90 % akciového podílu v dané akciové společnosti, vzniká mu zákonný nárok na to, aby rozhodnutím valné hromady (tedy svým vlastním rozhodnutím) vyvlastnil ve svém privátním zájmu minoritní akcionáře cestou zpětného odkupu akcií, při kterém minoritní akcionáři mají mít povinnost (nikoliv právo!) odprodat své akcie za cenu určovanou znalcem najatým majoritním vlastníkem. Není těžké se dovtípit, co to pravděpodobně bude znamenat za situace, kdy ceny většiny akciových titulů na tuzemských veřejných trzích cenných papírů jsou pod úrovní jejich nominální hodnoty. V podmínkách nízké likvidity většiny zdejších veřejně obchodovaných akciových trhů si nadto lze lehce představit různé možnosti, jak popostrčit cenu příslušného akciového titulu směrem dolů a vytvořit tak jakoby objektivní empirická cenová východiska pro „znalecké“ určení ryze symbolické ceny odkupovaných akcií.

Kritizovaný zákon tak tuzemským majoritním akcionářům servíruje na stříbrném tácku legální šanci získávat atraktivní kapitálové dividendy z nuceného zpětného odkupu akcií na úkor minoritních akcionářů. V souvislosti s tím bude na místě upozornit, že toto se v ČR odehrává za situace, kdy převeliká většina veřejně obchodovaných akciových společností nevyplácí vůbec žádné dividendy a kdy benefity z podnikání majoritní vlastníci čerpají jinými způsoby. To lze v českém prostředí při gramotném přístupu dělat naprosto legálně. A mnohdy v daňově výhodnějším režimu. Nemůžeme se tedy divit tomu, že ve zdejším prostředí většina veřejně obchodovaných akciových společností dlouhodobě nevyplácí žádné dividendy a že i touto cestou stlačuje náklady vlastního kapitálu pod úroveň nákladů jejich dluhového financování.

Závěrem bude snad na místě zdůraznit následující. Pro akciový segment českého kapitálového trhu je - v případě portfoliového investování dle strategie „kup a drž“ - dlouhodobě charakteristická záporná reálná výnosová míra menšinových akcionářů při komparaci inflace a nominálních hodnot kapitálových a dividendových výnosů z držby akcií. Bankovní sektor jako naprosto dominantní pilíř zdejšího finančního systému přitom na termínovaných korunových bankovních depozitech (s jedinou výjimkou v r. 1999) nabízí klientům také trvalou zápornou reálnou výnosovou míru. Od r. 1993 do r. 2004 v průměru to bylo přibližně minus 2,8 % ročně. Pravda, nějaké možnosti reálného zhodnocování úspor v ČR existují. Je jich zde ale v porovnání s vyspělými ekonomikami relativně méně. Lze tudíž v celkovém souhrnu opodstatněně konstatovat, že zdejší finanční trhy nominálně zhodnocují úspory většiny domácností a malých a středních podniků v nedostatečné míře. To koneckonců negativně ovlivňuje tvorbu národních korunových úspor i vývoj kupní síly poptávkové strany tuzemských trhů. Ve světle prezentovaných tezí a faktů se tu vynořuje několik aktuálních zásadních otázek pro odbornou diskusi, eventuálně pro aplikovaný ekonomický výzkum:
a) Má z makroekonomického i z mikroekonomického hlediska racionální smysl takový veřejný trh akciových instrumentů, který hromadně a dlouhodobě produkuje nevěrohodné cenové informace o kapitálových aktivech? b) Může vskutku úspěšně fungovat takový kapitálový trh, který dlouhodobě většině minoritních akcionářů přináší záporné reálné výnosy při objektivně vyšším investičním riziku v porovnání s vyspělými zahraničími kapitálovými trhy či s méně

rizikovými alternativami zhodnocování korunových úspor přebytkových ekonomických subjektů? c) Nekoleduje si česká ekonomika o to, aby vzácné zdroje kapitálu začaly výhledově odplývat ve stále větší míře do zahraničí v důsledku neuspokojivé výnosové míry z úspor alokovaných do korunových finančních instrumentů?

Regulace finančních trhů ve výuce vysokých škol
Josef Budík

Vývoj a rychlé změny technologií ovlivňují průmysl, finanční trhy i vzdělávání. Na finančních trzích jsou změny velmi viditelné, ve vzdělávání méně. Vynález telegrafu, telefonu i Internetu vytvořil milníky v rozvoji finančních trhů. V současnosti všechny významnější finanční instituce nabízejí klientům internetové bankovnictví, GSM banking a další služby založené na využívání informačních a telekomunikačních technologií. Reklama a PR kampaně jednotlivých bank přesvědčují veřejnost, že ušetří (čas i peníze) využíváním elektronické komunikace. Mimo jiné i na tuto skutečnost reagoval Basilejský výbor pro bankovní dohled (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS) při Bance pro mezinárodní zúčtování (Bank for International Settlements - BIS) v Basileji a vypracoval a vydal nový koncept kapitálové přiměřenosti (tzv. Basel II). Je obsažen v Nové basilejské kapitálové dohodě (the New Basel Capital Accord - NBCA).

Práce s uvedeným novým konceptem je pro velkou skupinu pracovníků z bank denní praxí, nutí je studovat a prakticky co nejdřív využívat doporučení z originálních dokumentů basilejského výboru. A také vysoké školy musí na vývoj v příslušných vyučovaných předmětech reagovat. Příkladem mohou být změny v podmínkách regulace bank na základě připravované nové basilejské kapitálové dohody.

Bankovní sektor se připravuje na implementaci nového konceptu kapitálové přiměřenosti, který je mezi profesionály relativně široce diskutován a komentován. Laik může základní informace získat z Internetu. V ČR o osvětu pečuje především ČNB. Na své webové stránce uvádí, že doporučení MBCA jsou reakcí na rychlý vývoj finančních trhů, že mají za cíl:

- zvýšit bezpečnost a stabilitu finančních systémů,
- posílit konkurenční rovnost mezi bankami,
- umožnit používání komplexnějších přístupů řízení rizik pro regulatorní účely.

Konečná verze nového konceptu kapitálové přiměřenosti byla publikována BCBS v červnu 2004. V souvislosti s jeho vznikem, zveřejněním a začátkem aplikace zazněly různé názory. Paul E. Lockyear, bývalý vrcholový manažer Citibank, je nyní členem vedení mezinárodní poradenské firmy Quadrant Risk Management (International) Ltd. a jejím hlavním konzultantem pro implementaci pravidel Basel II zjednodušeně charakterizuje všechny tři pilíře: první pilíř riziko měří; druhý ho řídí; třetí odhaluje techniky řízení rizika. Jinými slovy:

- první pilíř se zabývá alokací kapitálu na úvěrové, tržní a operační riziko,
- druhý pilíř je o řízení a kontrole banky, o způsobu, jakým její představenstvo informuje o míře rizika, se kterou chce pracovat,
- třetí pilíř je o reportování a zveřejňování metod, jimiž banka rizika řídí.

S nadsázkou lze přirovnat Basel II k „legalizované průmyslové špionáži" uskutečněné Bankou pro mezinárodní platby. O „špionáž“ jde v tom smyslu, že Banka pro mezinárodní platby

oslovila přední banky ve světě a požádala je, aby se s ní podělily o svou techniku řízení rizika. Tyto banky s BIS v posledních třech letech konstruktivně spolupracovaly a své ideje a techniky jí předaly. Přidaná hodnota doporučení Basel ll spočívá v tom, že je lekcí zdarma, jak využívat nejlepších mezinárodních postupů a zkušeností. Basel II nelze redukovat na požadavek dodržování právních norem. Umožňuje přejímání nejlepší mezinárodní praxe, obsažené v požadavcích Basel II, bankám v oblasti úvěrování i investování umožňuje lépe měřit a řídit jejich portfolio. Zároveň došlo k rozšíření působnosti doporučení tak, aby plně pokrýval nejen riziko banky samotné (na solo bázi), ale riziko celé bankovní skupiny.

Finální dokument BIS dává ostatním bankám šanci převzít nejlepší mezinárodní praxi, soutěžit za stejných podmínek, měřit rizika odpovídajícími potupy a technikami. Banka, která bude schopna měřit, bude schopna kvalitněji řídit a lépe zvažovat tržní příležitosti, jak se objevují. S podrobnou znalostí, jaká jsou její portfolia a jakou mají výkonnost ve vztahu k limitům instituce.

Když Charles Freeland, zástupce generálního tajemníka BCBS, hovořil v květnu 2005 na konferenci „Banking in Central, South and Eastern Europe“, zaměřil se v maximální míře na seznámení bankovní komunity s dosaženými výsledky basilejského výboru. Uvedl, že proběhla rozsáhlá diskuse v odvětví bankovnictví k návrhům BCBS a bylo dosaženo shody mimo jiné v tom, že:

- Basel II je nejradikálnější revolucí v oblasti řízení rizik finančních institucí,
- nahrazuje institucionální přístup k řízení rizik přístupem na bázi oceňování identifikovaných a ohodnocených rizik,
- zkvalitňuje řízení rizik,
- má vliv na dokonalejší řízení bank a jeho větší transparentnost.

Hlavní důraz klade Basel II na citlivější a přesnější měření rizik a podporu zlepšování řízení rizik v bankách. Rozdíl mezi současným Basel I a Basel II je nejen ve větší komplexnosti a flexibilitě možností pro měření podstupovaných rizik, ale také v zahrnutí dalšího rizika, kterým je riziko operační. Paralelní běh doporučení Basel ll vedle Basel l se plánuje na začátek roku 2006.

Koncept by měly uplatňovat na konsolidované bázi mezinárodně aktivní banky. V některých zemích, např. v členských státech EU, se však předpokládá plošná aplikace nových pravidel na všechny banky, obdobně jako je tomu v současnosti. Aby bylo možné zohlednit rozdílné podmínky v jednotlivých zemích, obsahuje Basel II v řadě oblastí možnost volby z dvou či více variant postupu pro příslušný, zpravidla národní orgán dozoru (tzv. národní diskrece). Z obdobných důvodů jsou zahrnuty i diskrece pro banky.

Pro Českou republiku bude určující podoba Basel II po transformaci do unijního práva. Evropská komise vydala dne 14. července 2004 neoficiální verzi návrhů na změnu dvou směrnic - CAD – „Capital Adequacy Directive" (93/6/EEC) a „Consolidated Banking Directive" (2000/12/EC). Byl to v pořadí třetí konzultativní dokument návrhu evropské směrnice a bývá též označován jako RBCD (Risk Based Capital Directive). Je zrcadlovým obrazem třetí konzultativní verze NBCA z dubna 2003. Návrh směrnice RBCD je však více přizpůsoben konkrétním evropským podmínkám s přiměřeným zohledněním rozdílů a promítnutím nezbytných změn.

Směrnice o kapitálové přiměřenosti budou po svém definitivním přijetí uplatněny na všechny úvěrové instituce a investiční společnosti v zemích EU. Vydání třetího konzultativního dokumentu RBCD se významně neliší od předchozích vydání. Cíle zůstaly nezměněny, ale došlo k řadě dílčích změn, které reflektovaly připomínky bankovní komunity a její zkušenosti.

Poslední signály z Bruselu naznačují, že finální text nebude hotový dříve než v listopadu 2005. Banky by ale přesto v současném stadiu přípravy měly hlavně zásadně rozhodnout o konkrétním postupu k zavádění doporučení a prověřovat metodiku posuzování operačního rizika. I v tom Basilejský výbor podporuje mezinárodní spolupráci a za tím účelem založil Accord Implementation Group (AIG), která se věnuje problematice implementace 2. pilíře. Pracuje na několika desítkách případových studiích a provádí v jejich rámci rozsáhlé vyhledávání a sběr praktických informací.

Pokud jde o náklady na přizpůsobení se pravidlům Basel II, převládá názor, že do roku 2008 budou náklady na implementaci Basel II každoročně vyšší než celkové náklady, jež bankovní sektor vynaložil na to, aby zvládl problém přechodu počítačů na rok 2000 (Y2K). Jen v roce 2005 by banky v celém světě mohly na plnění požadavků Basel II vynaložit přibližně čtyři miliardy dolarů. BCBS je toho názoru, že je zatím nemožné jednoznačně odpovědět. Záleží mimo jiné na tom, jak sofistikovaný systém řízení rizik banka používá. Může jít o částku mezi 400 mil. USD u velké banky s nadnárodní sítí a 100 tis. USD, které předpokládají vynaložit některé malé banky.

Je tedy patrné, že postup přípravy bank na definitivní zavedení nového konceptu kapitálové přiměřenosti není vůbec statický. Vyvíjí se a zpřesňuje, komentáře publikují jak důvěryhodné autority, tak média. To je prostředí, ve kterém vysoké školy musejí zajistit, aby studenti ve škole získali správný a výstižný názor na nové přístupy nejen například k řízení rizik, ale ke všem dalším obdobným permanentně se měnícím oborům.

Didaktika – otázky vyučování, učení a vzdělávání

Rychlý vývoj právě v doporučeních Basel II je typickým příkladem reálné praxe, se kterou se musí vypořádat pedagogický proces na vysoké škole.

Český výraz pedagogika chápou laici většinou jako jakýsi receptář na výchovu dětí ve škole. Pedagogika podle nich není žádná velká věda, spíše rutinní obor zahrnující výchovu a vzdělávání. V současnosti se pro tradiční výchovu a vzdělávání také používá souhrnný pojem edukace. Je vhodný i vzhledem k mezinárodnímu obyčeji jako ekvivalent anglického termínu education. Vzdělávání, edukace, na úrovni vysoké školy má řadu složek, za nejdůležitější lze považovat obsah výukového kurzu. Obsah a forma prezentace vyučujícím jsou ty složky edukace, podle kterých studenti hlavně hodnotí úroveň výuky.

Při definování obsahu vzdělávání jsou ale vyučující až na druhém místě. Prvními konstruktéry obsahu výuky jsou tvůrci studijních materiálů, učebních plánů, učebních osnov, učebnic, didaktických textů pro žáky, metodických příruček pro učitele, standardů vzdělávání, požadavků na zkoušky a dalších souvisejících materiálů v pedagogice označovaných jako kurikulární dokumenty.

V českém školství je národní kurikulum zabezpečováno tím, že stát má prostřednictvím MŠMT ČR kontrolu nad schvalováním i produkováním ústředních dokumentů a programů školního vzdělávání. I výuka na vysoké škole má danou osnovu – základní strukturu poznatků a definovanou literaturu, případně další informační zdroje. To jsou zpravidla učebnice a studijní texty.
Učebnice patří neodmyslitelně ke školní edukaci. Jsou jedním z nejstarších produktů lidské kultury a používaly se dávno před vynálezem knihtisku. První učebnicové texty byly objeveny v archeologických nálezech po národech starověké Asýrie, Babylonu, Egypta a Číny. Několik

tisíc let př. Kr. byly vyrývány do hliněných destiček nebo psány na papyrové svitky. Poskytovaly poučení o vznikajících vědeckých oborech - aritmetice, geometrii, medicíně aj.

Jedním ze zakladatelů teorie a tvorby moderních školních učebnic byl Jan Amos Komenský. V díle Jana Amose Komenského, zejména v knize „Velká didaktika“ (první, latinské vydání 1657), jsou obsaženy četné návrhy vztahující se k vytváření optimálního edukačního prostředí pro školní výuku.

V současnosti se struktura a funkce učebnic stále propracovává. Dobře zpracovaná učebnice (například učebnice statistiky) je důmyslné médium s bohatě členěnou strukturou, příklady a funkčně konstruovanými komponenty této struktury. Teorie didaktiky uvádí, že mezi základní funkce učebnice patří:

- prezentace učiva - učebnice je především souborem informací, které musí prezentovat (předkládat, nabízet) uživatelům, a to různými formami: verbální, obrazovou, kombinovanou,
- řízení a vyučování - učebnice je současně didaktickým prostředkem, který řídí jednak žákovo učení (např. pomocí otázek, úkolů aj.), jednak učitelovo vyučování (např. tím, že udává proporce učiva vhodné pro určitou časovou jednotku výuky apod.),
- organizační (orientační) - učebnice uživatele orientuje o způsobech svého využívání (např. pomocí pokynů, rejstříku či obsahu aj.).

Učebnice ale mají jednu obrovskou nevýhodu – vzhledem ke své komplexnosti a více funkcím v edukačním procesu nemohou reagovat dostatečně pružně na vývoj jednotlivých oborů, především na vývoj technologií. Zřejmě i proto mnohem častěji využívají učebnice učitelé humanitních předmětů než učitelé přírodovědných předmětů. Doporučená vysokoškolská učebnice zpravidla nemá nástroje, jak zachytit aktuální vývoj v oboru, v našem případě novou aktuální situaci v doporučeních basilejského výboru. V této souvislosti pouze knihy několika českých autorů mohou podat základní prezentaci tématu a mohou být také využity k řízení vyučování, ale aktuální vývoj postihnout nemohou už ze své podstaty.

Řešení tedy musejí vyučující hledat ve využití nových medií. Pro ně je charakteristickým rysem konvergence mezi výpočetní technikou, komunikačními prostředky, informačními zdroji a vzděláváním, spotřební elektronikou, zábavním průmyslem a hrami.

K novým elektronickým (multi)mediím a jimi inspirovaným formám vyučování a učení se řadí:

- sítě (lokální počítačové sítě, on-line knihovny a další zdroje informací, E-mail, videokonference v distančním a podnikovém vzdělávání aj.),
- multimédia, která spojují různé formy uložení dat (video, dvou- a třídimenzionální animace, hypertext aj.) na různých nosičích (např. CD-ROM),
- mobilní prostředky a přístupy podporující různé formy distančního a distribuovaného vzdělávání, zahrnující bezdrátové LAN sítě, notebooky zapůjčované studentům pro práci doma, systémy dial-in, umožňující přístup k učebním materiálům „odkudkoli kdykoli” (virtuální škola).

Konvergence vede ke vzniku jevu nazývaného „edutainment”, tedy spojení zábavy a vzdělání. Následující tabulka ukazuje, co americké děti dělají na počítačích (do výběru jsou zahrnuty ty děti, které používají počítač alespoň příležitostně (podle výpovědí rodičů) - údaje jsou v procentech:

	Často	Občas	Málo	Vůbec
Práce do školy	**40**	**35**	**10**	**15**
Psaní textů	**36**	**33**	**11**	**20**
Vzdělávací hry	**34**	**31**	**13**	**22**
Dobrodružné hry	**36**	**34**	**15**	**15**
Kreslení, grafika	**24**	**32**	**18**	**26**

Český čtenář nalezne na knižním i časopiseckém trhu množství literatury o nových médiích a jejich využití v edukačním procesu. Zpravidla ale publikace vycházejí z potřeb profese vyučujícího a mapují možnosti, které nová technika poskytuje při diagnostice, výuce a hodnocení žáků nebo při organizaci práce učitele a školy.

Vyvstává závažná otázka: Má v edukaci centrální úlohu poznatek, nebo médium, které je jeho nositelem? Zastánci prvního názoru věří, že podstatná je idea, obsah sdělení, nikoli prostředek, který slouží jeho přenosu. Sama technická dokonalost zařízení nestačí zaručit úspěšnost multimediální výuky. Některé studie porovnávající výhody a nevýhody klasického učebního textu a multimediálních prostředků vedou k závěru, že rozdíly ve výsledcích učení jsou způsobeny převážně komunikovanými obsahy. Použité prostředky - učebnice nebo elektronika - nemají obecně podstatnější vliv na výsledek.

Naopak podle teorie, že samo médium má v edukaci centrální úlohu lze odvodit, že nová média přinášejí revoluční převrat do lidské společnosti, protože vznik informační společnosti natolik ovlivní budoucí trh práce, že bude potřeba zcela nově koncipovat i obsah a formy školního vzdělávání.

Podle názorů specialistů pedagogů nová média skutečně přinášejí kvalitativní změnu tím, že:
- umožňují realizovat v daleko širší míře některé didaktické postupy, jako je simulace reálného prostředí (fyzikálního, technologického, ekonomického), umožňují individualizované učení (řízení tempa žákem, inteligentní vyučovací systémy, které si pamatují „slabiny" každého žáka),
- vedou ke snížení strachu z neúspěchu (počítač umožňuje dělat chyby bez rizika ztráty sociálního statutu).

Zcela nové možnosti poskytují nové technologie i v edukaci na ekonomicky zaměřených vysokých školách. Pro přednášky a teoretický základ výuky využije pedagog učebnice. Ty jsou nezastupitelné i při výuce tak rychle se rozvíjející problematiky, jakou jsou například výše zmíněné nové přístupy k řízení rizik na základě doporučení Basilejského výboru pro bankovní dohled. Pro semináře a cvičení je výhodné a nutné pracovat s aktualitami dostupnými pohotově na internetové síti. Podmínkou úspěchu je ovšem investovat značné prostředky do počítačové gramotnosti učitelů a počítačové výbavy vysoké školy. V našich posluchárnách i na katedrách

počítače s připojením na Internet jsou. A na profesionalitě vysokoškolského učitele záleží, zda má schopnost:

- rozpoznat že v určité situaci je potřeba získat informace aktuální a nad rámec obsahu učebnic,
- určit, které informace jsou potřebné studentům sdělit,
- nalézt potřebné informace například na Internetu,
- zhodnotit jejich spolehlivost a přiměřenost;
- uspořádat tyto informace a použít je v procesu edukace.

Pro pedagogiku a pedagoga se zde otevírá řada otázek a také příležitostí.

Investice do vzdělání a regulace finančních trhů
Petr Wawrosz

Na finančních trzích na straně jedné vystupují ty osoby, které nabízejí své volné finanční prostředky, a na straně druhé subjekty, které nemají dostatek financí k tomu, aby mohly realizovat své investiční příležitosti. Tito lidé tedy nabízejí majitelům volných finančních prostředků investiční příležitosti a majitelé finančních prostředků poptávají investiční příležitosti.

Je nepochybné, že investiční příležitostí je i získání vzdělání, protože zpravidla platí přímá úměra: čím vyšší stupeň vzdělání, tím vyšší příjem držitele tohoto vzdělání. Zájemci o vzdělání ale často nemají dostatek prostředků k tomu, aby mohli financovat všechny náklady spojené se vzděláním (k těmto nákladům je nutno zařadit i náklady obětované příležitosti, kdy člověk v průběhu svého studia nemá čas vykonávat jiné výdělečné aktivity a přichází tak o příjem). Zájemci o vzdělání se proto obracejí na finanční trhy, aby potřebné finance získali. Ve vyspělých zemích existuje celá škála nástrojů, které to dovolují (např. půjčky se zvýhodněnou pomocí, s odloženou dobou splatností apod.). Na řadě z těchto nástrojů se podílejí jednotlivé vládní úrovně (např. v podobě záruk). V České republice většina bank nabízí studentům tzv. studentská konta a některé peněžní ústavy i studentské půjčky, můžeme však prohlásit, že tyto půjčky jsou víceméně poskytovány za běžných komerčních podmínek.

V poslední době se v oblasti financování vzdělávání rozšířil princip přenesené ceny. V čem spočívá? Vychází z toho, že jedním z cílů zájemců o vzdělání je zvýšení jejich budoucího příjmu. Investice do vzdělání je potom splácena z tohoto budoucího příjmu – uchazeč hradí za vzdělání po stanovenou dobu určité procento svého budoucího příjmu. Podmínkou přitom zpravidla je, že budoucí příjem uchazeče překročí nějakou stanovenou hranici (např. definovanou jako určitý násobek minimální či průměrné mzdy). Jen na okraj má smysl zmínit, že princip přenesené ceny není ničím novým – funguje např. v oblasti energetických úspor, kdy firma, která realizuje úsporu (např. v podobě zateplení domu, výměny oken) dostává jako odměnu část z částky, kterou ušetřil ten, kdo si energetickou úsporu objednal.

Na principu přenesené ceny je založen systém vysokoškolského vzdávání v Austrálii. V USA vznikly soukromé společnosti, která poskytují půjčky studentům na vzdělání. Tyto půjčky splácejí studenti formou přenesené ceny, tedy ze svého budoucího příjmu. Princip přenesené ceny funguje na rozložení rizika – někteří studenti budou mít vysoký budoucí příjem a proto zaplatí více, zatímco ti studenti, kteří nedosáhnou požadované minimální hranice, nebudou platit nic. Pokud budou převažovat studenti s vysokým příjmem, může systém v pohodě fungovat.

Samotné soukromé společnosti, které poskytují půjčky studentům na principu přenesené ceny, zpravidla nemají dostatek financí, aby mohly uspokojit všechny zájemce o studentskou půjčku. Tyto společnosti si tedy musí samy vypůjčit od institucionálních investorů – typu bank apod. V ČR zatím žádná soukromá společnost poskytující půjčky na vzdělání, které jsou spláceny formou přenesené ceny, neexistuje. Položme si ale přesto otázku, jak by tato společnost uspěla při svém vzniku a při získávání potřebných finančních zdrojů.

Poslední změny obchodního zákoníku zjednodušují proces vzniku a registrace právnických osob. Firma poskytující půjčky na vzdělání by zjevně měla podobu společnosti s ručením omezeným nebo akciové společnosti. Musela by tedy splnit podmínky pro svůj vznik – např. v podobě minimálního základního jmění. Pokud by dále chtěla získat zdroje, které by poskytovala jako půjčky studentům, byla by pro ni nejjednodušší formou půjčka od nějaké banky. Zde by stačilo uzavřít klasickou smlouvu o úvěru, přičemž o této formě získání peněz můžeme říci, že není spojena s většími právními překážkami. (Vědomě se nezabýváme otázkami posuzování bonity uchazeče o úvěr, skutečnou výší úrokové míry – přičemž úvěr by musel být relativně dlouhodobý, protože první studenti začnou ze svého příjmu splácet půjčku až za několik let). Na českém trhu je ale poměrně komplikované a svým způsobem nemožné získat peníze jiným způsobem – od podílových fondů, penzijních fondů, pojišťoven, emisí dluhopisů, či emisí akcií. Důvodem jsou přísné limity, do čeho mohou výše uvedení institucionální investoři investovat, přísná pravidla pro veřejnou emisi akcií a emisi obligací.
S podobnými problémy se setkává většina soukromých společností. Je přitom třeba zdůraznit, že většina pravidel, která omezují investice institucionálních investorů, nejsou českým výmyslem, ale vycházejí z příslušných právních norem Evropské unie.

V České republice, kde zejména v 90. letech došlo k řadě finančních skandálů, k jevům, pro které se vžilo označení tunelování majetku, může navíc znít každé volání po zmírnění regulace finančních trhů podezřele. Lze oprávněně namítat, že situace, kdy finanční trhy nejsou regulovány, dostatečně dokáží využít nejrůznější osoby, kterým jde pouze o jejich prospěch a nikoliv o prospěch klientů, které těmto osobám svěřily své úspory.

S podobnými podvody se samozřejmě nesetkáváme jen v ČR. Nedávné účetní skandály potvrdily, že jsou přítomny i na rozvinutějších finančních trzích, respektive na finančních trzích s delší tradicí. Regulace je v dnešním globalizovaném světě, pro který je mimo jiné charakteristická vysoká mobilita kapitálu, nutná. Regulace nepochybně omezuje riziko investorů, předchází podvodnému nebo vysoce neopatrnému jednání, které ve svých důsledcích může poškodit celou ekonomiku (např. v podobě poklesu hrubého domácího produktu, růstu nezaměstnanosti apod.) Přesto se ukazuje, že nadměrná regulace může bránit realizaci některých investičních příležitostí. Financování do vzdělání, půjčky osobám, které mají zájem se vzdělávat, přičemž tyto půjčky jsou spláceny formou přenesené ceny, patří k jedněm z nich. Paradoxně tak regulace může přispívat k negativním jevům, kterým se snaží zabraňovat (např. nedostatečný ekonomický růst). V ČR, kde i historicky většina cizích zdrojů má podobu bankovních úvěrů, může regulace pomáhat zachovat peněžním ústavům jejich ekonomickou sílu, která se odráží i v jejich dominantním postavení. (Nechceme zde diskutovat o tom, zda-li jej peněžní ústavy zneužívají či nikoliv, současné spory kolem výše bankovních poplatků však může ledacos naznačovat.) Za podstatnější však pokládám skutečnost, že finanční trhy neplní v důsledku přílišné regulace svou funkci.
Řešení nejsou jednoznačná. Nabízí se třeba možnost, aby vedle sebe existovalo více finančních trhů, přičemž některé budou regulované a budou tedy zpravidla nabízet nižší výnos, ale i nižší riziko ztráty. Na jiných budou pravidla regulace mírnější, přičemž na tyto trhy budou moci alespoň částečně vstupovat institucionální investoři typu podílových fondů atd.. Lze ale

namítnout, že běžný investor nedokáže mezi těmito trhy rozlišit, že existence rozdílných pravidel bude zvyšovat transakční náklady, čili že nepřispěje k rozvoji věci.
Cílem mého příspěvku nebylo nabídnout řešení. Chtěl pouze upozornit, že investice do vzdělání patří k významným investičním příležitostem a jako takové by měly být předmětem obchodů na finančních trzích. Je ale otázkou, zda současná regulační pravidla těchto trhů dovolují, aby šlo dané investice odpovídajícím způsobem realizovat.

Seznam referátů přednesených na mezinárodní konferenci
„Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor“
(Praha, 14. – 15. 6. 2005)

PhDr. Ing. Ivan Babouček, CSc.
Česká národní banka
Funkce věřitele poslední instance a bankovní regulace a dohled

Ing. Josef Budík, CSc.,
Katedra financí a finančních služeb VŠFS
Regulace finančních trhů ve výuce vysokých škol

Ing. Helena Čacká
ředitelka UNIVYC
Česká národní banka - Projekt centrálního depozitáře

prof. PhDr. Vladimír Čechák, rektor VŠFS
doc. RNDr. František Charvát, DrSc., Všeobecná obchodní společnost, s.r.o.
prof. Ing. František Zich, DrSc., Katedra komunikace a managementu VŠFS
Sociologie peněz

prof. PhDr. Vladimír Čechák, CSc.
rektor VŠFS
Problematika finančních trhů a její místo ve vědeckovýzkumné koncepci VŠFS

Eliška Daňková
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Daňové aspekty opcí jako odměny zaměstnanců

doc. Ing. Eva Ducháčková, CSc., Katedra bankovnictví a pojišťovnictví VŠE
prof. Ing. Jaroslav Daňhel, CSc., vedoucí katedry bankovnictví a pojišťovnictví VŠE
Aktuální problémy dozoru nad pojišťovnictvím

Ing. Michaela Erbenová, Ph.D.
vrchní ředitelka a členka bankovní rady ČNB
Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky

prof. Dr. Ing. Jan Frait
vrchní ředitel a člen Bankovní rady ČNB
Měnová politika v nízkoinflačním prostředí, ceny aktiv a finanční stabilita

Ing. Martin Gardavský
místopředseda představenstva a generální sekretář Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců České republiky
Projekt samoregulace AFIZ

Mgr. Richard Hulín
poradce generální ředitelky Úřadu pro finanční trh SR
Regulácia finančného trhu v SR po vstupe do EÚ

Ing. Pavel Hollmann
předseda prezídia Komise pro cenné papíry
Integrace dozoru

Ing. Mária Hurajová
generální ředitelka Burzy cenných papírů Bratislava
Bratislavská burza po vstupe Slovenska do EÚ

Ing. František Jakub
EFFICIENT INVESTMENTS, Ltd.
Kam směřuje institucionální struktura regulace a dozoru nad finančním trhem?

Kateřina Jankovcová
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Australská komise pro regulaci obezřetného podnikání

Ing. Petr Koblic
generální ředitel Burzy cenných papírů Praha
O Burze cenných papírů v Praze

doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc.
prorektor pro pedagogickou práci VŠFS
Teoretická a metodologická východiska analýz systémů regulace a dozoru nad finančními trhy

Bc. Eva Krištofová
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Správní delikty obchodníka s cennými papíry

doc. Ing. Václav Liška, Ph.D., Mgr. Jan Gazda
Katedra společenských věd, fakulta stavební, ČVUT
Globalizace kapitálových trhů a vývoj kolektivního investování v České republice a na Slovensku trhem?

Ing. Tomáš Macák
Vysoká škola ekonomických studií, s.r.o.
Controlling příjmové strany cash - flow

Lubor Malina
ředitel Národní banky Slovenska
Riziká regulácie v minulosti a budúcnosti

Dr. Stanislav Mareš, CSc.
Katedra řízení podniku a podnikové ekonomiky VŠFS.
Kritické poznámky k realizaci atributivních funkcí tuzemského veřejného akciového trhu

Bc. Miroslav Motl, DiS.
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Hodnocení efektivnosti činnosti regulace a dozoru

Bc. Petra Paťková
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Teoretické názory na regulaci a dozor finančních trhů

doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc
katedra financí a finančních služeb VŠFS
Jak se mění a kam směřují finanční trhy ve světě

Bc. Michal Pokorný
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Finanční konglomeráty – Přínos nebo hrozba?

Ing. Tomáš Prouza
náměstek ministra financí ČR
Budoucnost dohledu nad finančními trhy

JUDr. Ing. Zdeněk Radil
generální tajemník České asociace obchodníků s cennými papíry
Role a místo ČAOCP na kapitálovém trhu

prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc.
prorektor pro rozvoj a finance VŠE, katedra měnové politiky VŠE
Krize bankovního systému – prevence a následná řešení

JUDr. Zdeněk Schraml
ředitel Odboru právních služeb Úřadu pro finanční trh SR
Nový zákon o integrovanom dohľade nad finančným trhom

Ing. Jaroslav Šulc, CSc.
vedoucí katedry financí a finančních služeb VŠFS
Poznámky k aktuálnímu vývoji finančních trhů a dozoru nad nimi

doc. Radim Valenčík CSc., Dr. Rafik Bedretdinov
Katedra ekonomie a mezinárodních vztahů VŠFS
Transakční dálnice na finančních trzích a regulace provozu na nich

Ing. Růžena Víšková, Ph.D.
Jihočeská univerzita
Zajištění úvěrů jako jeden z aspektů řízení úvěrového rizika v největších bankách v České republice

Mgr. Petr Wawrosz
Katedra ekonomie a mezinárodních vztahů VŠFS
Investice do vzdělání a regulace finančních trhů

SEZNAM ÚČASTNÍKŮ KONFERENCE

„AKTUÁLNÍ VÝVOJ FINANČNÍCH TRHŮ, JEJICH REGULACE A DOZOR“, KONANÉ VE DNECH 14. - 15. 6. 2005

JUDr. Ivan Angelis, CSc., Česká bankovní asociace
Ing. Václav Albert, STACH & S.T., a.s.
RNDr. Luděk Ambrož, CSc., Ministerstvo financí ČR
PhDr. Ing. Ivan Babouček, CSc., Česká národní banka
Ing. Petr Bartoň, AFIN BROKERS, a.s.
Ing. Jana Běhounková, UNIVYC, a.s.
Ing. Růžena Breuerová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Josef Budík, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
RNDr. Petr Budinský, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Marie Cerňáková, novinářka
Mgr. Klára Cetlová, Ministerstvo financí ČR
Ing. Marek Curček, Všeobecná zdravotní pojišťovna ČR
Ing. Helena Čacká, UNIVYC, a.s.
Anna Čečáková, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
prof. PhDr. Vladimír Čechák, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Josef Čížek, Česká asociace pojišťoven
prof. Ing. Jaroslav Daňhel, CSc., Vysoká škola ekonomická v Praze
Bc. Eliška Daňková, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
doc. Dr. Ing. Dana Dluhošová, Vysoká škola báňská, Technická univerzita Ostrava
doc. Ing. Eva Ducháčková, CSc., Vysoká škola ekonomická v Praze
Mgr. Roman Dvorský, Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR
Ludmila Dzumpelová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Michaela Erbenová, Ph.D., Česká národní banka
Ing. Vladimír Ezr, CSc., Burza cenných papírů Praha, a.s.
PhDr. Petr Fejtek, ECONOMIA a.s.
Ing. Pavel Fischer, SPORTLEASE s.r.o.
Mgr. Michal Franěk, Ministerstvo financí ČR
Ing. Kamil Franěk, PPF a.s.
prof. Dr. Ing. Jan Frait, Česká národní banka
Ing. Martin Gardavský, Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR
Ing. Kateřina Hankerová, Česká pojišťovna, a.s.
Karel Hampl, NESS Czech, s.r.o.
Ing. Eduarda Hekšová, Ministerstvo financí ČR
Ing. Pavel Hollmann, MBA, Komise pro cenné papíry
Ing. Miroslav Hořejší, Poštovní tiskárna cenin Praha
Ing. Eva Hoskovcová, UNIVYC, a.s.
Ing. Karel Housa, Vysoká škola obchodní v Praze, o.p.s.
Dr. Mgr. Milan Hradec, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Mgr. Karel Hrubý, OVB Allfinanz, a.s.
Bc. Miroslav Hudák, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Mgr. Richard Hulín, Úrad pre finančné trhy Bratislava
Ing. Mária Hurajová, Burza cenných papierov v Bratislave
Mgr. Ing. Zdeněk Husták, Komise pro cenné papíry
Mgr. Veronika Hynková, Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR
doc. RNDr. František Charvát, DrSc., Všeobecná obchodní společnost s.r.o.
Ing. Milan Indra, Ministerstvo financí ČR

Ing. František Jakub, EFFICIENT INVESTMENTS, Ltd.
Ing. Bedřich Janáček, Středisko cenných papírů
Miroslav Janda, Česká spořitelna, a.s.
Ing. Marie Jandová, Calyon bank CZ
Kateřina Jankovcová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
doc. Ing. Tomáš Ježek, CSc., Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců ČR
prof. Ing. Jaroslav A. Jirásek, DrSc., ALTA
doc. Ing. Milan Kašík, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Petr Koblic, Burza cenných papírů Praha, a.s.
Ing. Kamil Kočí, Penzijní fond Komerční banky, a.s.
PhDr. Jozef Kovalovský, CSc., ekonomický a finanční poradce
Ing. Eva Kozelková, UNIVYC, a.s.
Bc. Eva Krištofová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Hana Krňávková, Česká pojišťovna a.s.
Ing. Jaroslav Kroiher, CSc., Česká bankovní asociace
doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Martin Kulhánek, RSJ Invest, a.s.
Ing. Emil Kurčík, Ministerstvo financí ČR
Dr. Karel Kvapil, CSc. Právo
PhDr. Ladislav Lašek, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
doc. Ing. Václav Liška, Ph.D., České vysoké učení technické
Ing. Tomáš Macák, České vysoké učení technické v Praze
Lubor Malina, Slovenská národná banka, Bratislava
Miroslava Manželová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Dr. Stanislav Mareš, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Kamil Mařík, Professional Publishing
Mgr. František Mašek, ECONOM
Ing. Jaroslav Mesršmíd, CSc., Česká asociace pojišťoven
Jiří Miřička, Česká pojišťovna a.s.
Bc. Miroslav Motl, DiS., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
PhDr. Marie Němcová, Ministerstvo financí ČR
Ing. Jiří Opletal, Burza cenných papírů Praha, a.s.
Bc. Petra Paťková, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
JUDr. Ladislav Pauker, Česká bankovní asociace
doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Ivan Pelikán, Garanční fond obchodníků s cennými papíry
Bc. Patrik Perner, DiS., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Bc. Michal Pokorný, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Mgr. Radim Polanský, Advokátní kancelář Balcar, Polanský & Spol.
Ing. Petr Pospíšil, Všeobecná zdravotní pojišťovna ČR
Jana Pražáková, BBS, Česká spořitelna, a.s.
Ing. Jaroslava Prchlíková, Česká podnikatelská pojišťovna, a.s.
Ing. Jan Procházka, CYRRUS, a.s.
Ing. Tomáš Prouza, Ministerstvo financí ČR
Ing. Blahoslav Přikryl, Českomoravská záruční a rozvojová banka, a.s.
JUDr. Ing. Zdeněk Radil, Česká asociace obchodníků s cennými papíry
prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Vysoká škola ekonomická v Praze
Ing. Lenka Reváková, PPF banka, a.s.
PhDr. Lenka Ruppertová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Helena Rybková, Technická univerzita v Liberci

JUDr. Zdeněk Schraml, Úrad pre finančné trhy Bratislava
Ing. Ivana Sedláčková, Komise pro cenné papíry
Ing. Vladimír Skalný, Burza cenných papírů Praha, a.s.
Otakar Smolík, NESS Europe
Ing. Jaroslav Sochor, EFEKTA Consulting a.s.
Ing. Jiří Staněk, SPGroup, a.s.
Ing. Milada Staňková, Ministerstvo financí ČR
Magda Straková, DiS., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Dr. Bohuslava Šenkýřová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Milan Šimáček, Komise pro cenné papíry
Ing. Petr Špaček, CSc., Česká bankovní asociace
Ivan Špinar, Československá obchodní banka, a.s.
Jana Šrámková, Integrated Financial Services, s.r.o.
Bohumil Štamberk, CSc., Mezinárodní banka hospodářské spolupráce
Ing. Jaroslav Šulc, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Josef Tauber, Česká exportní banka, a.s.
Iveta Tomanová, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Božena Tomášková, Česká pojišťovna a.s.
Ing. Václav Tomek, ZFP akademie, a.s.
Milada Trojanová, Bankovní akademie a.s.
Mgr. Anton Tyutin, CERGE-EI
Mgr. Lukáš Vacek, Ministerstvo financí ČR
Ing. Alena Vácová, Česká bankovní asociace
doc. Radim Valenčík, CSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
prof. Ing. Tibor Vaško, CSc.
Ing. Soňa Vašků, Parlament České republiky
Ing. Jitka Veselá, Ph.D., Vysoká škola ekonomická v Praze
Ing. Marek Viktorýn, Global Brokers, a.s.
Ing. Petr Vinš, CRA RATING AGENCY, a.s.
Ing. Růžena Višková, Ph.D., Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
Lukáš Vlašaný, GES INVEST, a.s.
Michaela Vokatá, Commerzbank AG, pobočka Praha
Marta Vreštiaková, Magistrát města Mostu
Mgr. Petr Wawrosz, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Libor Winkler, CSc., RSJ Invest, a.s.
Lenka Zahálková, Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
Ing. Eva Zamrazilová, CSc., Komerční banka, a.s.
prof. Ing. František Zich, DrSc., Vysoká škola finanční a správní, o.p.s.
prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal, Vysoká škola báňská
Tomáš Zimmermann, ČTK