# K INTEGRACI REGULACE A DOHLEDU NAD FINANČNÍMI TRHY A MOŽNOSTEM JEJÍ PRAKTICKÉ REALIZACE (1)

# ON INTEGRATION OF REGULATION AND SUPERVISION OF THE FINANCIAL MARKETS AND ON FACILITICS OF ITS APPLIED IMPLEMENTATION

**Antonín Kubíček**
**Vladislav Pavlát**

## Úvod

Současný výzkum v oblasti regulace a dohledu nad finančním trhem se snaží mj. nalézt a definovat teoretická a metodologická východiska analýz jejich existujících systémů, analyzovat základní souvislosti mezi stupněm rozvoje tohoto trhu a odpovídajícím systémem regulace a dohledu zajišťujícím optimální a efektivní míru těchto činností při únosných nákladech a konečně definovat kvalitativní a kvantitativní kritéria efektivního fungování systémů regulace a dohledu nad finančním trhem a pomocí těchto kritérií vymezit teoreticky optimální strukturu organizace těchto systémů.

Tyto snahy a možnost jejich reálného naplnění je nezbytné založit a následně postupně rozpracovávat do hlubokých a empiricky ověřených objektivně působících trendů, které objektivně vymezují obsah a rozsah vztahů a procesů, subjektů i objektů, které by měly v této oblasti existovat a působit. Současně s těmito snahami, zvolenými východisky a na jejich základě vytvořenými modelovými podobami vztahů, procesů, subjektů i objektů je nezbytné porovnávat jejich shodu či odlišnost od podob jejich reálné, praktické a především subjektivní aplikace.

Možnost této komparace a úroveň jejího využití je pochopitelně bezprostředně svázána s úrovní znalosti reality, s reálností stanovených cílů a v neposlední řadě i s možností navrhovat změny ve stávající úpravě a v případě dosažení konsensu s jejich podstatou i formou i jejich následná realizace. Při obrovské složitosti, závažnosti a nákladnosti všeho, co se v uvedené oblasti odehrává, je dosažení takového konsensu velmi obtížné. Proto je třeba vždy postupovat s maximální uvážlivostí a s maximální provázaností všech dílčích kroků, které je nutné bezpodmínečně uskutečnit k dosažení komplexnějších řešení. Akce typu „Big Bang“ jsou možné jen zcela výjimečně.

Příprava významnějších změn v oblasti regulace a dohledu je vždy věcně i časově velmi náročná. V současné době, kdy probíhají globalizační, internacionalizační a integrační procesy ve všech částech stále více informačně propojeného světa, tato

věcná a časová náročnost ještě vzrůstá. Dříve obvyklé dimenze se mění a nerespektování nebo dokonce přehlížení tohoto faktu může působit značné problémy.

Jedním z problémů, kde v současnosti dozrává potřeba změny, je otázka integrace regulace a dohledu nad finančním trhem, resp. nad finančními trhy. Objektivní změny, ke kterým dochází v tržních ekonomikách, vyžadují i odpovídající změny v systému regulace a dohledu nad finančními trhy. V řadě zemí s vyspělejšími finančními trhy než je finanční trh v ČR - a máme nyní především na mysli některé členské země EU - byly takové změny již realizovány dříve než u nás.

## 1 Systémy regulace a dohledu a snahy o jejich optimalizaci

Zpracování příspěvku věnovaného problematice integrace regulace a dohledu nad finančními trhy se neobejde alespoň bez velmi stručné zmínky (2) o jejích systémech, jejich klasifikaci, hlavních typech a o snahách je optimalizovat, a tak zabezpečit co nejefektivnější plnění jejich základních cílů a úkolů.

Dosavadní vývoj regulace a dohledu je spojen s rozsáhlou množinou jejích konkrétních systémů, které vykazují mnoho odlišností a specifických zvláštností. Tyto odlišnosti odrážejí působení mnoha faktorů, jako je např. rozdílný historický vývoj jednotlivých zemí, odlišná struktura finančního systému, různý politický systém a jeho tradice a v neposlední řadě také velikost dané země a jejího finančního sektoru. Vedle těchto rozdílů vykazují však různé systémy i celou řadu shodných, obecných rysů, jako je např. základní cíl regulace a dohledu, za který je možno považovat zachování integrity finančního trhu spojené především s ochranou investorů, ve všech jejich konkrétních podobách, spolu se zachováním maximální funkčnosti a efektivnosti.

Jednotlivé systémy však se zároveň liší řadou specifických prvků, a to zejména tím, které skutečnosti regulují, zda regulují subjekty působící v určitých subsegmentech finančního trhu, nebo činnosti subjektů týchž nebo různých subsegmentů, jaký je rozsah a hloubka regulace a dohledu, zda regulační a dohledovou činnost vykonává jediný nebo více subjektů, jakou má tento subjekt nebo subjekty pravomoc atd. Některé z uvedených prvků mají kvalitativní a jiné kvantativní povahu a je možno se setkat i s jejich kombinací.

### 1.1 Klasifikace systémů regulace a dohledu

Systémy regulace a dozoru jsou založeny jednak právními normami schválenými zákonodárnými orgány na návrh k tomu oprávněného subjektu (někdy se zde setkáváme s termíny jako vrcholový regulátor nebo regulátor vyššího stupně) a precizovány v prováděcích podzákonných normách vydávaných regulačním orgánem (běžně nazývaným regulátor) a jednak způsoby a formami kontrolních praktik (dozor, dohled, supervize) prováděnými orgány dohledu, které mohou být organizačně součástí regulátora, nebo mohou být samostatné.

Pro snazší orientaci v jednotlivých systémech byla vytvořena řada klasifikací, a to podle specifických prvků, ze kterých jsou tyto systémy složeny. Pro ilustraci je zde uvedena klasifikace použitá ve výše citované publikaci. (3) Tato klasifikace pracuje s osmi dále uvedenými hledisky:

1. Předmět regulace – institucionální či funkcionální systémy
2. Rozsah (záběr) regulace – univerzální (všeobecné, všezahrnující neboli tzv. mega-systémy) či specializované systémy
3. Počet regulátorů finanční sféry – systémy s jediným či několika regulátory
4. Postavení regulátora v systému státních institucí – systémy centralistické či decentralizované, respektive kombinace obou forem
5. Pravomoc regulátora – autonomní či podřízené systémy
6. Demokratičnost fungování regulátora – systémy státní regulace a dohledu či systémy s prvky samoregulace regulovaných organizací, respektive jejich profesních sdružení
7. Způsob financování regulátorovy činnosti – systémy plně financované z prostředků regulovaných organizací či systémy plně financované z prostředků státního rozpočtu, respektive systémy financované kombinovaným způsobem
8. Způsob provádění regulace a dohledu – systémy uplatňující spíše formální a byrokratický přístup k řešení otázek regulace a dohledu, či systémy, které kladou primární důraz na obsahovou (věcnou) stránku problému.

Výše uvedené charakteristiky, které jsou zde záměrně uváděny jako protiklady, se ovšem v praxi v této čisté podobě nevyskytují. Každý konkrétní systém regulace a dohledu je většinou kombinací jednotlivých prvků, při čemž váha některých z nich je obvykle převládající.

Právě při vytváření tohoto reálného „mixu“ je nezbytné a zároveň i velmi obtížné udržet vhodnou míru kombinace, a to výlučně kompatibilních prvků. Přestože platí, že obecně přijatelný optimální model je v praxi téměř nedosažitelný, je teoreticky možné ho kombinací kompatibilních prvků vytvořit. Jako příklad je možno např. uvést autonomní funkcionální systém obsahující prvky samoregulace, financovaný z prostředků regulovaných subjektů, věcný, transparentní a flexibilní s nezbytným dodatkem: relativně nenákladný a výkonný. K takto vymezenému optimálnímu systému je pochopitelně možné relativně snadno naformulovat i představu jeho opaku.

Vytvořená klasifikace je nezbytným východiskem pro praktické srovnávání existujících reálných systémů v jednotlivých národních ekonomikách i pro vytváření možných kombinací různých prvků pro další možný vývoj systémů regulace a dohledu. Od klasifikace různých systémů vede cesta k typologii systémů, která zahrnuje i jejich možné budoucí podoby.

## 1.2 Současné hlavní typy regulace a dohledu nad finančním trhem

V současném světě v podstatě existují tři hlavní typy regulace a dohledu nad finančními trhy:

a) **mega-systém**, kdy jediný univerzální regulátor celé finanční sféry zajišťuje regulaci a dohled nad veškerými finančními agendami realizovanými v dané národní ekonomice; další část tohoto příspěvku se tímto typem systému zabývá podrobněji, protože jej řešitelé grantového projektu považují za nejprogresivnější;
b) systém založený na existenci **dvojice regulátorů**, z nichž každý zabezpečuje část agend spojených s regulací a dohledem nad finančním trhem;
c) systém regulace a dohledu, který provádí **jeden nebo více specializovaných regulátorů.**

Jako příklad prvého typu je možno uvést systémy ve Velké Británii, Spolkové republice Německo či v Rakousku, které představují jednu z možných forem reakce na objektivně se prosazující trendy ve vývoji finančních trhů. Druhý typ, který bývá také nazýván „dvojče" (twin) je v současné době využíván v Austrálii. Třetí typ existuje např. v Itálii, kde regulace a dohled nad kapitálovým trhem jako segmentem finančního trhu je svěřena jedné specializované instituci, další segmenty jsou pak regulovány jednou nebo i několika specializovanými regulačními institucemi.

Pro další hlubší analýzu mega-systému je nezbytné již na tomto místě konstatovat, že uvedený systém je obvykle vnitřně diferencován. V rámci tohoto všezahrnujícího systému totiž obvykle existují jeho části, které nyní plní funkce, které dříve při existenci institucionálního systému byly vykonávány samostatnými regulátory orientovanými na regulaci a supervizi určitého souboru institucí – banky, pojišťovny, subjekty kolektivního investování, obchodníky s cennými papíry aj. Zároveň v tomto všezahrnujícím systému existují také části, které byly při existenci funkcionálního systému orientovány na regulaci a dohled na určité soubory činností – obchodování s cennými papíry, kolektivní investování, penzijní připojištění apod.

V dosud použitých schématech byly uvedené hlavní typy systémů regulace rozčleněny tak, aby byla jasně zřetelná převládající vývojová tendence vedoucí ke slučování dosud oddělených systémů regulace a dohledu nad jednotlivými segmenty finančního trhu v jediný univerzální a všezahrnující celek – mega systém nebo jinak vyjádřeno **integrovaný jednotný systém**. Tento pohled je pohledem zdůrazňujícím objektivnost vazby tendence vývoje regulace a dohledu se základní vývojovou tendencí soudobého finančního trhu jako složitého, vnitřně diferencovaného systému, který navíc – při prosazující se internacionalizaci a globalizaci – bude v budoucnu nepochybně směřovat i ke složitějším formám a způsobům integrace regulace a dohledu nad finančními trhy.

## 1.3 Optimalizace regulace a dohledu nad finančními trhy a její možné cesty

V různých obdobích dosavadního vývoje finančního trhu a jeho regulace a supervize existovaly mnohdy značně rozdílné názory na úroveň a rozsah této regulace. Ani dnes tomu není jinak. Co však odlišné názory spojuje, je vědomí toho, že regulace a dohled nad finančními trhy nikdy není optimální.

Podle názorů, s nimiž se lze setkat na úrovni jednotlivých subjektů finančního trhu, je rozsah této regulace většinou příliš velký, nákladný, málo efektivní. Výjimkou není ani úplné odmítání regulace, i když již méně hlasité než v minulosti.

V určitých situacích na finančním trhu se na kritickém hodnocení regulace finančních trhů shoduji i subjekty, které nepochybují o nezbytnosti její existence. V určitých situacích se pak obvykle hovoří o **přeregulaci nebo podregulaci**, i když většinou jde o značné zjednodušení.

Za příznivého vývoje konjunktury se někomu regulace jeví jako přehnaná a zbytečně nákladná. Za nepříznivého vývoje konjunktury, kdy ve finanční sféře dochází k různým selháním, je naopak regulace prohlašována za nedostatečnou a neschopnou uchránit tuto sféru před podobnými problémy.

Rozdílnost názorů na regulaci a dohled je podmíněna i rozdílnými zájmy jednotlivých skupin subjektů působících na finančních trzích - zjednodušeně vzato, protikladnými zájmy investorů a poskytovatelů finančních služeb.

Z těchto skutečností pramení permanentní snaha o optimalizaci regulace a dohledu nad finančními trhy. Obecně je možno konstatovat, že tato snaha se realizuje převážně ve dvou úrovních, a to nejprve ve vymezení žádoucí „optimalizace“ a poté v realizaci definované optimalizace. V žádném případě ovšem nelze opomenout třetí úroveň této snahy, a to úroveň trvalého zdokonalování výsledku dosaženého v obou předchozích úrovních.

Pokud jde o poznání, respektive definici optimálního systému regulace a dohledu nad finančním trhem, je nutno si nejprve položit otázku, co je smyslem a cílem regulace a dohledu nad finančními trhy.

Na tomto místě se nelze zabývat celou plejádou možných odpovědí na tuto otázku a jejich analýzou a hodnocením. Lze však - jako příklad - uvést to, na čem je více méně shoda mezi většinou teoretiků i praktiků zabývajících se touto problematikou v ČR: totiž příkladem definice poslání a cílů Komise pro cenné papíry, kterou dostala do vínku při svém založení v roce 1998: „Posláním Komise je posilovat důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh. Cílem Komise je přispívat k ochraně investorů a k rozvoji kapitálového trhu a podporovat osvětu v této oblasti.“ (4)

S obdobnými definicemi, stručnějšími nebo naopak košatějšími, se lze setkat nejen v právních normách, ale i v nesčetném množství publikací různého charakteru vydávaných téměř kdekoliv na světě, a to v minulosti, současnosti a nepochybujeme o tom, že i v budoucnosti. Na mezinárodní konferenci věnované problematice regulace a dozoru, kterou pořádala VŠFS v roce 2003, byl základní cíl regulace a dohledu definován takto: „…zachovat a dále rozvíjet plně funkční finanční trh, a to ve všech jeho konkrétních formách a podobách, aby byl schopen plnit své základní poslání…..“ (5)

Současně je ovšem třeba zdůraznit, že kromě takto formulovaných základních, obecných, nevyvratitelných, strategických cílů je třeba vždy definovat i cíle a úkoly související se změnami finančního systému, které nastaly v minulém období nebo se rýsují jako pravděpodobné vývojové tendence. V moderním, dynamicky se rozvíjejícím hospodářství nesmí regulace a dozor zaostávat za dynamikou vývoje finančních trhů, která s sebou vždy přináší nové a nové problémové situace, k jejichž pozitivnímu řešení – ve prospěch investorů – má existující regulace a dohled přispívat.

Uvažujeme-li tedy o optimálním systému regulace a dohledu, pak tyto úvahy mají mimo jiné jednoznačně vyústit v předpoklad jeho **maximální pružnosti**, která by zabezpečovala nejen rychlou reakci na vzniklé problémy uplatněním represivních složek jeho činnosti (negativní regulace), ale který by také dovedl předvídat možný vznik negativních situací a předem ke splnění svých cílů uplatnil komplex preventivních složek své činnosti (pozitivní regulace). Většina dnes používaných systémů regulace a dohledu je bohužel schopna plnit předpoklad pružnosti a předpoklad kombinace represe a prevence jen částečně.

Při řešení zadání optimalizace systému regulace a dohledu není možné se vyhnout ani problému výkonnosti orgánů a institucí, jejichž činnostmi se daný systém realizuje, a tak s větší či menší efektivností naplňují jemu stanovené cíle a úkoly. Efektivnost celého systému nemůže tedy být v žádném případě závislá pouze na optimálním spojení jeho jednotlivých kompatibilních prvků. Z hlediska nákladů jsou změny v systému převážně spojeny s relativně vysokými, ale více či méně jednorázovými náklady, kdežto činnost výkonných orgánů regulace a dohledu nárokuje trvalý přísun finančních prostředků k jejímu zabezpečení. Z tohoto hlediska je nesmírně důležité definovat soubor maximálně objektivizovaných kvantitativních i kvalitativních ukazatelů výsledků činnosti (pozitivních a snad i negativních?) orgánu či orgánů regulace a dohledu a dosažené výsledky porovnávat s vynaloženými náklady na jejich dosažení. Zpracování takového souboru ukazatelů je stále ve stavu zrodu a o nějaké komplexní shodě nebude asi ještě dlouho možno hovořit. Existuje zde totiž stále i extrémní názor, že „nejefektivnější regulace je žádná regulace“, tj. že všechny problémy může vyřešit sám trh. Naštěstí nejde o většinový názor.

## 2 Základní tendence dalšího vývoje finančních trhů a systému jejich regulace a dohledu

V předcházejícím textu byla zmínka o některých základních tendencích dalšího vývoje finančních trhů, jako např. internacionalizace, globalizace a integrace. Na tomto místě bude věnována pozornost dvěma konkrétním podobám prosazování těchto tendencí a odrazu těchto změn v systému regulace a dohledu.

### 2.1 Finanční konglomeráty

Vznik konglomerátů, tj. zjednodušeně řečeno ekonomických subjektů vzniklých soustředěním jednotek různých oborů v jediném velkém celku, je významným projevem trendů prosazujících se v ekonomice v podstatě již celé minulé století. Ve finanční sféře je však tento fenomén poměrně novým jevem, a to především proto, že možnosti volného pohybu mezi jednotlivými segmenty finančního trhu, a to v národním i mezinárodním měřítku, byly až do nedávné doby poměrně silně omezovány prvky zabudovanými v existujících regulačních systémech. Jako příklady je zde možno uvést přísné oddělení komerčního bankovnictví od podnikání v oblasti cenných papírů platné až donedávna v řadě zemí, a právě tak i zřetelné oddělení pojišťovatelské činnosti od jiných oborů finančního podnikání. Teprve v okamžiku oslabení oborového principu regulace a obecněji od okamžiku, kdy jako významná složka prosazujících se objektivních trendů v oblasti regulace finančního trhu byly politickou vůlí uznány a do příslušných právních norem promítnuty zásady deregulace a harmonizace, mohlo dojít k postupnému rozvoji konglomerátů i ve finanční sféře. Není ale v žádném případě od věci připomenout, že tento krok nebyl a dosud ani nemůže být příliš razantní, a to prostě proto, že není zdaleka vše jasné a dořešené do všech možných důsledků.

Finanční konglomeráty bývají obvykle definovány jako: „…jakákoliv skupina společností pod společnou kontrolou, jejíž výhradní nebo převažující činnosti spočívají v poskytování služeb v nejméně dvou finančních sektorech (tj. v bankovnictví, v oblasti cenných papírů a v pojišťovnictví). (6)

Vedle finančních konglomerátů se ve finanční sféře pohybují i smíšené konglomeráty, které se orientují převážně na obchodování nebo na průmyslové činnosti, avšak jejich součástí je nejméně jedna regulovaná finanční jednotka působící v rámci jejich celkové struktury.

Z hlediska způsobu vnitřní organizace je možno rozlišovat pět typů finančních konglomerátů:

1. skupiny, v nichž jednotlivé společnosti navzájem vlastní významné podíly v ostatních společnostech dané skupiny;
2. skupiny, v jejichž čele stojí licencovaná holdingová společnost, která je nadřazena nad ostatní společnosti, které jsou členy skupiny;
3. skupiny, v jejímž čele stojí nelicencovaná holdingová společnost, nadřazená nad ostatní členy skupiny;

4. skupiny, jejichž společnosti jsou vysoce integrovány;
5. skupiny s jiným uspořádáním.

Výše uvedené typy jsou na základě historického vývoje více či méně spojeny s jednotlivými národními ekonomikami a jsou navíc regulovány podle právní úpravy, která není v žádném případě zdaleka plně kompatibilní, a to především proto, že jde o novou ne dosud zcela zažitou problematiku. Různé politické a odborné garnitury otázku konglomerátů různě chápou a mají z ní různou úroveň obav, a proto ji také regulují s různou intenzitou a pomocí odlišných nástrojů.

## 2.2 Finanční deriváty

Finanční deriváty představují nejdynamičtěji se rozvíjející a zároveň ovšem z hlediska možnosti jejich racionální a efektivní regulace a dozoru i nejproblémovější objekty finančního trhu.

Finančními deriváty se rozumí např. pro účely našeho zákona o podnikání na kapitálovém trhu:

a) opce na v tomto zákoně uvedené investiční nástroje,
b) finanční termínové smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje uvedené v tomto zákoně,
c) rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika,
d) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,
e) 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. (7)

K nim se pojí i další nástroje, které naše legislativa dosud nestačila akceptovat a naše praxe dosud nestačila ani pojmenovat.

Právě tyto investiční nástroje a nedostatečná regulace obchodování (nebo snad lépe quasi-obchodování) s nimi představuje významnou hrozbu nejen pro vývoj a dokonce samotnou existenci národních finančních trhů (náš organizovaný trh s těmito nástroji ještě bohudík v podstatě neexistuje), ale i mezinárodních finančních trhů a nejenom jich. Právě na trzích finančních derivátů byla jedna z nejdůležitějších zásad regulace: totiž zásada umožnit vstup na trh pouze takovým investičním nástrojům, které jsou svou podstatou transparentní, srozumitelné a regulovatelné, a stejně takové jsou i procesy obchodování s nimi, a to včetně jejich obsahu a cílů.

Obliba finančních derivátů pramení z možnosti jejich využití v dvojím směru: jednak úspěšně slouží k zajišťování obchodů s cennými papíry proti riziku a jednak jsou vhodné ke spekulaci. Zatím co při prvním způsobu využívání derivátů dochází k omezování rizika, což je výrazným prvkem ochrany investorů, druhá stránka jejich využívání je naopak spojena s výrazným růstem rizika, tj. s ohrožením investorů, což s výrazným růstem institucionalizace i v tomto segmentu finančních trhů může vést až k fatálním důsledkům.

Vzhledem k výše uvedenému a dále i k tomu, že v posledním období se objemy obchodů s deriváty výrazně zvýšily a vzrostla i volatilita na kapitálových trzích, je zcela pochopitelné, že právě spekulační využití derivátů se v posledních letech stalo středem pozornosti regulátorů. Jejich snaha – vypracovávat a rozvíjet metody regulace a dohledu nad činností institucí finančního trhu, které pracují s deriváty - však je výrazně ztěžována jejich nedokončenou integrací, a to jak v národním, tak mezinárodním měřítku, zatímco integrace a globalizace v samotném obchodování s deriváty je v mnohem pokročilejším stadiu. Od poloviny 90. let minulého století se otázkou regulace a dohledu v oblasti využívání finančních derivátů na finančních trzích zabývá zejména Výbor pro technické otázky IOSCO (8) ve spolupráci s tzv. Basilejským výborem pro bankovní dohled působícím při Bance pro mezinárodní platby v Basileji.

### 2.3 Hlavní problémy regulace a dohledu nad finančními konglomeráty a obchody s finančními deriváty

Klíčovým problémem regulace a dohledu nad finančními konglomeráty je skutečnost, že tyto subjekty představují heterogenní skupinu podniků s různými druhy podnikání v jednotlivých segmentech finančního systému. Některé z těchto činností podléhají regulaci a dohledu, avšak některé nikoliv, a to podle toho, ve kterých zemích jsou tyto podniky lokalizovány.

Dohled nad finančními konglomeráty se zabývá relativně širokým okruhem jevů a procesů, z nichž nejvýznamnější je zkoumání kapitálové přiměřenosti, tj. zjišťování, zda kapitál daného finančního konglomerátu je dostatečný pro krytí jeho podnikatelských rizik, a dále pak řadou dalších specifických problémů, jako je např. riziko plynoucí z finančních vztahů uvnitř konglomerátu, nebezpečí tzv. nákazy, zkoumání transparentnosti právní struktury a struktury řízení aj.

Tradičním rysem dohledu nad chováním jednotlivých strukturálních složek konglomerátu je praxe, při které každý z orgánů dohledu monitoruje pouze jeden druh regulovaných firem, aniž by měl dostatečně rozvinuté kontakty s ostatními regulátory. Tato praxe však není pro dohled nad finančními konglomeráty vhodná a dostačující, neboť jsou monitorovány a analyzovány pouze jednotlivé části celku, avšak nikoliv celek jako takový. Získat celkový přehled o rizikách podnikání finančního konglomerátu je ovšem bez vzájemné koordinace činnosti jednotlivých specializovaných regulátorů téměř nemožné.

Postupná integrace regulace a dohledu, a to nejen na národní, ale i nadnárodní úrovni, se tedy jeví jako jedna ze základních cest, kterou je nezbytné nastoupit, aby byly důsledky tohoto problému alespoň minimalizovány, i když nikoliv zcela eliminovány.

Pokud jde o regulaci a dohled v oblasti finančních derivátů, základním problémem zde je definovat a vytvořit vhodnou informační základnu. Jedním z výsledků činnosti mezinárodních organizací je mj. doporučení, aby při dohledu nad firmami působícími

v nadnárodním měřítku byl uplatňován tzv. minimální standard, a to zejména v těch případech, kdy rozsah transakcí regulovaných firem je významný. Vypracování těchto standardů předpokládá, že nejprve bude sestaven seznam položek (informací), které orgány dohledu pokládají za nezbytné pro sledování rizik spojených s využíváním derivátů - úvěrové riziko, riziko likvidity, tržní riziko spojené s obchodováním s deriváty. Dalším krokem je sestavení těchto položek do podoby katalogu, obsahujícího ucelený soubor informací, které jsou považovány za minimální standard.

Úkolem orgánů dohledu je sledovat rozsah využívání derivátů, tj. především monitorovat objemy obchodů, které uzavírají regulované firmy, a identifikovat trendy jejich využívání. Tyto informace se musí třídit podle jednotlivých typů derivátů, tj. pro swapy, financial futures, forwardy a opce a zároveň i podle toho, zda jde o burzovní nebo o mimoburzovní obchody, tj. sledovat, s kterými riziky jsou tyto obchody skutečně spojeny. Pro orgány dohledu je též důležité sledovat, zda regulované firmy s vykazovanými deriváty samy dále obchodují nebo zda jich využívají k jištění svých obchodů. Za kvalitativní informace jsou pak označovány informace o organizační struktuře regulovaných firem, o systémech jejich vnitřní kontroly, o jejich politice a praxi týkající se měření a řízení rizik spojených s deriváty. Dozorové orgány mohou získávat tyto informace z různých zpráv, které připravují příslušné útvary regulovaných firem pro vedení společnosti, např. ze zpráv o průběhu a výsledcích vnitřního auditu apod.

Aniž lze tvrdit, že obchodování s deriváty je spojeno výlučně s finančními konglomeráty a navíc nadnárodní provenience, je toto spojení nezanedbatelné a tady i dále umocňuje objektivní požadavek integrace regulace a dohledu nad finančními trhy. Za další, nesporně významný aspekt je v této souvislosti nutno považovat využívání derivátů subjekty ze všech segmentů finančního trhu, rozsáhlou plejádu trhů, na kterých jsou obchody s nimi uskutečňovány, a konečně i technologickou integraci komplexní realizace těchto obchodů, a to od jejich nabídky až po jejich vypořádání. Vše zde jednoznačně hovoří pro postupné, promyšlené, všestranně zabezpečené, ale neodkladné zahájení integrace, a to především tam, kde ještě zahájena nebyla a kde to dosažená úroveň rozvoje finančního trhu nejen dovoluje, ale přímo vyžaduje.

## 3 Integrace regulace a dohledu nad finančními trhy a její česká specifika

V souvislosti se soudobými trendy vývoje finančních trhů a jejich regulace byla již zmínka o deregulaci a harmonizaci. Většina teoretiků i praktiků regulace finančního trhu považuje tyto procesy za objektivní trend vývoje. V současné době rovněž převládá názor, že zvýšení podílu pozitivní regulace a zároveň také zvýšení její efektivnosti lze dosáhnout věcnou a organizační integrací institucí, které se regulací a dohledem na finanční trhy zabývají.

### 3.1 Dosavadní postupy integrace použité ve vybraných zemích

Na přelomu starého a nového tisíciletí se v řadě zemí s vyspělým finančním trhem prosadila myšlenka přechodu od několika orgánů regulace a dohledu nad finančním trhem k jedinému, jednotnému orgánu.

O možnosti a účelnosti tohoto kroku se již ve druhé polovině 90. let mezi teoretiky i praktiky intenzivně diskutovalo. Byly rozebírány klady i zápory spojené s vytvořením systému jediného „národního" orgánu regulace a dohledu. O těchto otázkách dnes již existuje poměrně obsáhlá literatura. Velmi významnou úlohu při formování názorů na pozitivní i negativní efekty spojené se sjednocením orgánů regulace a dohledu sehrála diskuse na fóru četných mezinárodních setkání, na nichž si vyměňovali názory zástupci teorie i praxe.

Výsledkem těchto názorových střetnutí byl především názor, že snaha o zefektivnění regulace a dohledu nad finančními trhy je zcela legitimní: možnost zvýšit efektivnost regulace a dohledu na základě organizačních změn, tj. integrací národních orgánů, byla teoreticky dostatečně průkazně zdůvodněna a dostatečně průkazně byla teoreticky zdůvodněna i potenciální rizika spojená s tímto krokem. S nejfundovanějšími příspěvky v té době přicházeli zejména britští odborníci. (9)

Jedním z důvodů, proč se mezinárodní finanční komunita začala tak intenzivně zabývat možnostmi zefektivnění regulace a dohledu, bylo rostoucí přesvědčení, že o mezinárodní finanční stabilitu nelze trvale usilovat bez adekvátních kroků v oblasti účinné kontroly rizik. I když se teoretici zcela neshodují ve vymezení pojmu mezinárodní finanční stability, v praxi je cíl snah o její zachování zcela jasný: zabránit vzniku nadměrných rizik, které by vedly k chaosu a rozvratu finanční sféry. V tom se soudobé úsilí v oblasti zabezpečení mezinárodní finanční stability plně shoduje s tradičními cíli národních orgánů regulace a dohledu nad finančními trhy.

Dlouholeté snahy o řízení finančních rizik, které vedly k přijetí Basilejských dohod (Basel I) v rámci basilejské Banky pro mezinárodní platby (BIS) a které pokračují v podobě zpřísněných opatření zahrnujících – na rozdíl od předchozích aranžmá – již také operační riziko (tzv. Basel II), se takto na přelomu tisíciletí prolínají s úsilím Mezinárodního fóra pro finanční stabilitu. Hledání nových forem organizačního uspořádání orgánů regulace a dohledu nad finančními trhy tedy logicky doplňuje hledání cest k zachování mezinárodní finanční stability.

Paralelně s teoretickou diskusí již kolem r. 2000 - 2001 začal probíhat také empirický výzkum. V krátké době byly soustředěny významné poznatky z velkého počtu zemí. Pozitivní roli zde mj. sehrála OECD, která již kolem r. 2002 zmapovala situaci v oblasti regulace a dohledu nad finančními trhy v členských zemích této organizace. (10)

Empirické výzkumy umožnily prohloubit i teorii zejména tím, že poskytly základní orientační konkrétní údaje – mimo jiné – o cílech orgánů regulace a dohledu v jednotlivých zemích, o úkolech těchto orgánů a jejich aktivitách, o dělbě práce mezi různými orgány, o jejich vedení a struktuře vedení, o zdrojích financování apod.

Soustředění těchto základních informací umožnilo prohloubit klasifikaci a typologii orgánů regulace a dohledu. (11) Za fundamentální přínos v této oblasti nutno považovat metodologii, kterou při svém rozboru uplatnila OECD.

Vzhledem k tomu, že orgány regulace a dohledu většiny států publikují informace na svých webových stránkách, je tím značně usnadněno i soustavné sledování vývoje v této oblasti. (12)

Empirické výzkumy prokázaly velkou rozmanitost v koncepci i v praktickém provádění činností spojených s regulací a dohledem a pochopitelně také v organizačním uspořádání orgánů regulace a dohledu. (13)

V posledních letech se potvrzuje trend postupného přechodu k některé z forem jednotného orgánu regulace a dohledu, který byl signalizován již v průběhu výše zmíněných diskusí na přelomu tisíciletí.

V současné době je regulace, resp. dohled nad finanční sférou integrován v jiné instituci, než je centrální banka v Belgii (Commission Bancaire, Financiere et des Assurances – od r. 2004), Dánsku (Finanstilstynet – od r. 1988), Estonsku (Estonian Financial Supervision Autority – od r. 2002), Lotyšsku (Finance and Capital market Commission – od r. 2000), Lucembursku (Commission du Surveillence du Secteur Financier – od r. 1999), Maďarsku (Hungarian Financial Supervisory Autority – od r. 2000), na Maltě (Malta Financial Services autority – od r. 2002), v Rakousku (FMA - od r. 2002), SRN (BAFin - od r. 2001), Švédsku (Finansinspektionen – od r. 1991) a V. Británii (The Financial Services Autority - SFA, založena 1997, funguje od r. 2001).

Vztah mezi regulací a dohledem je ve V. Británii, Švédsku a Lotyšsku řešen tak, že regulátor je oprávněn vydávat právně závazná regulatorní pravidla a zároveň také vykonávat dohled. V Německu, Rakousku, Dánsku, Estonsku a Maďarsku instituce vykonávající dohled mají jen omezenou pravomoc vydávat regulatorní právní předpisy, anebo tuto pravomoc nemají vůbec (tj. jsou pověřeny pouze výkonem přísl. funkcí).

Na jedné straně tak fungují orgány typu britské FSA, na druhé straně pak orgány typu BAFin.

Ve Velké Británii, kde byl proces integrace dovršen k 1. 12. 2001, došlo v této souvislosti k novému vymezení pravomoci Bank of England, která si zachovala svou pravomoc v oblasti odpovědnosti za celkovou stabilitu finančního systému, avšak pravomoc dozoru nad finančním trhem přenechala FSA. Koordinace činnosti mezi centrální bankou, FSA a ministerstvem financí byla dohodnuta na základě přijatého memoranda. Všechny tři instituce se pravidelně scházejí ve Stálém výboru, který projednává vznikající systémové problémy.

V Německu bylo jednoznačně deklarovaným důvodem pro vznik BAFinu (Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht, od r. 2002) rostoucí význam integrovaných finančních strategií a finančních konglomerátů. Reforma německého systému regulace a dohledu byla podložena novelizací hlavních právních norem týkajících se finanční sféry: zákona o bankách, zákona o dozoru nad pojišťovnami, zákona o obchodování s cennými papíry a zákona o burze cenných papírů. Pokud jde o vztah mezi BAFinem a Bundesbank, v Německu existuje tzv. duální systém. Podle něho se Spolková banka podílí na bankovním dozoru ve spolupráci se Spolkovým ústavem pro dozor nad finančními službami. Oproti některým představám, které v ČR existují, nevykonává klíčovou funkci bankovního dozoru Spolková banka, nýbrž BAFin, poněvadž pouze on je pověřen exekutivními funkcemi. (14)

V Rakousku funguje jako jediný regulátor Finanzmarktaufsichtsbehoerde - FMA (od dubna 2002). Na tuto instituci byly z rakouského Spolkového ministerstva financí přeneseny veškeré pravomoci v oblasti bankovního dohledu, dozoru nad trhy cenných papírů, nad pojišťovnami i nad penzijními fondy. Pravomoc této nové instituce byla zakotvena v zákoně o dozoru nad finančním trhem.

V Irsku, ve Slovenské republice a v České republice (od r. 2006) je bankovní dohled integrován v centrálních bankách těchto zemí.
Sektorový model se samostatnými regulátory dosud existuje ze „starých“ členských zemí v Řecku, Španělsku a Portugalsku (kde bankovní dohled vykonávají centrální banky), z „nových“ členských zemí v Polsku, ve Slovinsku, na Kypru a v Litvě. Sektorový model funguje rovněž v Rumunsku.

Naproti tomu v Bulharsku došlo v r. 2003 k částečné integraci regulace a dohledu vytvořením Komise pro finanční supervizi (Financial Supervision Commission), která dohlíží na subjekty fungující na trhu cenných papírů, na pojišťovny a další subjekty finanční sféry. Bulharská národní banka si zachovává svou dosavadní pravomoc v oblasti bankovní regulace i bankovního dohledu.

Ve Francii existuje poměrně složitý model slučující prvky sektorové a funkcionální organizace, v němž je bankovním dohledem pověřena bankovní komise. Ve Finsku je dohled nad bankami a kapitálovým trhem a investičními službami integrován v centrální bance. Pojišťovnictví má samostatnou regulatorní instituci.

V Nizozemí a v Itálii – v zemích, kde tradičně existovalo sektorové uspořádání - mělo dojít k přechodu od sektorového k funkcionálnímu modelu v r. 2005 integrací regulace a dohledu nad obezřetným podnikáním v centrální bance. (15)

Výše uvedená fakta nasvědčují, že v EU jako celku postupně krystalizuje mírná převaha integrovaných institucí regulace a dohledu nad finanční sférou, i když s četnými modifikacemi. Úloha centrálních bank se v tomto uspořádání soustřeďuje zejména na funkci věřitele poslední instance. V některých zemích si centrální banky zachovávají svou původní regulatorní úlohu, v jiných zemích je tato role vázána na úzkou spolupráci s jinými orgány (zejména s ministerstvy financí).
Situace v Evropské unii, kde v posledním desetiletí nastal poměrně výrazný odklon od sektorové integrace, však se dosti podstatně liší od ostatního světa: sektorová integrace ve většině zemí zůstává zachována.

Základní obecné důvody, uváděné pro vysvětlení přechodu k integrovaným (nebo částečně integrovaným) systémům v jednotlivých zemích, jsou velmi blízké. Většinou bývají tyto důvody podepřeny i dalšími argumenty ve prospěch integrace, které pramení z odlišné situace finančních sektorů v jednotlivých zemích. (16)

### 3.2 Specifika procesu integrace regulace a dohledu nad finančním trhem v ČR

První oficiální a obecně platný dokument, ve kterém byl jednoznačné formulován záměr vytvoření určité úrovně integrovaného propojení jednotlivých orgánů regulace a dozoru nad českým finančním trhem, představoval zákon č.15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění zvláštních zákonů, a to především jeho Díl 6 „Spolupráce s jinými institucemi a správními úřady“, který ve svých §§ 16 – 20 vymezuje podstatu a formy vzájemné spolupráce KCP, ČNB a MF ČR, dále je konkretizuje ve vztahu KCP k jednotlivým uvedeným partnerům, a navíc ještě ke Komoře auditorů ČR a k příslušným správním úřadům a institucím jiných států, působícím v oblasti dozoru nad kapitálovým trhem.

Nelze opomenout ani změnu zákona o České národní bance, do kterého byl doplněn § 60a ve znění: „Česká národní banka ve spolupráci s Ministerstvem financí a Komisí pro cenné papíry vypracují nejpozději do tří měsíců od účinnosti zvláštního zákona (1. 4. 1998) systém vzájemné spolupráce v oblasti kapitálového trhu. V dosud provedených novelách zákona č.15/1998 Sb., nedošlo v uvedených ustanoveních k podstatným změnám s výjimkou § 20 – Mezinárodní spolupráce, který byl zrušen a s podstatně širším obsahem zahrnut do § 26 – Povinnost mlčenlivosti a mezinárodní spolupráce.

Při přípravě nových zákonných norem, kompatibilních s právem ES, které nabyly účinnosti k 1. 5. 2004, se sice již diskutovaly otázky integrace regulace a dozoru, ale ve Vládním návrhu zákona o podnikání na kapitálovém trhu bylo zdůrazněno, že:

„Problematika dvojího dozoru bude řešena až v nové koncepci jednotného státního dozoru nad finančním trhem.“ (17)
Ve skutečnosti však se postupně rýsovaly odlišné přístupy k této otázce nejméně o rok dříve. Např. tehdejší náměstek ministra financí Ing. Jaroslav Šulc, CSc. na mezinárodní konferenci pořádané ve dnech 24. – 25. 6. 2003 Vysokou školou finanční a správní na téma „Regulace a dozor nad finančními trhy“, předložil v podstatě ucelený a vyargumentovaný – i když zdaleka ještě nikoliv do všech podrobností dopracovaný – návrh na integraci regulace a dozoru nad finančním trhem v ČR. (18)

S odlišnou koncepcí v témže roce vystoupil Ing. Jan Frait, CSc., vrchní ředitel a tehdejší člen bankovní rady ČNB, ve svém referátu nazvaném „Bankovní dohled a stabilita finančního systému“, na konferenci pořádané VŠB-TU Ostrava 3. 9. 2003 na téma „Finanční řízení podniků a finančních institucí“. V tomto referátu mj. uvedl toto: „Země, které se rozhodly vytvořit integrovanou dozorovou instituci jako více či méně autonomní složku centrální banky, tak volily řešení, které využívá přirozených předností centrální banky a zároveň elegantně eliminuje potencionální konflikty a rizika.“ (19)

Závěr roku 2003 je pak možno z hlediska posunu názorů na sledovanou problematiku charakterizovat citátem z deníku Právo: „Na finanční trh v České republice bude od roku 2009 až 2010 dohlížet jediná instituce namísto současných čtyř. Za dva roky by se měl sloučit dozor nad družstevními záložnami a bankami, nejdříve v roce 2006 bude sloučena kontrola pojišťoven a penzijních fondů s dozorem nad kapitálovým trhem. Dvě vzniklé instituce by se měly spojit nejpozději před přijetím eura.“ (20)

Zbytek roku 2003 a počátek roku 2004 byly věnovány na MF ČR především činnostem spojeným se schválením, publikováním a zabezpečením plynulého a bezproblémového nabytí účinnosti nových zákonných norem spojených s regulací kapitálového trhu, které vstoupily v platnost 1. 5. 2004 – zákon o podnikání na kapitálovém trhu, zákon o kolektivním investování, zákon o dluhopisech a tzv. změnový zákon, a zároveň se zvýšená pozornost věnovala i problematice integrace a dozoru.

Výsledkem jednání, která v této době proběhla, bylo rozhodnutí plně akceptující objektivitu procesu integrace regulace dozoru nad finančním trhem. Toto rozhodnutí bralo v úvahu reálný stav rozvoje finančního trhu v ČR a správně odhadovalo možnosti a časový horizont jeho budoucího rozvoje. V neposlední řadě docenilo také hloubku a rozsah existujících i potenciálních rizik a připravilo nezbytné přípravné i realizační kroky nutné k implementaci předpokládaných změn.

Toto rozhodnutí bylo schváleno usnesením vlády ČR ze dne 12. 5. 2004 č. 452: Mimo jiné v něm byly vymezeny jednotlivé fáze integrace a organizační kroky souvisící s jejich realizací. V souladu s uvedeným usnesením Ministerstvo financí ČR připravilo vládní návrh zákona, jehož cílem byla realizace první etapy integrace – spojení dozoru nad kapitálovým trhem (KCP) a dozoru nad pojišťovnami a penzijním připojištěním

(MF) do nově vzniklé Komise pro finanční trh a předvedení dozoru nad družstevními záložnami na ČNB. Tento návrh schválila vláda usnesením č. 611 ze dne 21. 6. 2005. První čtení proběhlo na 45. schůzi Poslanecké sněmovny PČR a návrh zákona byl přikázán k projednání rozpočtovému výboru a stálé komisi pro bankovnictví, k čemuž dosud nedošlo.

Necelé dva měsíce poté však došlo k neočekávanému obratu: bylo navrženo výrazné zkrácení procesu integrace státního dozoru do jediné instituce tak, aby s účinností od 1. dubna 2006 byl veškerý dohled organizačně začleněn do České národní banky. (21)

Realizace integrace jednotného dohledu do ČNB proběhla ke stanovenému termínu. Přestože poměrně krátká doba činnosti jednotného dohledu neumožňuje hlubší hodnocení, lze konstatovat, že se výkon činností bankovního dohledu, dohledu na kapitálový trh i dohledu na pojistné trhy v nové organizační podobě pozitivně rozvíjí.

## Závěr

O tom, zda se splní naděje, které mezinárodní finanční komunita a instituce odpovědné v jednotlivých zemích za provádění regulace a dohledu nad finančními trhy vkládají do výše charakterizovaných změn, zatím lze spíše jen spekulovat. Tím spíše, že prozatím v podstatě pro hodnocení výsledků činnosti orgánů regulace a dohledu (zejména jejich efektivnosti, resp. celkové výkonnosti) jsou k dispozici převážně dílčí metody a postupy.

Teprve praktické zkušenosti získané v časovém horizontu nejméně 3 – 5 let umožní vytvořit si představu o tom, jaké reálné klady a zápory realizované změny přinesly. Zřejmě však by bylo neodpustitelným omylem a priori předpokládat definitivnost realizovaných organizačních změn. (22)

Finanční trhy se dnes rozvíjejí značným tempem a mění se i jejich struktura. Váha jednotlivých segmentů finančních trhů se postupně mění, což je mj. důsledkem rychle probíhajících inovací všeho druhu. V polovině devadesátých let se např. stěží dal odhadnout obrovský růst úlohy kolektivního investování a penzijních fondů nebo míra znásobení jejich aktiv. I tyto změny byly jednou z příčin, proč v některých zemích došlo k opuštění sektorového modelu regulace a dohledu.

Také český finanční trh v posledních letech prochází významnými změnami, které se během dalšího jeho vývoje mohou promítnout do potřeby dalších modifikací v oblasti regulace a dohledu. Předem nelze vyloučit ani možnost změny dosavadního zakotvení aktivit v této oblasti v jiných institucích včetně vzniku orgánů typu BAFin nebo SFA. Pozitivním rysem dosavadních diskusí o organizačních změnách v oblasti regulace a dohledu v době, kdy tyto změny byly připravovány, mj. bylo i to, že představitelé jednotlivých institucí předem neodmítali myšlenku, že v ČR v budoucnu může např.

dojít i k přesunu bankovního dohledu do jiné instituce, než je centrální banka. (23) Podnětem k dalšímu zamýšlení nad potenciálním vývojem v oblasti orgánů regulace a dohledu je rovněž očekávaný přechod k euru, který pravděpodobně bude úzce spjat i s redefinováním úlohy centrální banky. Ani koncepce dalšího politicko-ekonomického vývoje EU, jejíž jsme členy, se nemůže v dohledné budoucnosti nepromítnout na přístupu k regulaci a dohledu, a to nejen pokud jde o finanční činnosti a finanční trhy.

Z těchto důvodů pokládáme za důležité i nadále rozvíjet teoretický i empirický výzkum procesů probíhajících na finančních trzích, výzkum jejich dynamiky i struktury, a účinků tohoto reálného, objektivního vývoje na regulaci a dohled nad těmito trhy.


## Souhrn

Současný vývoj finančních trhů je charakterizován jejich vnitřní a vnější integrací, internacionalizací, vývojem nových sofistikovaných finančních nástrojů zejména v segmentu finančních derivátů, rostoucí sekuritizací a vznikem velmi složitých mezinárodních finančních struktur a finančních toků. Intenzivně se diskutuje o nezbytnosti zvýšit konkurenci na finančních trzích, o rostoucí volatilitě měnových a finančních veličin a o institucionalizaci a intelektualizaci. Regulace i dohled se musí přizpůsobit těmto objektivním trendům s cílem zvýšit efektivnost těchto činností. Integrace vztahů a procesů na finančních trzích vyžaduje obdobnou integraci vztahů a procesů v oblasti jejich regulace a dohledu. Při realizaci této integrace je nutno přihlížet k otázce její šíře, hloubky a konkrétních forem. Stať se zabývá zejména touto otázkou v souvislosti s integrací českého dohledu nad finančními trhy v r. 2006.



## Klíčová slova

regulace finančních trhů, dohled na finanční trhy, integrace regulace a dohledu nad finančními trhy



## Abstract

The development of financial markets is to an increasing extent currently characterized by their interior and exterior integration, internationalization, evolution of a number of new highly sophisticated financial instruments, especially in the segment of financial derivatives, increasing securitization and creation of very complex international financial structures and financial flows within their framework. At the same time, the necessity of restoring free market competition, growing volatility of monetary and financial quantities, institutionalization and intellectualization is more and more intensively discussed. Understandably, both regulation and supervision of the markets have to adapt to these objectively existing trends, including the growing call for increasing the efficiency of all activities. The integration of relations and processes carried

out in financial markets requires a similar integration of relations and processes in the sphere of their regulation and supervision. However, there are a number of features of „lower level objectivity“ or specific subjectivity and other characteristics functioning in this sphere which modify the implementation of the above mentioned trend, both in terms of depth and width of its intention and especially in terms of its concrete shape. The level of accepted specifics should never impair the very substance of the integration trend. That is the main theoretical problem dealt with in the artikle which – inter alia – comments on recent (2006) integration of the Czech financial markets´regulation and supervision as well.

**Key words**
financial markets regulation, financial markets supervision, integration of financial markets regulation and supervision

**Kontaktní adresa / Contact address**
**doc. Ing. Antonín Kubíček, CSc.**
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., prorektor pro pedagogickou práci.
Estonská 500, 100 00 Praha 10, ČR (e-mail: antonin.kubicek@vsfs.cz).

**doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.**
Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., katedra financí a finančních služeb.
Estonská 500, 100 00 Praha 10, ČR (e-mail: vladislav.pavlat@vsfs.cz).

## Poznámky

(1) Příspěvek je zpracován v rámci řešení projektu: „Teoretická a metodologická východiska analýz systémů regulace a dozoru nad finančními trhy“, na který byl udělen grant Grantovou agenturou ČR.
(2) Podrobněji viz.: Pavlát, V., Kubíček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy, str. 12-40.
(3) Pavlát, V., Kubíček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy, str. 13.
(4) Srv. § 2 odst. 2 zákona č.15/1998 Sb.
(5) In: Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z mezinárodní konference, VŠFS, Praha 24. - 25. 6. 2003, str. 28.
(6) The supervision of financial conglomerates. A report by the Tripartite Group of Banks, Securities and insurance regulators, July 1995, str. 13.
(7) Srv. § 3 odst.3 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.
(8) Mezinárodní organizace Komisí cenných papírů – International Organisation of Securities Commissions.

(9) Přípravy na přechod k jednotnému orgánu regulace a dohledu započaly ve V. Británii ještě před tím, než o vzniku SFA bylo definitivně rozhodnuto. Od rozhodnutí o jejím vzniku do zahájení její činnosti však uběhlo plných 5 let. Britské úřady nechtěly riskovat žádné problémy, a proto postupovaly velmi uvážlivě.

(10) O výsledky tohoto průzkumu se mj. opírá vynikající rozbor J. Fraita „Bankovní dohled a stabilita finančního systému" uveřejněný na webových stránkách ČNB. V krátké době se empirický výzkum, zahájený ve V. Británii, rozšířil i na další země, takže již v r. 2003 byly po ruce údaje prakticky téměř ze všech států světa. V r. 2005 již byly k dispozici základní údaje o regulaci a dohledu o 456 orgánech, které fungují ve 180 státech. (Srv. Courtis, Neil (ed.). How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Markets 2005. London: Central Banking Publications. ISBN 1 902 182 332).

(11) S využitím výsledků výše uvedených výzkumů i existující teoretické literatury ČNB uveřejnila na svých webových stránkách jako metodické materiály dva významné, obsažné příspěvky. Srv. „Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu"(www.cnb.cz), a rovněž materiál „Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě" (www.cnb.cz).

(12) Nepochybně však zde stále zůstává mnoho bílých míst. Většina orgánů regulace a dohledu sice dnes již uveřejňuje základní internetové informace v angličtině, avšak poměrně značná část informací je k dispozici pouze v národních jazycích. Tím se detailní výzkum stává dosti obtížným.

(13) Řadu údajů týkajících se orgánů regulace a dohledu v různých zemích uvedených v publikaci V. Pavlát, A. Kubíček: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy (str. 67-100) by dnes bylo možno doplnit novými údaji. Základní tendence zaznamenané v této publikaci však nedoznaly zásadních změn.

(14) Viz: Gesetz ueber die Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de/faq/faq_21wphg.htm).

(15) Tento proces dosud není ukončen.

(16) Bylo by zajímavé prozkoumat, do jaké míry se do úvah o přechodu od sektorové integrace a zejména pak do konečného rozhodnutí o realizaci tohoto přechodu promítaly konkurenční zájmy sektorových institucí. V diskusích před r. 2000 lze mj. nalézt i náznak obav z aplikace mocenského přístupu.

(17) Vládní návrh zákona o podnikání na kapitálovém trhu, str. 122, www.sec.cz.

(18) Regulace a dozor nad finančními trhy, Sborník z mezinárodní konference, VŠFS, 2003, str. 40-46.

(19) www.cnb.cz.

(20) Právo, 25. 11. 2003.

(21) Srv. usnesení vlády č. 1079 ze dne 24. 8. 2005 o změně v záměru integrovat státní dozor nad finančním trhem do jediné instituce (www.vlada.cz) i důvody této změny, tak jak byly uvedeny v části III. materiálu č.j. 1338/05, který byl zpracován MF a sloužil jako podklad pro jednání vlády (www.mfcr.cz). Názory Komise pro cenné papíry na tuto otázku byly uvedeny v její tiskové zprávě z 11. 8. 2005 a zejména

v materiálech „Institucionální uspořádání dozoru – hlavní faktory“ a „Alternativy uspořádání integrovaného dozoru v ČR (www.sec.cz), které KCP v této souvislosti zpracovala.

(22) Názor, že český výzkum prováděný v oblasti regulace a dohledu dnes je zbytečný, protože všechno již bylo vyřešeno, lze přinejmenším také označit za omyl.

(23) Pregnantně to vyjádřil Jan Frait, když uvedl, že umístění bankovního dohledu v centrální bance za určitých okolností nemusí být nezbytně nutné: „ …tvůrci měnové politiky musí být vždy v těsném kontaktu s dozorovými orgány. … stabilita finančního systému závisí významně na makroekonomické stabilitě, takže i pro dozorové orgány jsou důležité informace od tvůrců měnové politiky. Je proto přirozené, že nutnost spolupráce obou stran vede k jednoduchému řešení – umístění bankovního dohledu přímo v centrální bance. To ale opět neznamená absolutní nutnost umístění bankovního dohledu v centrální bance, primárně jde o otázku kvality a rychlosti informačních toků. Pokud finančnímu sektoru dominují velké finanční konglomeráty, mohou být koneckonců v období finančních krizí informace od integrovaného dozoru lepší a včasnější než od jednotlivých sektorových regulátorů.“ (Frait, J. Bankovní dohled a stabilita finančního systému - www.cnb.cz).

## Literatura:


**Knižní publikace**

Courtis, N.: How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Markets. London: Central Banking Publications, 2005, ISBN 1 902 182 332.

Kuppens-Prast-Wesseling: Banking Supervision at the Crossroads. Edward Elgar Pub., 2005, ISBN 10: 0820498432.

Mwenda, K.: Banking Supervision and Systemic Bank Restructuring. Routledge-Cavendish, 2000.

Pavlát, V., Kubíček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Praha: VŠFS, 2003, ISBN 80-86754-13-8.

Pavlát, V. a kol.: Kapitálové trhy. 2. vyd. Praha: Professional Publishing, 2005, ISBN 80-86419-87-8.

Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, ISBN 80-86119-55-6.

**Příspěvky do sborníku**

Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor. Sborník z mezinárodní konference. Praha: VŠFS, 2005, ISBN 80-86754-39-1.

Frait, J.: (2003): Bankovní dohled a stabilita finančního systému. (Referát na konferenci VŠB Ostrava v r. 2003 - www.cnb.cz).

Future of the banking: after the year 2000 in the world and in the Czech Republic: regulation and supervision of the capital market: Karviná 2001. Karviná: Slezská univerzita, 2001. ISBN 80-7248-129-0.

Future of the banking: after the year 2000 in the world and in the Czech Republic: regulation and supervision of the capital market: Karviná 2002. Karviná: Slezská univerzita, 2002. ISBN 80-7248-174-6.
Future of the banking: after the year 2000 in the world and in the Czech Republic: regulation and supervision of the capital market: Karviná 2003. Karviná : Slezská univerzita, 2003. ISBN 80-7248-215-7.
Sanio, J.: (2002): Remarks at the Banking Supervision at the Crossroads Conference of De Nederlandsche Bank. Amsterdam, April 24th, 2002.
The supervision of financial conglomerates. A report by the Tripartite Group of Banks, Securities and Insurance Regulators, July 1995.

**Příspěvky do časopisu**

Baier, P. (2004): Šance a rizika při vytváření integrovaného finančního dozoru v ČR. Pojistný obzor, 2004, vol. 81, no. 9, app.
Briault, C. (1999): The Rationale for Single National Financial Regulator. FSA, Occasional paper 2, May 1999.
Commission working document – First progress report on the strategy for the simplification of the regulatory environment, COM (2006) 690, Brusel 14. 11. 2006.
Commission working document – Measuring administrative costs and reducing administrative burdens in the European Union, COM (2006) 691, Brusel 14. 11. 2006. Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – A strategic review of Better Regulation in the European Union, COM(2006) 689, Brusel 14. 11. 2006
Developments in National Supervisory Structures. ECB, June 2003.
Di Giorgio, G. - Di Noia, C. (2001): Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal. The Warton School, University of Pennsylvania, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-02, January 2001.
Economic Policy Committee - EU administrative burdens: Taking forward country experiences, ECFIN/EPC(2006)REP/55367, Brusel 26. 9. 2006.
Goodhart, Ch. (2000): The Organisational Structure of Banking Supervision. Bank for International Settlements, Financial Stability Institute Occasional Paper, No. 1, November 2000.
Llewellyn, D. (1999): The Economic Rationale for Financial Regulation. FSA, Occasional Paper No. 1, 1999.
Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries.
Monthly Bulletin 23.10. 2006. European Central Bank, Frankfurt.
The role of central banks in prudential supervision. ECB Press release, 22 March 2001.
Ware D. (1996): Basic Principles of Banking Supervision. Handbooks in Central Banking. No. 7. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, May 1996.

**Internetové články**
Carmichael, J.: Experiences with Integrated Regulation. www.apra.gov.au.
Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu (www.cnb.cz.).
Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě (www.cnb.cz ).
Milliet, B. (2006): Dualistic System of Banking Supervision in Switzerland. August 2006. http://www.ssrn.com.
Remarks by Andrew Crockett, General Manager of the BIS and Chairman of the Financial Stability Forum, at the 64th Banking Convention of the Mexican Bankers' Association. Acapulco, March 30, 2001. www.bis.org.

**Ostatní**
Snižování administrativní zátěže v České republice. Analýza administrativní zátěže podnikatelů. Praha: Úřad vlády ČR, 2006.
Supervision on Financial Markets in the OECD Area. OECD 2002.
The Banking Supervision Handbook - banking supervision policy documents and regulations. The Reserve Bank of New Zeeland, 2006.
Walter, N. The Banking Supervision Issue in Europe. Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parlament, May 11, 2001.
www.sec.cz;
www.mfcr.cz;
www.cnb.cz;
www.vlada.cz;