Univerzita Palackého v Olomouci
Právnická fakulta

Ondřej Kovář

Ideální model organizace dohledu nad finančním trhem

Diplomová práce

Olomouc 2014

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma *Ideální model organizace nad finančním trhem* vypracoval samostatně a citoval jsem všechny použité zdroje.

V Olomouci dne 1. 11. 2014

Ondřej Kovář

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat vedoucímu této diplomové práce, váženému panu JUDr. Michaelu Kohajdovi, Ph.D., za odbornou pomoc, cenné rady a čas, který mi věnoval při tvorbě této práce.

Obsah

Úvod 5
1 Finanční trh 7
1.1 Funkce finančního trhu 8
1.2 Vlastnosti finančního trhu 8
1.3 Subjekty finančního trhu 9
1.4 Segmentace finančního trhu 11
1.4.1 Peněžní trh 12
1.4.2 Kapitálový trh 13
1.4.3 Primární trh 14
1.4.4 Sekundární trh 14
1.4.5 Trh z teritoriálního hlediska 15
1.4.6 Ostatní segmentace trhu 15
2 Dohled nad finančním trhem 16
2.1 Regulace 16
2.2 Dohled 17
2.3 Důvody regulace a dohledu 18
2.3.1 Informační asymetrie 19
2.3.2 Zneužití trhu 19
2.3.3 Systémové riziko 20
2.3.4 Zneužití dominantního postavení 20
2.4 Cíle regulace a dohledu 21
2.5 Nástroje regulace a dohledu 22
2.5.1 Nástroje regulace 23
2.5.2 Nástroje dohledu 24
2.6 Zásady regulace a dohledu 25
2.6.1 Finanční rizika a jejich řízení 26
2.6.2 Nezávislost a transparentnost dohledových orgánů 29
3 Modely institucionálního uspořádání dohledu 30
3.1 Kritéria uspořádání dohledu 30
3.2 Dohled v České republice 32
3.3 Dohled v ostatních zemích 38

3.3.1 Dohled v členských zemích OECD 39
3.3.2 Dohled v ostatních evropských zemích 39
3.3.3 Dohled v zemích Afriky 40
3.3.4 Dohled v zemích Asie a Tichomoří 41
3.3.5 Dohled v zemích Střední a Jižní Ameriky 42
3.4 Dominantní modely dohledu 43
4 Ideální model dohledu 45
4.1 Kritéria volby modelu dohledu 46
4.2 Integrovaný dohled nad finančním trhem 48
4.2.1 Historický exkurz 48
4.2.2 Ideální podmínky integrace 49
4.3 Alternativy integrovaného dohledu 49
4.4 Argumenty pro model integrovaného dohledu 52
4.5 Argumenty proti modelu integrovanému dohledu 54
Závěr 56
Seznam použitých zdrojů (bibliografie) 59
Seznam tabulek, obrázků a grafů ..... **Chyba! Záložka není definována.**2
Abstrakt 633
Seznam klíčových slov 655

Úvod

Finanční trh dnes představuje jednu z hlavních a nejvíce se rozvíjejících oblastí ekonomiky každého státu. Jeho prostřednictvím dochází k zajištění rozvoje podnikatelských aktivit i financování státních potřeb. Efektivně, bezpečně, poctivě a transparentně fungující finanční trh je předpokladem dosažení prosperující ekonomiky. Pro vytvoření a fungování finančního trhu, jenž by vykazoval zmíněné vlastnosti a dále ze samotné podstaty finančního trhu je nezbytné, aby tento trh podléhal regulaci a dohledu. Na druhou stranu, regulace a dohled nesmí bránit dalšímu rozvoji finančnímu trhu a svobodnému obchodování na něm. Otázka ideálního modelu regulace a dohledu nad finančním trhem je tak nanejvýš aktuálním tématem, hodným bližší pozornosti a analýzy.

Název tématu mé diplomové práce je „ideální model dohledu nad finančním trhem“. Předmětem této práce je finanční trh z pohledu dohledu a kontroly. Hlavní cíl práce tvoří identifikace a návrh ideálního modelu dohledu nad finančním trhem provedená výběrem ze souboru současných řešení na základě vlastní analýzy relevantních souvislostí a faktorů. V souladu se stanoveným cílem je možné identifikovat dílčí cíle v podobě:

- Rešerše odborných zdrojů pro účely vymezení finančního trhu, jeho regulace a dohledu nad ním.
- Analýza organizace dohledu nad finančním trhem ve vybraných státech.
- Aplikace dílčích závěrů práce na situaci finančního trhu v České republice.
- Využití získaných poznatků pro vyhotovení návrhu ideálního modelu dohledu.

V závislosti na představených cílech je vytvořena struktura práce v prvotním postihnutí finančního trhu v samostatné kapitole na pozadí určení základní charakteristiky, segmentace a subjektů působících na trhu. Následně bude pozornost práce zaměřena na regulaci a dohled nad finančním trhem s přiblížením jeho cílů, subjektů a způsobů organizace.

Analýza organizace dohledu ve vybraných zemí bude učiněna v rozlišení na dominantní formy užívaných systémů dohledu. Poslední kapitola se bude zabývat situací v České republice v rámci vlastní aplikace získaných poznatků do návrhového modelu dohledu. V samotném závěru budou shrnuty základní poznatky, jenž byly prací dosaženy, s vystižením hlavních přínosů teoretických i praktických.

Pro naplnění stanoveného účelu práce a dosažení vymezených cílů budou využity následující vědecké metody:

- Analýza – představuje myšlenkové rozložení zkoumaného složitějšího celku (zkoumaného objektu) na jednotlivé jednodušší části, jenž následně podléhají účelové abstrakci od částí ostatních a dalším jednotlivým zkoumáním. Tímto postupem lze dosáhnout identifikace samotné podstaty zkoumaného jevu.
- Syntéza – v porovnání s analýzou představuje postup opačný, znamená myšlenkové spojování více souvisejících částí do jednoho celku, přičemž cílí na vymezení jejich vzájemných vztahů a určení výsledné struktury celku.
- Komparace – znamená porovnávání fungování objektů zkoumání v určitých podmínkách a následné vymezení jejich vlastností.

V návaznosti na prezentovanou metodiku zpracování i stanovené cíle je vhodné určit výzkumnou otázku jako garanci naplnění hlavního cíle práce. Výzkumná otázka se v tomto případě nabízí ve formulaci:

Jaká současná podoba modelu dohledu nad finančním trhem tvoří koncept nejbližší ideálnímu modelu dohledu nad finančním trhem?

Vymezení výzkumné otázky v uvedeném znění odpovídá teoretickému i praktickému přínosu práce se zaměřením na výzkum praktických vztahů a veličin odpovídajících skutečným reáliím na finančních trzích v prostředí tuzemském i zahraničním.

Téma této práce jsem si pro své detailnější zkoumání zvolil ze dvou důvodů. S finančním trhem a jeho praktickým fungováním jsem se setkal v průběhu studia vysoké školy, kdy jsem působil jako externí finanční poradce společnosti OVB Allfinanz a.s - poskytovatelem finančního poradenství široké veřejnosti a finančním zprostředkovatelem. V rámci této činnosti jsem poznal reálné fungování některých částí finančního trhu, chování subjektů, které na nich působí působí a také vlastnosti některých finančních produktů, které jsou zde obchodovány. Druhým důvodem, proč jsem zvolil právě toto téma, byla setkání s problematikou týkající se finančního trhu, která se uskutečnila v rámci návštěv seminářů volitelného předmětu Bankovního práva v rámci vysokoškolského studia.

1 Finanční trh

Trh lze nejobecněji vymezit jako oblast hospodářství kde probíhá proces nákupu a prodeje určitých hodnot. Cílem této směny hodnot je uspokojení potřeb stran účastnících se tohoto procesu. Směna je ve zdravém tržním hospodářství determinována čtyřmi hlavními tržními faktory: nabídkou, poptávkou, cenou a konkurencí.[1]

Základní členění trhu lze provést na trh zboží a služeb, trh půdy a práce a finanční trh. Finanční trh tak představuje vedle trhu výrobních faktorů a konečných produktů a služeb, základní součást celého finančního systému. Základní funkcionalitu tvoří role nástroje pro shromažďování a alokaci disponibilních finančních prostředků směrem k potřebným subjektům. V případě neexistence finančního trhu by volné finanční prostředky zůstaly nevyužité.[2]

Finanční trh je trhem, na němž se střetává nabídka a poptávka volných peněz a kapitálu. Uskutečňují se zde obchody, jimiž se na základě nabídky a poptávky rozděluje peněžní kapitál a určuje se jeho cena. Jedná se o institucionalizované prostředí, ve kterém dochází k přemísťování volných finančních prostředků od určitých subjektů (domácnosti, obchodní společnosti, stát), které jich mají přebytek, k subjektům, které pociťují jejich nedostatek - potřebují je. K tomuto přemísťování jsou využívány finanční nástroje různých forem a speciální postupy, jejichž společným cílem je umožnit oběma stranám oboustranně výhodnou směnu. Na finančním trhu tedy dochází k přelévání volných finančních zdrojů. Nabídka je představována nabízenými uspořenými volnými penězi a kapitálem a potřeba těchto je poptávkou.[3]

Podle některých názorů (Jílek) lze považovat finanční trh za měřítko prosperity vývoje hospodářství, kdy jednotlivé subjekty trhu reprezentují střet poptávky ve vyjádření potřeby volných finančních prostředků a nabídky jako disponentů s úsporami.[4] Efektivitu do vymezení finančních trhů implementuje Musílek, který poukazuje na přesun volných finančních prostředků k využití deficitními subjekty, jenž tyto prostředky dokážou využít za dosažení co nejvyšší efektivity.[5]

---

[1] ZLÁMAL, J., BAČÍK, P. *Finance a finanční trhy*. 1. vydání. Olomouc: Iuridicum Olomoucense o.p.s, 2009, s. 13.
[2] REJNUŠ O. *Finanční trhy,* 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010, s. 38.
[3] ZLÁMAL, J., BAČÍK, P. *Finance a finanční trhy*. 1. vydání. Olomouc: Iuridicum Olomoucense o.p.s, 2009, s. 13 - 14.
[4] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009, s. 42.
[5] MUSÍLEK, P. *Finanční trhy: instrumenty, innstituce a management.* 1. přepr. vyd. Praha: VŠE, 1996, s. 33.

„Finanční trh je systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky.“[6]

1.1 Funkce finančního trhu

Z výše uvedených vymezení finančního trhu je možno dovodit jeho funkce, které se dají považovat za nepostradatelné pro fungování celého tržního mechanismu. Jako zásadní funkce finančního trhu je možné identifikovat:[7]

- Funkce *shromažďovací* – dočasné shromáždění (akumulace) nabídky a poptávky volných finančních prostředků.
- Funkce *alokační* – transport volných finančních prostředků od přebytkových subjektů k subjektům deficitním za účelem jejich uplatnění při splnění podmínek získání nejvyššího výnosu, nejnižšího rizika a nejvyšší likvidity.
- Funkce *cenotvorná* – stanovení ceny (ocenění) finančního instrumentu se realizuje v rámci cenové liberalizace, kdy dochází k volnému střetu nabídky a poptávky.
- *Obchodní* funkce – umožnění vykonání obchodní transakce na finančním trhu nákupem či prodejem finančního instrumentu.
- Funkce *diverzifikace rizika* – možnost dosažení rozptýlení investičního rizika mezi velké množství finančních instrumentů s rozdílnou úrovní rizikovosti.

1.2 Vlastnosti finančního trhu

Zmíněné fungování finančního trhu je umožněno jeho vlatnostmi. Jednou z nejdůležitějsích vlastností finančního trhu je jeho účinnost (efektivnost). Rozeznáváme efektivnost alokační, operační a informační.[8]

Alokační efektivnost znamená vlastnost finančního trhu zajistit, aby na něm investory nabízené volné peněžní prostředky byly využity co nejefektivněji. Za tímto účelem je směřuje do co nejvíce atraktivních investic, tedy do těch, které vedou při minimálním riziku k maximálním ziskům. O alokační efektivnosti lze mluvit pouze v případě primárních trhů, protože pouze ty uskutečňují přenos volných peněžních prostředků od investorů k dlužníkům.

[6] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. akt. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 69.
[7] VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. akt. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 55.
[8] JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 1997, s. 44.

Za *operační efektivnost* považujeme vlastnost finančního trhu umožnit existenci malého rozdílu mezi výnosem z prodeje obchodovaných volných peněžních prostředků a nákladem na jejich nákup. Tento rozdíl, který je ziskem finančních zprostředkovatelů, závisí na likviditě trhu – čím větší je likvidita trhu, tím je rozdíl nižší.

Informační efektivnost znamená vlastnost finančního trhu poskytnout jeho účastníkům informace ovlivňující cenu jimi obchodovaných hodnot. Na trhu, který je informačně efektivní, nenajdeme špatně oceněný finanční nástroj, protože jeho cena plně odráží veškeré dostupné informace. Účastníci obchodu (prodávající i kupující) mají k dispozici stejné informace, nikdo z nich není v tomto ohledu zvýhodněn. Naopak, pokud někteří účastníci mají relevantní informaci, která není dostupná ostatním, jsou ve srovnání s ostatními v neoprávněné výhodě a mají šanci dosáhnout nepřiměřených zisků. V tomto případě hovoříme o trhu informačně neefektivním.

Za další z důležitých vlastností finančního trhu považujeme jeho hloubku a šířku. O *hloubce trhu* mluvíme v souvislosti s existencí velké poptávky po nákupu a zároveň velké poptávky po prodeji určité obchodované hodnoty. Za této situace hluboký trh zajistí, že rozdíly v cenách postupně realizovaných jednotlivých obchodů jsou malé, takže vývoj cen není skokový.

Šířka trhu je vyjádřena počtem investorů, kteří na trhu působí. Velký počet investorů s různými důvody proč obchodovat způsobuje, že trh je méně náchylný k výkyvům, protože v každé době bude alespoň u některých investorů zájem na trhu investovat. Široký trh se tak vyznačuje cenovou stabilitou.

1.3 Subjekty finančního trhu

Jako subjekty finančního trhu je možné označit veškeré entity, které jsou dle podmínek daných příslušnou legislativou oprávněny realizovat či ovlivnit obchodování na finančním trhu. Tyto subjekty rozlišujeme na subjekty základní (hlavní) a subjekty ostatní (vedlejší). Subjekty hlavní jsou ty subjekty, mezi nimiž se realizuje obchod. Subjekty ostatní (vedlejší) jsou subjekty, které realizaci obchodu určitým způsobem ovlivňují. Jsou jimi např. osoby zajišťující vlastní fungování finančního trh, prostředníci a odborní poradci, kteří nabízející výkon zástupných finančních služeb na trzích.[9]

[9] REJNUŠ O. *Finanční trhy,* 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010, s. 74.

Situaci mezi hlavními subjekty obchodu na finančním trhu je při každém obchodu totožná. Na jedné straně vystupuje subjekt, který vykazuje nadbytek disponibilních finančních prostředků bez možnosti vlastního zajištění jejich zhodnocení a efektivního vynaložení. Tyto finanční prostředky je subjekt ochoten na finančním trhu nabídnout za podmínky přínosu formou výnosné investice s co nejnižším celkovým rizikem, jenž plyne z každé investiční transakce v ekonomickém prostředí.

Druhý subjekt vykazuje naopak deficit finančních prostředků. Tento deficitní subjekt je však schopen disponibilní finanční zdroje efektivně vynakládat a zhodnocovat. Za tímto účelem vstupuje na finanční trh, kde tyto zdroje poptává s motivem zisku co nejvyššího objemu prostředků za co nejnižších nákladů. Investice vzniká právě realizací obchodu, kdy konkrétní věřitel v roli investora svěří své volné finanční prostředky do rukou dlužníka, který tyto zdroje využije ve své činnosti.

Pokud by transakce mezi oběma hlavními subjekty obchodování proběhla bez realizace činnosti prostředníka, pak hovoříme o přímém obchodování (alokaci) a prostředí privátního finančního trhu. Naopak nepřímé obchodování (alokaci) znamená využití prostředníka jako finančního zprostředkovatele obchodu. Jeho role nabývá na důležitosti zejména ze dvou důvodů:[10]

- jako odborník v oboru s praktickými znalostmi a zkušenostmi může zajistit využití obchodovaných prostředků při naplnění požadavků na maximalizaci výnosnosti, bezpečnosti a jednoduchosti vlastní obchodní transakce.
- zajistí dostupnost finančních zdrojů od malých investorů (např. majitelů spořících účtů) v agregaci do jednotného objemu, nabídnutého k využití státu, veřejnému i soukromému sektoru pro financování svých potřeb.

Subjekty, jejichž prostřednictvím dochází k institucionálnímu zabezpečení funkčnosti finančního trhu tvoří banky a nebankovní instituce z oblasti pojišťoven, penzijních, podílových a investičních fondů a další finanční instituce, které nabízejí dalším účastným subjektům trhu své produkty a služby na základě držby licence k provozování aktivit v rámci jejich podnikatelské činnosti.

V oblasti identifikace subjektů finančního trhu se naskýtá jeden ze stěžejních motivů pro realizaci regulace a dohledu nad finančním trhem. Většina finančních institucí disponuje právem přijímat peněžní prostředky od různých subjektů a s těmito prostředky nadále

[10] REJNUŠ O. Finanční trhy, 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010, s. 74 - 75.

operovat v rámci své podnikatelské činnosti. Častá neznalost fungování finančních trhů ze strany investorů může vytvářet prostor pro zneužívání jimi svěřených finančních zdrojů.

Jako další subjekt, jehož činnost ovlivňuje dění na finančním trhu, tak musí existovat entita garantující ochranu investorů a zajištění důvěryhodnosti finančního trhu. Tyto subjekty nabývají podob regulačních a dohledových orgánů.

1.4 Segmentace finančního trhu

Teorie není v určení jednotlivých segmentů finančního trhu jednotná. To je způsobeno především skutečností, že hranice mezi jednotlivými segmenty finančního trhu nelze zcela jednoznačně vymezit. Segmentaci finančního trhu v poslední době výrazně ztěžuje zejména vznik stále nových finančních produktů nedovolujících jejich jednoznačnou charakteristiku a následně i zařazení do jednotlivých segmentů trhu. Z hlediska teritoriálního lze konstatovat, že i přes postupující globalizaci se i nadále postavení a fungování finančního trhu v jednotlivých zemích značně liší, neboť je stále determinováno řadou různých lokálních faktorů (historických, politických, právních, atd.).

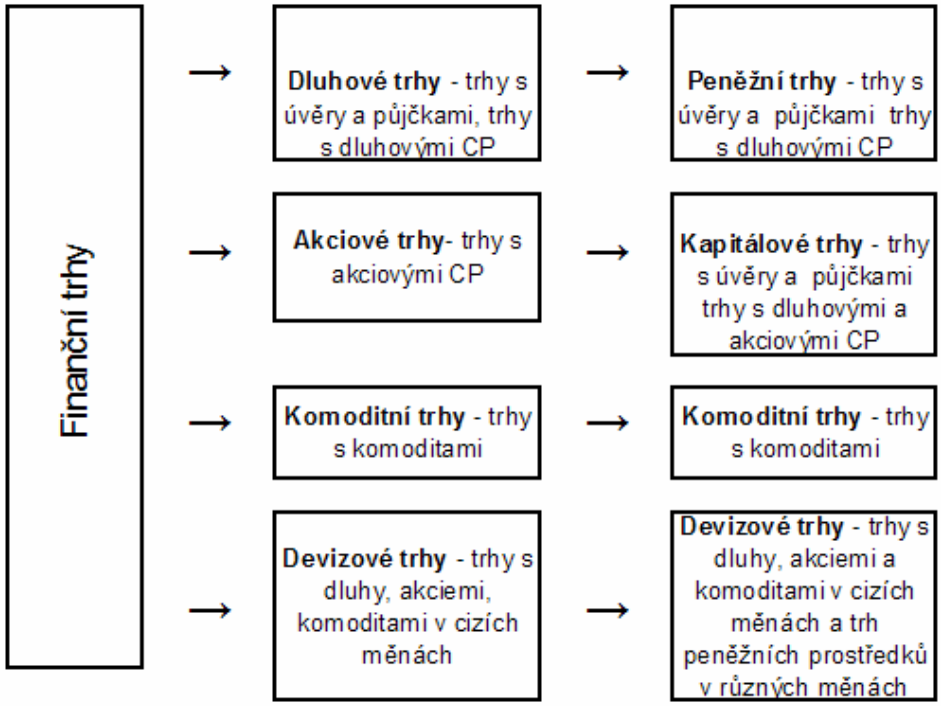
Jak již bylo výše uvedeno, lze jednotlivé segmenty finančního trhu rozdělit podle způsobu alokace. *Přímá alokace* vyjadřuje obchod finančního instrumentu přímo mezi stranami tohoto obchodu, kdy do vzájemné obchodní transakce není zapojena další osoba (např. nákup cenného papíru od emitenta). U *nepřímé alokace* vstupuje do obchodu zprostředkovatel (např. banka, podílový fond nebo pojišťovna). Při správném fungování finančního trhu umožňuje nepřímá alokace snížení potenciálního rizika obchodu, a to především překonáním již zmíněné informační asymetrie mezi stranami obchodu.

Od uvedené segmentace finančního trhu se v jisté míře odvíjí i členění finančního trhu na primární a sekundární. S nově emitovanými finančními instrumenty se obchoduje na *primárním* trhu, kdy se kupující stává prvním držitelem těchto finančních instrumentů. Dříve emitované finanční instrumenty se oproti tomu obchodují na trhu *sekundárním*.[11]

Schéma na obr. č. 1 reprezentuje rozdělení finančního trhu dle obchodovaných finančních instrumentů. Z tohoto pohledu lze rozlišit dluhový, akciový, komoditní a devizový trh. Na *dluhovém* trhu se obchodují úvěry, půjčky a dluhové cenné papíry. Obecně se užívá měřítko omezené splatnosti nástrojů, i když je nutné upozornit na výjimku v podobě tzv. „perpetuit“, nebo-li dluhopisů s nekonečnou splatností.

[11] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. akt. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 78.

Obr. č. 1: Segmentace finančního trhu



Zdroj: Autor na základě JÍLEK, J., (2009)[12]

Hypoteticky nekonečnou splatností se vyznačující akcie, které jsou obchodovány v rámci *akciového* trhu. *Komoditní* trh se soustřeďuje na obchodování komoditami, např. s cennými kovy jako je zlato, stříbro nebo platina. Na d*evizovém* trhu jsou obchodovány finanční nástroje všech právě uvedených trhů v cizích měnách.

Podle doby splatnosti obchodovaného finančního nástroje rozlišujeme finanční trh na trh *peněžní*, kde se obchoduje s finančními instrumenty s dobou splatnosti nepřevyšující jeden rok, a trh *kapitálový* využívající finanční instrumenty s dobou splatnosti delší jednoho roku.[13]

V neposlední řadě lze jako aplikovatelné kritérium při členění finančního trhu označit kritétium geografické, podle kterého segmentujeme finanční trh na národní, unijní (evropský) a zahraniční.

1.4.1 Peněžní trh

[12] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009, s. 88.
[13] POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky a finanční trhy*. 3. vydání. Karviná: Slezská univerzita, 2000, s. 135.

Peněžní trh tvoří tu část finančního trhu, kde se realizují obchody prostřednictvím krátkodobých finančních nástrojů, jejichž splatnost činí maximálně jeden rok. Dochází zde k transakcím přebytků finančních prostředků mezi subjekty, a to s nízkou úrovní rizikovosti, nižšími výnosy a vysokou likviditou. Největší objem obchodů zpravidla prochází skrze repo obchody, krátkodobé finanční deriváty a státní pokladniční poukázky.

Z hlediska subjektů účastnících se tohoto trhu vykazují dominantní pozici bankovní instituce, jenž vstupují do obchodních vztahů s motivem zajištění krátkodobé likvidity. Operující subjekt na trhu však tvoří i centrální banka, která na peněžním trhu provádí operace v rámci měnové politiky.[14] Další zainteresované subjekty tvoří pojišťovny, fondy peněžního trhu, veřejný sektor a nefinanční podnikatelské subjekty.

„*Peněžní trh je systém institucí a instrumentů zabezpečující pohyb různých forem krátkodobých peněz (se splatností do jednoho roku) na úvěrovém principu mezi bankami navzájem, bankami a centrální bankou, popř. i dalšími finančními institucemi a velkými nefinančními firmami*.“[15]

1.4.2 Kapitálový trh

Jak již bylo uvedeno, na kapitálovém trhu se obchodují finanční instrumenty s dobou splatnosti delší jednoho roku Kapitálový trh tak slouží k dlouhodobému vázání finančních prostředků ve významu dlouhodobých finančních investic. Hlavní obchodované instrumenty tvoří investiční cenné papíry (např. akcie nebo dluhopisy), cenné papíry charakteru kolektivního investování, deriváty a ostatní nástroje peněžního trhu.[16]

„*Kapitálový trh tvoří systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů*.“[17]

Dle uvedené definice je možné vyslovit hlavní funkci kapitálového trhu spočívající v zajištění a zhodnocení střednědobě a dlouhodobě volných finančních prostředků, a to formou investování do cenných papírů a jejich různorodých variant.[18]

[14] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. akt. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 214.
[15] Tamtéž s. 70.
[16] PAVLÁT, V. a kol.: *Kapitálové trhy.* 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2003, s. 56.
[17] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. akt. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 223.
[18] PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy.* 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2003, s. 57.

Co se týká subjektů účastných kapitálového trhu, roli investorů většinou hrají banky, investiční a penzijní fondy, pojišťovny či domácnosti. Na druhé straně emitenty tvoří ve velkém množství případů stát, veřejný sektor a banky. Nelze však vyloučit ani další finanční instituce.

V porovnání s peněžním trhem lze konstatovat, že obchody na kapitálovém trhu vykazují značně vyšší rizikovost, která však bývá vykoupena potenciální vyšší ziskovostí. Tento fakt je determinován především dlouhodobější povahou obchodovaných finančních instrumentů.

1.4.3 Primární trh

Nově emitované finanční nástroje vstupují na primární trh, kde emitent jako subjekt vykazující deficit může získat volné finanční prostředky od investora, který naopak disponuje přebytkem kapitálu, jenž chce zhodnotit na tomto trhu. Klasický nástroj představuje dluhopis nebo úvěr.

Z hlediska celkového konceptu finančních trhů hraje primární trh zásadní roli v prvotní mobilizaci disponibilních finančních prostředků, čímž je naplněna hlavní funkce finančních trhů spočívající v přesunu finančních prostředků od přebytkových subjektů k deficitním, které mohou tento kapitál využít k vlastní podnikatelského činnosti. Prodávající vždy vystupuje na trhu jako emitent, který zajišťuje tvorbu nových finančních zdrojů, jenž se transformují vlastním procesem na primárním trhu v prostředky dlouhodobé vystupující jako zdroje.[19]

1.4.4 Sekundární trh

Již dříve emitované finanční nástroje se obchodují na sekundárním trhu, jehož hlavním účelem je určení jejich tržní ceny na základě střetu nabídky a poptávky, a dále zajištění jejich likvidity. Sekundární trh nabývá nejčastějších forem burzovního trhu, mimoburzovního trhu a tzv. over-the-counter (OTC) trhů.[20]

Transakce se realizují mezi investory. Obchodované finanční instrumenty pomáhají navýšit likviditu subjektů v případě potřeby získání volného kapitálu před sjednanou dobou splatnosti. Stanovení tržní ceny instrumentu zapříčiní změnu ceny i na trhu primárním.[21]

[19] REJNUŠ O. *Finanční trhy,* 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010, s. 65.
[20] Tamtéž.
[21] PAVLÁT, V. a kol.: *Kapitálové trhy.* 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2003, s. 23.

Každý sekundární trh musí ze své podstaty disponovat trhem primárním, kdežto každý primární trh nemusí mí příslušný trh sekundární. V soudobých podmínkách je však možné vyslovit dílčí závěr o tendencích k postupném prolínání mezi jednotlivými trhy, kdy se smazávají hranice mezi kategoriemi.

1.4.5 Trh z teritoriálního hlediska

Z geografického úhlu pohledu můžeme finanční trh rozčlenit na národní, zahraniční a trh Evropské unie, někdy také označovaný jako eurotrh. Prostřednictvím *národních trhů* se zajišťuje obchodování s finančními instrumenty emitovanými v tuzemském prostředí v národní měně. Obchodování na národním trhu podléhá legislativní úpravě daného státu.

Zahraniční trhy umožnují obchodování s instrumenty emitovanými v zahraničí v příslušné národní měně. Pro tyto trhy platí přísnější regulace a omezení, která taxativně vymezují obchodovatelné finančních nástrojů.

Eurotrh tvoří finanční trhy států mající společnou měnou bez ohledu na geografickou polohu realizace obchodu. Tento trh podléhá oproti zahraničnímu trhu mírnější regulaci a subjekty na něm působící se rekrutují z především větších obchodníků.[22]

1.4.6 Ostatní segmentace trhu

Uvedená dělení finančního trhu nepředstavují komplexní postihnutí všech přípustných alternativ. Jde o účelový výběr, který poskytuje představu o fungování a propojení jednotlivých segmentů finančního trhu. Jako další možnost se nabízí rozlišit *trh s fyzickou alokací* a *trh elektronický*. Se vztahem k časové dimenzi se může jednat o *trh kontinuální* se stále probíhajícím obchodem (typické pro trh akcií a dluhopisů) a *trh aukční*, kde je průběh obchodu úzce navázán na určitý časový limit (např. opční trh).[23]

Dle doby mezi uzavřením obchodu a jeho faktickém vypořádání se zakládá členění trhu na promptní a termínovaný. Podmínkám *promptního trhu* odpovídá takový charakter obchodování, při kterém dochází k okamžité realizaci obchodu po jeho ujednání, eventuálně do několika málo dnů. *Termínovaný trh* se vyznačuje jistou časovou etapou, uskutečněnou uprostřed krajních limit, během níž je možné uzavření obchodu a jeho vypořádání.

[22] REJNUŠ O. *Finanční trhy,* 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010, s. 60.
[23] Tamtéž.

2 Dohled nad finančním trhem

Finanční trh umožňuje proces přesunování volných peněžních prostředků od přebytkových subjektů k deficitním. Tento proces hraje velmi důležitou roli ve výkonu celého hospodářství, dobré fungování finančního trhu je podmínkou fungování ekonomického systému. Musí být proto zajištěna vhodná regulace a dohled nad finančním trhem, aby bylo realizováno prostředí maximalizující potenciál rozvoje ekonomiky.[24]

2.1 Regulace

Regulaci nejobecněji definujeme jako usměrňování, řízení a udržování určitých hodnot, *regulátora* pak jako subjekt, jehož úkolem je sledovat hodnoty regulované veličiny, porovnávat je žádanými hodnotami a - v případě zjištění jejich překročení - zahájit výkon regulace.[25] *Regulace finančního trhu* tedy znamená stanovení pravidel, podle kterých se bude řídit fungování finančního trhu a jejich následné vynucování.

Všechna tato pravidla regulace musejí být plně v souladu s celým tržním systémem, musí být dostatečně obecná - nesmějí se vztahovat k žádné konkrétní osobě nebo skupině osob.[26]

Regulaci je možno vztáhnout na dvě základní oblasti podnikání na finančních trzích:[27]

- Regulace vstupu do vlastního procesu podnikání na finančním trhu a pravidla pro ukončení činnosti jednotlivých subjektů na finančním trhu.
- Regulace pravidel chování subjektů, jenž jsou oprávněny provozovat na finančním trhu podnikatelskou činnost.

„*Regulace finančních trhů je činnost spočívající v tvorbě zásad a pravidel, jimiž se mají řídit subjekty činné ve finanční sféře*.“[28]

Výstup aktivity subjektu regulujícího má být pevný soubor pravidel, které poskytují pro účastníky trhu závazný rámec dovoleného jednání, ze kterého nelze vybočit. Pokud by k onomu vybočení za povolenou mez došlo, pak je povinností dohledového orgánu, aby tuto

[24] REJNUŠ O. *Finanční trhy,* 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010, s. 69.
[25] *Všeobecná encyklopedie v osmi svazcích, 6. Díl*, Praha: Diderot, 1999, s. 374.
[26] MUSÍLEK, P. *Finanční trhy: instrumenty, innstituce a management.* 1. přepr. vyd. Praha: VŠE, 1996, s. 63.
[27] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 74.
[28] Tamtéž.

situaci identifikoval a posléze napravil pomoci svých nástrojů. Jako základní úkoly, plynoucí z role regulačního subjektu je možné vymezit:[29]

- Definování podmínek pro vlastní výkon finanční činnosti v prostředí finančního trhu.
- Stanovení podmínek pro udělení licence pro výkon finanční činnosti.
- Udělení licence pro obchodování na trhu na základě splnění stanovených podmínek.
- Vzájemná spolupráce a transfer relevantních informací s ostatními tuzemskými i zahraničními subjekty regulace finančního trhu.

2.2 Dohled

Dohled je obecně vymezován jako aktivita (činnost) nestátního subjektu, která zahrnuje pozorování určitého stavu nebo činnosti, hodnocení pozorovaného a (případně) aplikaci prostředků směřujících k zajištění účelu provádění dohledu (pokud je podle výsledku hodnocení zapotřebí). Odpovědnost za výkon dohledu nestátním subjektem nese stát.[30]

Pokud je dohled vykonáván přímo státem, označujeme ho jako *dozor*. V porovnání s pojmem dohled, jedná se tedy pouze o změnu v subjektu vykonávajícího dohled, obsah této činnosti zůstává nezměněn. Pro státní dozor je typické, že dozorované subjekty nejsou vůči dozorujícímu subjektu v podřízeném postavení a že dozorované subjekty nejsou orgány státní správy. Pokud dozorující orgán zjistí při výkonu dozoru nedostatky u dozorovaných subjektů, aplikuje 2 typy opatření (souběžně nebo samostatně): nápravný prostředek (např. uložení opatření k nápravě závadného stavu), nebo sankční prostředek (např. peněžitá pokuta).[31]

Dohledový subjekt (orgán dohledu) definujeme jako instituci, která v rámci své působnosti vykonává dohled nad činností v určité oblasti (oblast dohledu). *Dohlíženým (hlídaný) subjektem* je osoba (fyzická nebo právnická), které zákon ukládá povinnost strpět výkon dohledu prováděný v souladu s právním řádem dohledovým subjektem a poskytnout mu, v případě potřeby, nezbytnou součinnost.

Na finančním trhu působí v rámci své podnikatelské činnosti soukromoprávní instituce (např. banky, pojišťovny, obchodníci s cennými papíry, penzijní fondy a další), které obchodují s peněžními prostředky a jinými majetkovými hodnotami (např. cenné papíry) získanými za tímto účelem od klientské veřejnosti. Tuto činnost nazýváme *finanční činností*.

[29] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 24.
[30] HENDRYCH, Dušan a kol. *Správní právo. Obecná část*. 7 vydání. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 283.
[31] BAKEŠ, Milan a kol. *Finanční právo.* 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 50.

Stát, vědom si neschopnosti laické veřejnosti účinně kontrolovat činnost zmíněných soukromoprávních finančních institucí a tím zajišťovat ochranu svých majetkových zájmů, vykonává nad těmito institucemi dozor a reguluje jejich činnost. Dalším důvodem dohledu je pak zabezpečení ekonomické stability části finančního trhu, kde dohlížený subjekt působí.

Tento dohled je v oblasti finanční činnosti zaměřen na dodržování povinností, které ukládá dohlíženému subjektu 1) přímo použitelný právní předpis Evropských společenství (typicky nařízení), zákon, nebo od něho odvozený podzákonný právní předpis, 2) oprávnění k jejich finanční činnosti (licence, povolení), 3) závazný individuálně právní akt vydaný dozorujícím orgánem (opatření k nápravě, sankce, jiné opatření).

Úkoly institucí pro výkon dohledu tvoří soubor čtveřice hlavních činností důležitých pro zajištění všech zásadních funkcí dohledu:[32]

- Monitorování a kontrola dodržování všeobecně závazných pravidel pro výkon finanční činnosti v prostředí finančního trhu.
- Monitorování a kontrola dodržování pravidel stanovených v licenci a skutečností, na základě kterých byla licence udělena.
- Vynucení splnění stanovených povinností v případě zjištění jejich neplnění dohlíženými subjekty.
- Vzájemná spolupráce s orgány policie, soudním aparátem a jinými tuzemskými i zahraničními institucemi zabývajícími se dohledem nad finančním trhem.

2.3 Důvody regulace a dohledu

Jak již bylo zmíněno, jednotlivé části finančního trhu se od sebe vzájemně odlišují. Při jejich regulaci a dohledu nad nimi je třeba vždy přihlížet k jejich specifickům a uzpůsobit na míru každý nástroj jejich regulce a dohledu. Na obecné úrovni ovšem lze identifikovat důvody regulace a dohledu, které jsou společné pro celý finanční trh, pro všechny jeho části. Jedná se zejména o otázku existence informační asymetrie, zneužití trhů, systémového rizika a zneužití dominantního postavení. Tyto otázky tvoří důležitá východiska při každé tvorbě modelu dohledu nad finančním trhem, protože tvoří zdroje potenciálních problémů, neslučujících se s požadavkem na efektivní fungování finančního trhu.

[32] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu*. 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 24.

2.3.1 Informační asymetrie

Jeden z hlavních motivů regulace a dohledu nad finančním trhem je eliminace informační asymetrie. V ideálním prostředí by všichni účastníci finančního trhu měli relevantní informace stejné kvality a množství. Skutečný svět však nabízí informační podmínky do značné míry odlišné, kdy charakter informací nabývá asymetrické formy, narušující fungování finančního trhu.[33]

Existují soubory informací, jenž by se daly charakterizovat jako symetrické, kdy je vyhověno požadavku na jejich neomezenou dostupnost všem účastníkům finančního trhu. Jedná se zejména o právní předpisy, statistiky, odborné studie a ostatní veřejně dostupné zdroje informací. Kromě těchto zdrojů se však vyskytují i informace skryté široké veřejnosti a dostupné pouze některým subjektům, např. některým státním úředníkům nebo určitým soukromým podnikatelským subjektům.

Dopad takové informační asymetrie je nejvíce markantní ve vztahu mezi prodávajícím a kupujícím na finančním trhu, kdy na základě získání určité informace pouze jedním subjektem, může nastat stav nerovného postavení stran v obchodním vztahu. Neveřejné informace tedy mohou vytvářet konkurenční výhodu, ze které těží jeden subjekt na úkor druhého. Informační asymetrie se projevuje například v těchto formách:[34]

- Riziko nepříznivého výběru – nastává při absenci informace v procesu ověřování osoby obchodního partnera. Např. když banka poskytne úvěr klientovi, který by mu, v případě znalosti jeho finančních poměrů, neposkytla.
- Riziko morálního hazardu – vyplývá z možné nevědomosti subjektu finančního trhu nebo očekávání jeho nižší zodpovědnosti, která je však ve skutečnosti mnohem vyšší.

2.3.2 Zneužití trhu

O zneužití finančního trhu hovoříme v souvislosti s prováděním tzv. nelegálních obchodů, do nichž řadíme např. praní špinavých peněz, insider trading, manipulace s měnovým kursem a další. Uvedené tři příklady reprezentují nejčastější a nejzávažnější případy zneužití trhu:[35]

[33] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 34-35.
[34] PÁNEK, D., VALOVÁ, I. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008, s. 16.
[35] VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. akt. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 27.

- Praní špinavých peněz – jedná se o aktivitu, při níž určitý subjekt nakládá s penězi pocházejícími z trestné činnosti. Jejím cílem je pomocí obchodních operací a transakcí zakrýt skutečný původ peněz a tyto peníze vydávat za legitimní výsledek své podnikatelské činnosti bez podezření na ilegální činnost.
- Insider trading – využitím informační asymetrie určitý subjekt získá informaci, jenž není veřejně dostupnostná a zneužije ji k vlastnímu obohacení na úkor subjektů, kterým je tato informace nepřístupná.
- Manipulace s kurzem měny – subjekt v tomto případě usiluje o úmyslné zkreslení jedné z veličin nabídky, poptávky nebo odvozené hodnoty konkrétního instrumentu. Manipulovaná hodnota představuje pro dotčený subjekt ztrátu plynoucí z rozdílu mezi stavem fiktivním a skutečným.

Kromě těchto blíže představených možností zneužití trhu se může jednat i o další formy, např. provozování podnikatelské činnost na finančním trhu bez potřebného oprávnění, nekalou soutěž nebo vyráběním falešných peněz. Činy naplňující skutkovou podstatu trestného činu ve vztahu k finančnímu trhu se označují jako finanční kriminalita.

2.3.3 Systémové riziko

Systémovým rizikem se rozumí potenciální hrozba kolapsu finančního trhu na základě narušení jeho stability. V tomto procesu hrají hlavní roli především negativní externality v podobě ekonomického rozhodnutí určitého subjektu, jehož následek nese i jiný subjekt než původce rozhodnutí. Mluvíme o nákladech plynoucích z neoptimálního rozhodování. Negativní externalita pak dopadá na jiný subjekt formou nákladů, které však nelze vymáhat od původce.[36]

Ve vztahu k regulaci a dohledu nad finančním trhem znamená systémové riziko snahu o minimalizaci výskytu negativních externalit za účelem zabránění možné destabilizaci finančního trhu. Jako praktický nástroj se zde uplatňuje monitorování a následná analýza finančního trhu jako jednotného celku.[37]

2.3.4 Zneužití dominantního postavení

[36] VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 2. akt. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 27.
[37] PÁNEK, D., VALOVÁ, I. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008, s. 17.

Zneužití dominantního postavení je chápáno jako narušení konkurenčního prostředí, kdy určitý subjekt (skupina subjektů) sám užívá neoprávněné konkurenční výhody, které ostatní subjekty na finančním trhu nemají. Existence této výhody umožňuje nespravedlivé dosažení vyšších zisků na úkor dalších účastníků trhu.

Možná náprava uvedené situace spočívá v omezení takových praktik, jenž by mohly zakládat nebezpečí dosažení výsadního postavení na trhu, např. monopolu s dominantní tržní silou, kdy je znemožněn vstup do daného odvětví podnikatelské činnosti jiným subjektům.[38]

2.4 Cíle regulace a dohledu

Obecně lze uvést, že cílem regulace finančního trhu je snaha o minimalizaci výskytu situací, které by měly za následek snížení jeho funkčnosti. Regulace a dohled nad finančním trhem mají přispět k ochraně investorů a podporovat stabilitu a bezproblémové fungování finančního trhu. Účelem dohledu nad finančním trhem je kontrola dodržování závazných pravidel a podmínek pro výkon finanční činnosti na finančním trhu (tedy kontrola dodržování pravidel regulace finančního trhu) a v případě zjištění jejich porušení také jejich vynucování za využití zákonných prostředků (např. nápravných opatření nebo sankcí).

Z jiného pohledu lze na cíl regulace a dohledu nad finančním trhem pohlížet z těchto dvou aspektů:[39]

- Aspekt makroekonomický – odvozuje se od snahy o zajištění celkové hospodářské rovnováhy na úrovni národní ekonomiky.
- Aspekt mikroekonomický – vztahuje se k ochraně subjektů působícím na finančním trhu, především na laickou veřejnost a její ochranu před možným nekalým jednáním jiných subjektů a účastníků trhu.

Na základě výše uvedených důvodů pro regulaci a dohled nad finančním trhem je možné identifikovat konkrétní cíle regulace a dohledu:

- Zajištění takových podmínek, ve kterých by v prostředí finančního trhu byla realizována dostatečná konkurence a transparentnost.
- Zajištění důvěryhodnosti finančního trhu pro subjekty na tomto trhu působící.
- Zajištění podmínek nezbytných pro identifikaci trhu jako stabilního a odolného případným systémovým rizikům.

[38] VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. akt. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 28.
[39] PÁNEK, D., VALOVÁ, I. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008, s. 18.

Bohužel se nelze spoléhat, že k naplnění uvedených cílů by bylo dostačující prosté dodržování etických standardů. Morální způsob chování by sice významně napomohl k efektivnějšímu fungování finančního trhu, avšak jednotlivec bude vždy v ekonomickém konkurenčním prostředí usilovat o dosažení výhody oproti ostatním účastníkům. Za tímto účelem se bude zajisté uchylovat i k neetickému charakteru jednání, a proto musí být regulace a dohled zajištěny na jiné úrovni.[40]

Pravidla regulace finančního trhu nezbytně potřebují vysoce funkční dohledový aparát, který je schopen identifikovat problém v co nejkratší době od jeho vzniku a následně zabránit jeho rozvoji a dalšímu šíření napříč dalšími částmi finančního trhu nebo mezi jednotlivými subjekty trhu navzájem. V případě výskytu problému musí dohledový orgán zajistit svou vlastní činností nápravná opatření s požadavkem na nejefektivnější zavedení opatření, jenž by minimalizovalo možný dopad problému na národní hospodářství, finanční trh a jeho subjekty. K tomuto účelu bývá realizována spolupráce mezi orgány dohledu, centrální bankou a ministerstvem financí, jak bude představeno v dalších kapitolách této práce.[41]

2.5 Nástroje regulace a dohledu

Uplatněné nástroje regulace a dohledu musejí vycházet přímo z potřeby eliminace rizik pro subjekty trhu i celý systém finančního trhu z hlediska jeho stability a zabránění jeho možného kolapsu. Z tohoto pohledu lze regulovat institucí a činností. Na příkladu nedávné globální finanční krize se ukázal vysoký sklon bankovních institucí k podceňování rizik svých operací na finančním trhu. Státní aparát může paradoxně k takovému jednání přispívat vytvářením relativní jistoty managementu bank tím, že v případě nouze zakročí stát s pomocí, protože vzhledem k velikosti příslušné bankovní instituce by bylo nepřípustné nechat ji zkrachovat. Současně však stejná praxe v Americe ukázala, že tento nárok není automatický a princip „*too big to fail*“ se ukazuje v případě velkých krizí neplatným. Jakákoliv banka s jakýmikoliv parametry musí být regulovatelná a dohlížitelná.

Dohled může disponovat pouze nástroji, které vycházejí ze zákonných dispozic. Dohled nepůsobí jako náhrada za orgány činné v trestním řízení a rovněž nelze na dohled nahlížet

[40] PÁNEK, D., VALOVÁ, I. Bankovní regulace a dohled. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008, s. 18.
[41] GROUP OF THIRTY. *The structure of financial supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace* [online] economicpopulist.org, leden 2008 [cit. 21. října 2013]. Dostupné na <http://www.economicpopulist.org/ files/us_fsi_banking_G30%20Final%20Report%2010-3-08.pdf>.

jako na „druhý“ management dohlížené instituce, který by měl ovlivňovat rozhodnutí jejího managementu.

Výkon aktivit subjektů činných na finančním trhu podléhá právním normám v rámci práva primárního (zákony) a sekundárního (vyhlášky a nařízení jako podzákonné předpisy). Sekundární právní úprava přitom nemůže určovat povinnost nad rámec zákona. Dohled má v rukou nástroje odvozené od legislativní úpravy a jednotlivé subjekty působící na finančním trhu mohou vykonávat pouze takové činnosti, které limituje příslušná právní úprava.

V oblasti regulace a dohledu je možné užívané nástroje teoreticky segmentovat dle různých hledisek:[42]

- Charakter – dělí nástroje na ekonomické a neekonomické nástroje. *Ekonomické* se dále člení dle užitého mechanismu, vlivu na oblast hospodářství nebo cíle, který mají svým výkonem naplnit. *Neekonomické* nástroje tvoří legislativa s užitím metod právní regulace.
- Časový horizont účinku – segmentuje nástroje dle jejich účinnosti v časovém období na nástroje *krátkodobé*, *střednědobé* a *dlouhodobé*.
- Intenzita působení – člení nástroje na *účinné* a *méně účinné*.
- Frekvence využívání – rozlišuje nástroje na *standardní* a *mimořádné*.

2.5.1 Nástroje regulace

Nástroje regulace jsou stanoveny zákonem. Jejich účelem je určit základní podmínky pro fungování subjektů, kteří poskytují své služby na finančním trhu:

- stanovení předpokladů a podmínek pro vstup subjektu na finanční trh (tedy k udělení licence k poskytování určitých služeb na finančním trhu). Zákon v závislosti na typu licence, jejíž udělení je subjektem požadováno, stanoví věcné, personální, organizační a ekonomické podmínky pro její udělení. Jedná se například o vnitřní kontrolní mechanismy, systém řízení rizik, způsob vedení evidence o obchodech, pravidla pro jednání se zákazníky, kvalifikační předpoklady a bezúhonnost osob v orgánech společnosti a vedoucích pracovníků, kapitálovou vybavenost společnosti, finanční plán nebo akcionářskou a organizační strukturu společnosti.

[42] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 34.

- stanovení podmínek, které musí subjekt v průběhu poskytování svých služeb na finančním trhu dodržovat:
    - podmínky nakládání s majetkem investorů (postup s odbornou péčí, v nejlepším zájmu investorů, za nejlepších možných tržních podmínek),
    - vedení podrobné evidence o realizovaných obchodech,
    - dodržování pravidel kapitálové přiměřenosti a likvidity,
    - zákaz využívání důvěrných informací a manipulace finančním trhem (např. šířením nepravdivých informací),
    - upozorňování investorů na možná rizika v souvislosti s jejich obchody na finančním trhu,
    - zamezování střetu zájmů jednotlivých zákazníků,
    - plnění zákonné informační povinnosti
    - vedení účetnictví
- stanovení podmínek pro výstup subjektu z finančního trhu (k odejmutí licence k poskytování určitých služeb na finančním trhu). Zákon subjektům poskytujícím služby na finančním trhu stanoví při skončení jejich činnosti na finančním trhu určité povinnosti, zejména povinnost vypořádat závazky ke svým zákazníkům.

2.5.2 Nástroje dohledu

Hlavními nástroji dohledu jsou kontroly. Kontrola může být orientována na dohlížený subjekt jako celek, tj. na všechny jeho činnosti bez bližšího určení. K této kontrole dohledová instituce přistupuje po určitém čase od udělení licence s cílem ověřit dodržování *všech podmínek*, za kterých byla licence udělena. Kontrola se ale může týkat pouze jen dodržování jednotlivé, dohledovou institucí *vybrané podmínky*.

Podle toho, kde ke kontrole dochází, rozlišujeme kontrolu na místě a kontrolu na dálku. *Kontrola na místě* probíhá v sídle, provozovnách či pobočkách dohlíženého subjektu. V jejím průběhu mohou být pracovníky dohledového orgánu vyžadovány od dohlíženého subjektu dokumenty a podklady týkající se jeho činnosti, taktéž mohou být ke zjištěným skutečnostem dohledovou institucí dotazováni zaměstnanci dohlíženého subjektu. *Kontrolu na dálku* vykonává dohledová instituce ve svém sídle na základě dostupných informací. Tyto získává

z interních zdrojů (např. pravidelná hlášení určená přímo pro subjekt zajišťující dohled), nebo externích zdrojů (např. stížnosti a oznámení veřejnosti, denní tisk, apod.).[43]

V případě, že dohledová instituce kontrolou zjistí pochybení dohlíženého subjektu při dodržování závazných pravidel a podmínek pro výkon finanční činnosti na finančním trhu (tedy porušení dodržování pravidel regulace), zahájí příslušné řízení, v jehož průběhu prověří závěry z kontrolních zjištění. Jsou-li splněny podmínky, využije zákonných prostředků (např. předběžná opatření, nápravná opatření nebo sankce).

2.6 Zásady regulace a dohledu

Zásady (principy) regulace a dohledu nad finančním trhem původně vznikly v sektoru bankovnictví jako pravidla pro podnikání v tomto sektoru. Časem se však rozšířily i do dalších sektorů finančního trhu. Základní principy regulace a dohledu nad finančním trhem lze nalézt v dokumentu Mezinárodní komise pro cenné papíry (IOSCO) z roku 2010 s názvem Cíle a principy regulace a dohledu nad finančním trhem.[44] Podle uvedeného dokumentu má stanovení jednotlivých principů za cíl 1) ochranu investorů, 2) zajištění spravedlivého, efektivního a transparentního finančního trhu a 3) minimalizaci systémového rizika.

Dokument obsahuje celkem 38 principů, které jsou členěny do 9 kategorií. Mezi nejdůležitější principy řadím:

- nezávislost dohledové instituce,
- odpovědnost dohledové instituce,
- postavení a činnost dohledové instituce stanovené zákonem,
- existence dostatečných pravomocí dohledové instituce k efektivnímu výkonu dohledu,
- předvídatelná a transparentní činnost dohledové instituce (pravidelné zveřejňování výsledků její činnosti),
- rovný přístup dohledové instituce ke všem dohlíženým subjektům,
- dostatečné finanční zdroje k řádnému plnění úkolů dohledové instituce,
- dostatečně vzdělaní a zkušení pracovníci dohledové instituce, jejich další soustavné vzdělávání,
- spolupráce dohledu a regulace za účelem zvýšení efektivity jejich činností,

[43] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 35.
[44] IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation* [online]. Iosco.org, červen 2010 [cit. 2014-11-01]. Dostupné na <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

- existence doplňkové seberegulace,
- zajištění včasné a úplné informovanosti zákazníků (investorů),
- zajištění dodržování účetních předpisů ze strany dohlížených institucí,
- existence kontrolních mechanismů pro řízení rizik a ochranu investic, existence licenčních požadavků,
- zajištění rovného postavení všech investorů na daném trhu.

Uvedené zásady lze podřadit do dvou hlavních oblastí: finanční rizika a jejich řízení, a nezávislost a transparentnost orgánu dohledu.

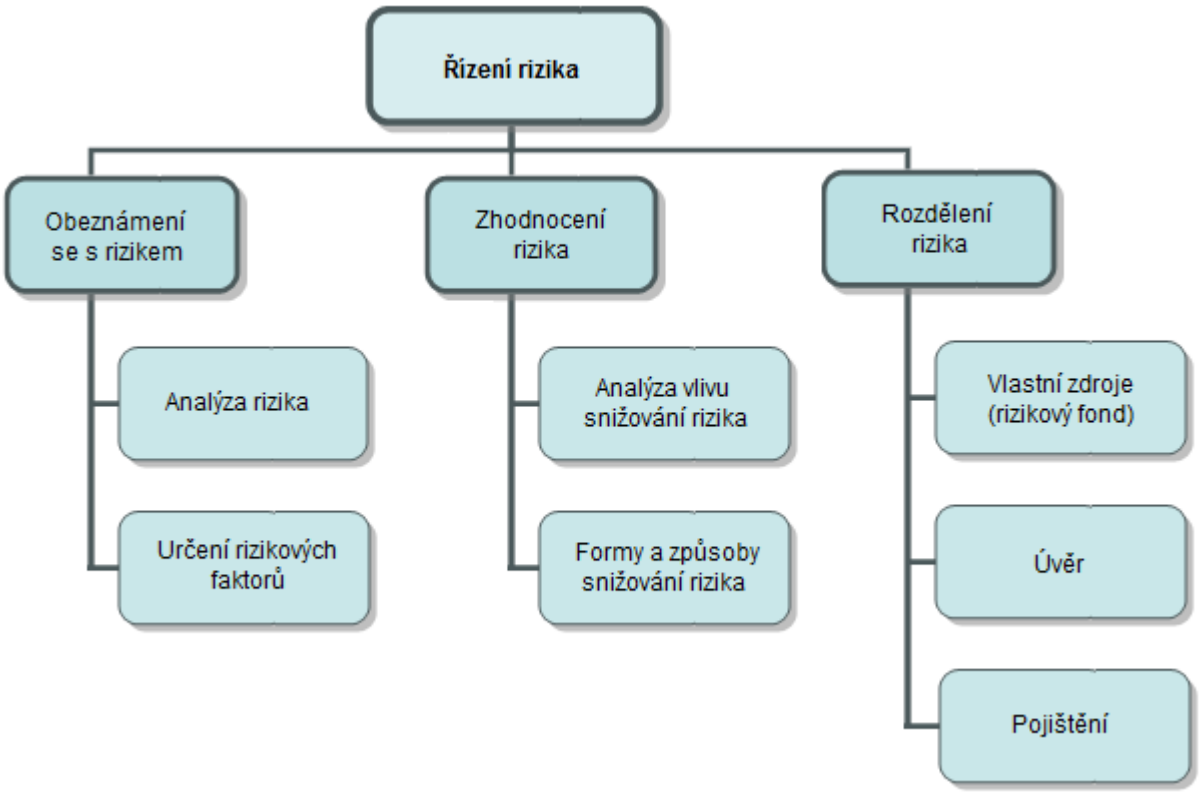
2.6.1 Finanční rizika a jejich řízení

Kterýkoliv účastník obchodování na finančním trhu musí s co nejvyšší přesností a rychlostí identifikovat potenciální rizika obchodu. Pro dosažení úspěchu na trhu představuje řízení rizik jeden ze základních předpokladů. Proces řízení rizik pomáhá určit ohrožení, konstantně je monitorovat a predikovat budoucí pozici vůči tomuto riziku.[45]

„*Řízení rizik je proces, při němž se subjekt řízení snaží zamezit působení již existujících i budoucích faktorů a navrhuje řešení, která pomáhají eliminovat účinek nežádoucích vlivů a naopak umožňují využít působení pozitivních vlivů*.“[46]

Obr. č. 2: Systém řízení rizika

[45] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 31.
[46] SMEJKAL, V. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2006, s. 78.



Zdroj: ČEJKOVÁ, V., ŘEZÁČ, F., ZUZAŃÁK, A., (1998)[47]

Účinné řízení finančních rizik představuje vysoce důležitý nástroj pro stabilitu celého finančního trhu a zejména na něm obchodujících subjektů, které by měly umět dopředu validně odhadnout možný vývoj investice a související rizika. Každý investor by tak měl před započetím investiční aktivity zodpovědět soubor otázek:[48]

- jaké výše (hodnoty) může investice reálně dosáhnout?
- jaká rizika mohou při investici do určitého finančního instrumentu nastat a jak tato rizika identifikovat?
- jakým způsobem mohou rizika ovlivnit investici?
- která rizika jsou pro danou investici nejvýznamnější?
- jak je možné se s riziky vypořádat, aby byla úspěšně oslabena?
- jak udržet rizika pod kontrolou prostřednictvím sledování a revize?
- jak a s kým rizika komunikovat a konzultovat v případě potřeby?

[47] ČEJKOVÁ, V., ŘEZÁČ, F., ZUZAŇÁK, A. *Pojištění pro podnikatele*. 1. vyd. Břeclav: Moraviapress, 1998, s. 22.
[48] COOPER, D., F., GREY, S., RAYMOND, G., WALKER, P. *Project Risk Management Guidelines - Managing Risk in Large Projects and Complex Procurements*. 1. vyd. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd., 2005, s. 34.

Uvedené otázky znamenají cennou pomůcku pro zajištění bezpečnosti pro investory a první krok k zamezení investování do instrumentů, jenž v sobě skrývají potenciální nebezpečí. Zodpovězení uvedených otázek pomáhá vymezit prostředí, ze kterého může pocházet riziko a zároveň sekundárně nutí investora k opatření informací, které jsou nezbytné pro dostatečně kvalitní stanovení zásadních souvislostí obchodu.

Finanční rizika můžeme rozdělit podle několika kritérií, jenž se snaží v komplexní šíři postihnout spektrum hrozeb:[49]

- podle měřitelnosti na bázi transformace skutečnosti do věcného vyjádření:
    - rizika *kvantifikovatelná* s možností přesného nebo alespoň přibližného vyčíslení,
    - rizika *nekvantifikovatelná* disponující pouze možností popisu.
- podle možnosti zajištění z hlediska preventivního zabezpečení investice:
    - rizika *zajistitelná,* pro která se dají aplikovat nástroje minimalizující potenciální dopad rizik nebo je úplně eliminující,
    - rizika *nezajistitelná* - bez alternativy prevenční implementace nástroje.
- podle dosahu účinku ve vztahu k finančnímu trhu nebo jeho částem:
    - rizika *systémová*, jenž vycházejí z charakteru systémového uspořádání nebo jej svým dopadem mohou ovlivnit,
    - rizika *jedinečná* bez vazby na konkrétní uspořádání systému v dimenzi místa a času.
- podle věcného obsahu související se specifickým nositelem pravděpodobného rizika:
    - rizika *kreditní*, vyplývající ze zajištění investičního vztahu,
    - rizika *tržní*, složená ze zdrojů ohrožení investice v podobě měnové, akciové, úrokové a komoditní hrozby,
    - rizika *likvidní*, sestávající z ohrožení nedostatečné úrovně likvidity ve schopnosti dostání svým závazkům v moment potřeby,
    - rizika *operační* spojená s vlastní realizací investiční aktivity na finančním trhu.

Jako hlavní význam systému řízení rizik pro pozdější návrh ideálního modelu dohledu nad finančním trhem je možné v této fázi vyslovit především přínos pro stabilitu finančního trhu na principu omezení tendence subjektů trhu podstupovat vysoká rizika a poskytovat tak

[49] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 81.

ochranu před možnými budoucími negativními dopady. Působení však nelze uplatnit na nepředvídatelné situace a reakce jednotlivých subjektů trhu.

Obrana proti selhání informačního systému mezi subjekty nebo i selhání samotného dohledového orgánu představuje priority pro dohled. Proti těmto možným negativním okolnostem je třeba kontinuálního zlepšování a zabezpečování informačních systémů, podpora zpětné vazby a zdokonalování vnitřních kontrolních mechanismů i monitoringu.[50]

2.6.2 Nezávislost a transparentnost dohledových orgánů

Jako zásadní podmínka správně fungujícího dohledu vystupuje požadavek na nezávislost samotné dohledové instituce. Při vlastním výkonu její činnosti (dohledu) nemůže nastat situace, kdy by byl zvýhodněn jakýkoliv subjekt vystupující na finančním trhu na úkor jiných. Orgán dohledu rovněž nesmí vykazovat závislost na politických zájmech, neslučitelných se zájmy ekonomickými.

Jako nástroj k dosažení těchto kvalit dohledového orgánu je zákonem stanovena povinnost orgánu dohledu pravidelně informovat o své činnosti, což zajišťuje dohledovým orgánům důvěryhodnost a transparentnost. Podávané informace musejí naplňovat znaky ověřitelnosti a určitosti, protože i na jejich základě dochází k rozhodování subjektů na finančním trhu.

[50] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 83.

3 Modely institucionálního uspořádání dohledu

Institucionální uspořádání dohledu nad finančním trhem se dynamicky vyvíjelo a stále vyvíjí do různorodých systémů, jenž se v mnohých ohledech odlišují či shodují. Za odlišnosti je zodpovědná především ekonomická a politická situace v dané zemi, její historický vývoj, specifická struktura tamního finančního trhu a další směrodatné faktory.[51]

Pojem institucionální uspořádání dohledu se vztahuje přímo na danou dohledovou instituci ve vymezení její kompetencí a oblasti finančního trhu, nad níž vykonává dohled. Institucionální uspořádání vychází z legislativy dané země.

3.1 Kritéria uspořádání dohledu

Jednotlivé modely (systémy) uspořádání dohledu nad finančním trhem je možné segmentovat na základě osmi hledisek (kritérií), dle následující tabulky:

Tab. č. 1: Rozdělení modelů dohledu

Kritérium	Model dohledu
Působnost dohledu	• Institucionální • Funkční
Rozsah dohledu	• Integrovaný (univerzální) • Sektorový (specializovaný)
Počet dohledových orgánů	• Jeden orgán • Dvojice společně působící orgánů • Více orgánů
Postavení v systému státních institucí	• Centralizovaný • Decentralizovaný
Stupeň samostatnosti dohledu	• Autonomní • Podřízení jinému orgánu
Existence samoregulace	• Samoregulace dohlížených subjektů

[51] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 18.

	• Bez samoregulace
Způsob financování dohledu	• Z prostředků dohlížených subjektů • Ze státního rozpočtu • Kombinovaný způsob financování
Způsob vykonávání dohledu	• Formálně byrokratický x věcný • Rigidní x flexibilní • Transparentní x neprůhledný

Zdroj: Autor na základě PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A., (2010)[52]

V *institucionální uspořádání* dohledu vykonává orgán dohledu kontrolu nad subjekty určenými na základě jejich působnosti na finančním trhu. Oproti tomu, dohled ve *funkčním uspořádání* je vykonáván za účelem naplňování specifických cílů (např. ochrana investorů, stabilita finančního systému nebo zachování konkurenčního prostředí), bez ohledu na působnost dohlížených subjektů.

Podle kritéria rozsahu dohledu rozlišujeme dohled integrovaný (univerzální) a sektorový (specializovaný). Uplatnění systému *integrovaného dohledu* znamená situaci, kdy jedna dohledová instituce vykonává dohled nad celým finančním trhem. Při uplatnění systému *sektorového dohledu* existuje více dohledových subjektů a každý z nich vykonává dohled nad určitou částí (sektorem) finančního trhu.

Centralizované postavení orgánů dohledu v systému státních institucí znamená soustředění pravomocí dohledu do jediného orgánu dohledu, zatímco *decentralizovaný dohled* se realizuje prostřednictvím sítě poboček, které mají vymezeno území výkonu své působnosti.

Autonomnie dohledového orgánu znamená jeho nepodléhání pokynům jiného státního orgánu, a to za předpokladu nepřekročení pravomocí tohoto dohledového orgánu. Naopak v sytému dohledu, v němž je uplatněna *podřízená pravomoc,* je pravomoc dohledového orgánu omezena na úkor jiného orgánu.

Dohled se samoregulací dohlížených subjektů provádí profesní organizace sjednocující jednotlivé subjekty daného sektoru finančního trhu. Členství v této organizaci pak bývá často nezbytnou podmínkou pro vstup na tento sektor trhu. Právě uvedené znamená, že sami dohlížené subjekty vykonávají nad sebou dohled. Tento dohled doplňuje dohled státu.

[52] PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010, s. 18.

Dohled bez samoregulace se realizuje bez těchto organizací, kdy se dohled svěřuje do rukou státem ustanovených orgánů.

Financování činnosti dohledového orgánu je nejčastěji vázáno na *státní rozpočet*, ve kterém disponuje orgán dohledu samostatnou rozpočtovou kapitolou. Jako příklad financování *ze zdrojů dohlížených subjektů* lze uvést příjem dohledového orgánu z vybraného poplatku za poskytnutí licence dohlíženému subjektu k jeho působení na finančním trhu. *Kombinované financování* pak znamená použití obou uvedených systémů financování současně.

Při užití *formálně byrokratického přístupu* se dohledová instituce při výkonu dohledu zaměřuje na kontrolu striktního dodržování povinností příslušných norem ze strany dohlížených subjektů, převažuje formalismus nad věcným řešením zjištěných nedostatků v činnosti dohlíženého subjektu. Oproti tomu při aplikaci *věcného přístupu* se dohledový orgán zaměřuje spíše na věcnou stránku nedostatků zjištěných v působení dohlížených subjektů a následné nalezení vhodného způsobu jejich nápravy.

Jako *nepružný (rigidní)* lze označit dohled, který se velmi pomalu přizpůsobuje měnícím se podmínkám na finančním trhu. Opakem je *flexibilní* dohled, jenž reflektuje v dostečně krátkém čase reálnou situaci na finančním trhu.

Transparentní dohled je vykonáván způsobem, při němž dochází ze strany dohledového orgánu ke zveřejňování relevantních informací, výsledků výkonu dohledu a pravidelné komunikaci s dohlíženými subjekty. Při *netransparentním výkonu dohledu* dochází k uvedeným činnostem ze strany dohledového orgánu v nedostatečné míře.

3.2 Dohled v České republice

Finanční trh České republiky lze považovat za trh velikostí malý až střední, ovládaný z velké části zahraničním kapitálem, který je vysoce koncentrován – převažuje bankovní sektor. Aktuální seznam subjektů působících na finančním trhu ČR eviduje Česká národní banka.[53]

V současné době je podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance (dále jen „zákon o ČNB“) tato banka ústřední bankou České republiky a zároveň institucí vykonávající dohled

[53] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Celkový přehled počtu subjektů ke dni 20. 11. 2013* [online]. cnb.cz, 20. listopadu 2013 [20. listopadu 2013]. Dostupné na <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB24.SUBJECTS_COUNTS_2>

nad finančním trhem.[54] Původně však tento model integrovaného dohledu nad finančím trhem v České republice uplatňován nebyl.

Česká republika vznikla v důsledku zásadních celospolečenských změn, které započaly událostmi listopadu roku 1989. Od počátku devadesátých let minulého století probíhala na území ČR, společně s obnovou demokracie, složitá ekonomická transformace ze systému centrálně řízené ekonomiky na systém tržního hospodářství. Na nově se rodícím finančním trhu začaly operovat první subjekty. Byly jimi hlavně banky, které podléhaly dozoru ministerstva financí.

Postupným vývojem se výkon dohledu nad bankami přesunul v roce 1994 pod specializovaný úsek bankovního dohledu spadajícího pod Českou národní banku. Kapitálový trh nebyl, stejně jako v ostatních státech bývalého východního bloku, dominantním nástrojem pro získávání kapitálu podnikatelskými subjekty. Uspořádání tuzemského modelu dohledu tak bylo od počátku ovlivněno silným postavení bank a jejich finančních nástrojů na finančním trhu.[55]

Kvalita vzniklého dohledového orgánu byla, vzhledem nově se tvořícímu finančnímu trhu, limitována především absentujícím aparátem lidských zdrojů, který by vykazoval zkušenosti a znalosti z oblasti výkonu dohledu nad finančním trhem. Rovněž materiální vybavení dohledové instituce nedosahovalo potřebné úrovně. Při výkonu dohledu pak dohledová instituce nedisponovala dostatečným množstvím nástrojů, které by dokázaly účinně postihnout nežádoucí nekalé praktiky některých subjektů působících na finančním trhu. Finanční trh proto trpěl ztrátou důvěry, investoři z řad veřejnosti pociťovali vysoký stupeň zklamání z výsledku neúspěšného investování v rámci privatizace. Příčiny této nedůvěry se skrývaly nejen v nedostatečné ochraně investorů ze strany dohledového orgánu, ale i v nedostatečné legislativní úpravě finančního trhu jako celku. Skandály mnoha tehdejších subjektů finančního trhu začaly nést označení „*finanční tunely*“.[56]

V reakci tuto situaci se v roce 1996 rozšiřuje pravomoc dohledové instituce o možnost zavést nucenou správu dohlíženého subjektu, nařídit výměnu osob v jeho orgánech nebo mu udělit pokutu do výše 10 milionů Kč. Dalším důsledkem nastalé situace je vznik zvláštního dohledového orgánu v podobě Komise pro cenné papíry, které se ukázaly jako nejvíce rizikové produkty tehdejšího finančního trhu. Politická ochota pro založení dohledového subjektu takového charakteru ovšem zpočátku chyběla, a tak Komise tak vznikla na základě

[54] § 1 odst. 1 zákona o ČNB.
[55] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 261.
[56] Tamtéž.

zákona od 1. dubna 1998 jako orgán zodpovědný za dohled nad kapitálovým trhem v podobě správního úřadu odděleného od ministerstva financí. Mezi pravomoci Komise patřila např. možnost nařizovat předběžná opatření, udělovat sankci do výše 100 milionů Kč a přezkoumávat udělené licence pro obchodování s cennými papíry.

Obecným cílem zřízení Komise pro cenné papíry bylo vytvoření takového prostředí, které by znovu získalo důvěru investorů ve finanční trh s cennými papíry, což by zajistilo další rozvoj tohoto trhu. Jako dílčí cíle je možné vymezit:[57]

- Poskytnutí účinné ochrany investorům a jejich aktivitám na kapitálovém trhu.
- Zajištění dostatečné míry transparentnosti kapitálového trhu.
- Zabezpečení rozvoje kapitálového trhu s požadavkem na jeho začlenění do evropských struktur.
- Poskytování informací investorům, šíření ekonomické vzdělanosti a obecné povědomosti o principu fungování kapitálového trhu.

Uvedené řešení dohledu nad kapitálovým trhem vhodně reprezentuje celkový kontext řešení dohledu v České republice. Lze konstatovat, že se ve své podobě jednalo o typický případ modelu sektorového dohledu, kdy na každou část (sektor) finančního trhu dohlížela jiná dohledová instituce, která zodpovídala za výkon dohledu nad touto částí finančního trhu. Dohledovými orgány v České republice byly:

- Česká národní banka jako orgán pro dohled nad bankami,
- Komise pro cenné papíry jako orgán pro dohled nad nebankovními finančními institucemi a finančními zprostředkovateli, např. investičními a podílovými fondy, obchodníky s cennými papíry a registry cenných papírů,
- Ministerstvo financí jako orgán pro dohled nad pojišťovnami a penzijními fondy (do srpna 2000),
- Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění jako orgán pro dohled nad pojišťovnami a penzijními fondy (od září 2000),
- Úřad pro dohled nad družstevními záložnami jako orgán pro dohled nad družstevními záložnami (od roku 1997).

Požadavek na kompletní institucionální transformaci dohledu nad finančním trhem byl poprvé vysloven v roce 2001. Zastánci změny modelu dohledu si byli vědomi dlouhodobé neudržitelnosti fungování stávající sektorového uspořádání dohledu. Ten byl charakteristický

[57] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 75.

svými vysokými náklady na provoz a taktéž nereflektoval objem a velikost finančního trhu v tuzemských podmínkách.

Tab. č. 2: Struktura finančního trhu ČR v letech 1998 - 2004

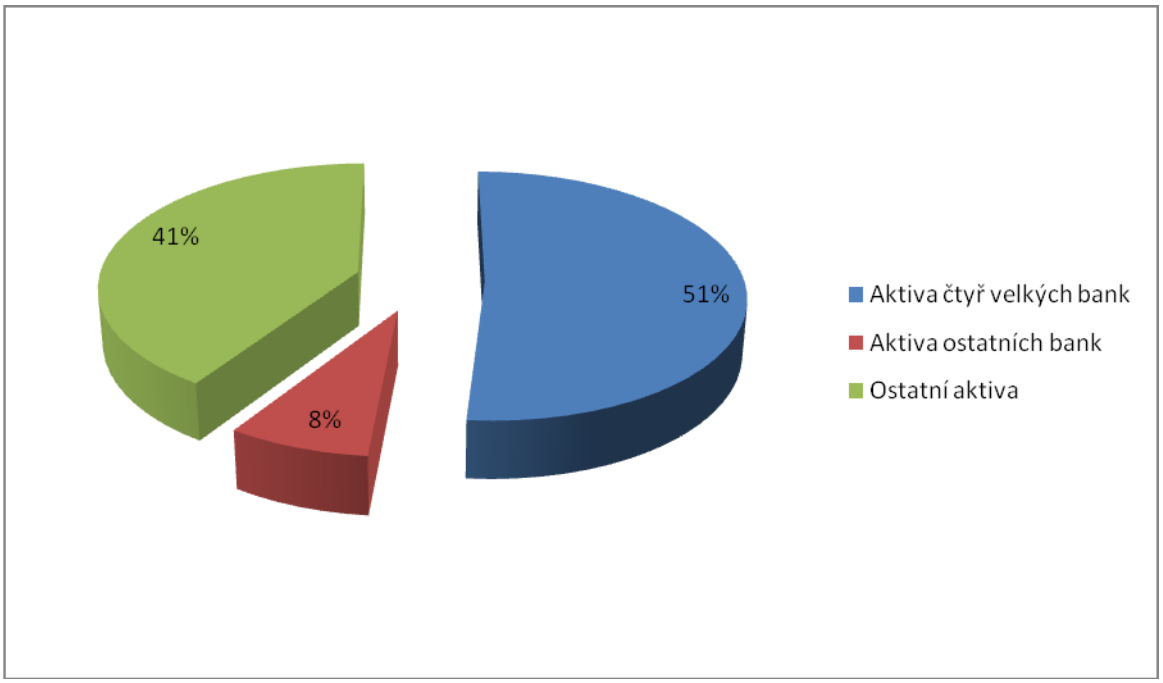
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Banky	81,4	80	81	77,5	75,9	74	74,1
Družstevní záložny	0,2	0,2	0,1	0,1	0	0	0,1
Pojišťovny	4,9	5,4	5,8	6,3	7,2	7,6	8,3
Investiční společnosti, podílové fondy	4,2	4,8	3,4	2,8	3,9	3,3	3
Penzijní fondy	1,1	1,3	1,4	1,7	2,1	2,4	2,9
Leasingové společnosti	4,6	4,5	4,1	5,5	5,8	6,1	6,3
Ostatní	3,6	3,7	4,2	6,1	5,1	6,5	5,4

Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě ČNB, (2013)[58]

V rámci identifikace specifických podmínek finančního trhu České republiky je evidentní, že dominantní rozměr tvoří banky. Ty se pohybují ve sledovaném transformačním období let 1998-2004 v rozsahu od 74 do 81,4 % z hlediska podílu na aktivech finančního sektoru v procentním vyjádření za rok. S ohledem na další vývoj se však predikovala změna tohoto poměru zejména v oblasti rozvoje pojišťoven a penzijních fondů.

Graf č. 1: Podíl bankovních aktiv v roce 2004

[58] ERBENOVÁ, M. *Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky* [online]. vsfs.cz, červen 2005 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.vsfs.cz/prilohy/konference/fintrhy_2005_sbornik.pdf>.



Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě ČNB, (2013)[59]

Za dalších pět let se podíl největších bank v sektoru zvýšil na 62 %, což tvoří oproti běžným proporcím ostatních států (Velká Británie 41 %, USA 49 %, Polsko 44 %) vysoký podíl centralizace do úzkého okruhu bankovních subjektů.[60]

Původní návrh na přijetí změny systému dohledu nad finančním trhem byl prezentován mimisterstvem financí v červnu 2003 s cílem realizovat úplnou integraci dohledu do nově zřízené instituce mimo centrální banku. Tento návrh však narazil odpor jak odborné veřejnosti, tak především České národní banky. I přesto byla v květnu roku 2004 přijata vládní strategie o integraci dohledu, která ale neuváděla konkrétní způsob vytvoření jednotné dohledové instituce. V úvahu připadaly tyto čtyři možnosti:

- sloučení dohledu nad finančním trhem pod Českou národní banku,
- zavedení autonomního postavení dohledu v rámci České národní banky,
- aplikace funkcionálního modelu,
- vznik nové instituce jako nezávislého orgánu dohledu.

Podle zmíněné strategie se měl přechod na model integrovaného výkonu dohledu uskutečnit ve dvou fázích. Ve fázi první, která měla být dokončena do konce roku 2005, se

[59] ERBENOVÁ, M. *Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky* [online]. vsfs.cz, červen 2005 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.vsfs.cz/prilohy/konference/fintrhy_2005_sbornik.pdf>.

[60] MANDEL, M., TOMŠÍK, V. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice.* 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2013, s. 296.

měla uskutečnit integrace dohledu nad družstevními záložnami do ČNB. Ta již vykonávala dohled nad bankovním sektorem finančního trhu. Současně se měla uskutečnit integrace dohledu nad pojistným trhem do Komise pro cenné papíry, která již vykonávala dohled nad kapitálovým trhem. Komise pro cenné papíry měla nést po provedení zmíněné integrace název Komise pro finanční trh. Druhá fáze integrace dohledu byla spojována s uvažovaným vstupem České republiky Hospodářské a měnové unie plánovaným v roce 2010. V této fázi se měl výkon dohledu nad celým českým finančním trhem integrovat do jediné dohledové instituce. Důvodem k rozložení integrace dohledu do uvedených dvou fází byla neshoda ohledně podoby, uspořádaní a činnosti této dohledové instituce.[61]

Ministerstvo financí vypracovalo ve spolupráci s dosavadními dohledovými institucemi návrh novely zákona, který měl záměr deklarovaný ve výše uvedeném usnesení vlády naplnit. Argumenty odůvodňující nutnost realizace přechodu na model integrovaného dohledu, najdeme v důvodové zprávě ke zmíněné novele. Lze konstatovat, že se v zásadě jedná o argumenty, jež odpovídají obecným důvodům pro zavedení modelu integrovaného dohledu. Tento návrh zákona byl konzultován s Evropskou centrální bankou, která svým stanoviskem vyjádřila se záměrem souhlas, pouze navrhla dílčí změny, které byly v následném legislativním procesu zohledněny.[62]

Ještě než skončil legislativní proces schvalování návrhu předmětného zákona, došlo po jednáních mezi ministerstvem financí a ČNB k dohodě o provedení integrace dohledu do ČNB v jediné fázi. K té došlo na základě zákona č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem (dále jen „integrační zákon“). Tento zákon nabyl účinnosti dne 1. dubna 2006, čímž byl dokončen proces přechodu z modelu sektorového dohledu na integrovaný.

Zmíněný integrační zákon v různé míře novelizoval 33 jiných zákonů, z nejvýznamnějších např. zákon o ČNB, občanský zákoník, obchodní zákoník, zákon o mezinárodním právu soukromém a procesním. Nejvíce se pochopitelně dotkl norem upravujících podnikání na finančním trhu, zejm. zákon o podnikání na kapitálovém trhu, zákon o pojišťovnictví, zákon o spořitelních a úvěrních družstvech, zákon o Komisi pro cenné papíry a další.

Při hodnocení samotné realizace integrace dohledu lze konstatovat, že realizaci integrace dohledu nad finančním trhem v České republice je možno považovat za úspěšnou i přes koncepční změnu v původně plánovaném dvoufázovém procesu integrace. Obavy z náhlého

[61] JENÍK, Ivo. *Dohled a regulace finančního trhu*. 1. vydání. Praha: Všehrd, 2011, s. 76.

[62] Tamtéž, s. 77 – 78.

snížení efektivity dohledu a tím i ohrožení účastníků finančního trhu se nepotvrdily. Na relativně hladkém průběhu přechodu z modelu specializovaného dohledu na model integrovaného dohledu má největší podíl dosažený konsenzus a následná kooperace mezi ministerstvem financí a ČNB. Vytknout je naopak možno relativní nepřehlednost integračního zákona, která byla byla ovlivněna rychlostí jeho přípravy, výše zmíněnými koncepčními změnami v průběhu legislativního procesu a také jeho vlastním obsahem (zákon novelizuje řadu jiných výše zmíněných předpisů). Povinnosti ukládané dohlíženým subjektům v souvislosti s výkonem dohledu nad finančním trhem jsou tak uvedeny ve více právních předpisech. Lze uzavřít kontatováním, že cíle, kvůli kterým byla integrace dohledu realizována, byly splněny.

3.3 Dohled v ostatních zemích

Z dokumentu České národní banky o institucionálním uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě[63] vyplývá, že ve světovém měřítku doposud převažuje aplikace modelu *sektorového dohledu*, který využívá 99 z celkem 168 zkoumaných států, pro něž jsou dostupné spolehlivé údaje. Jde téměř o 60% všech států světa.

Plně *integrovaný model* je uplatňován 38 státech, což představuje celkem 24 % států, přičemž integrace mimo centrální banku převažuje proti integraci v centrální bance v poměru téměř 2:1. V dalších 27 státech (16%) je dohled částečně integrován na základě sektorového modelu při mírné převaze integrace mimo centrální banku:

- dohled nad bankovnictvím a pojišťovnictvím je integrován v 19 státech (11%), přičemž u 9 z nich jde o integraci v rámci centrální banky.
- bankovní dohled je s dohledem nad kapitálovým trhem a trhem investičních služeb integrován ve 4 státech (2,5%) z toho pouze v jednom z nich v centrální bance.
- Dohled nad nebankovními sektory je integrovám rovněž ve 4 státech (2,5%), z toho ve dvou z nich v centrální bance.

Funkcionální model je aplikován pouze ve 4 zemích (téměř 3%), když dohled nad bankovním sektorem nevykonává centrální banka státu (výjimku tvoří Nizozemí).

[63] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě* [online]. Cnb.cz, 5. října 2006 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/ostatni_analyticke_publikace/download/fin_regulace_svet.pdf>

V celosvětovém měřítku převažuje umístění dohledu na bankovním sektorem do centrální banky (119 států). Nadnárodní dohledová instituce působí celkem v 22 státech, z toho v 16 státech je jí centrální banka, ve zbývajících 6 pak nebankovní intituce.

3.3.1 Dohled v členských zemích OECD

V členských zemích OECD[64] jsou aplikovány tyto modely dohledu:

- model plně integrovaného dohledu, přičemž dohledovou institucí není centrální banka státu, je aplikován ve 12 členských zemích OECD (40%), mimo 8 členských zemí Evropské unie (Belgie, Dánsko, Lucembursko, Maďarsko, Rakousko, Německo, Švédsko a Velká Británie) se jedná o 4 nečlenské (Island, Japonsko, Korea a Norsko),
- model plně integrovaného dohledu, ve kterém úlohu dohledové instituce zastává centrální banka státu je aplikován v Irsku a na Slovensku (6,6%),
- model funkcionálním je aplikován v Austrálii a Nizozemí (6,6%),
- model neúplně integrovaného dohledu, kdy první dohledová instituce vykonává dohled nad bankovnictvím, kapitálovým trhem a investičními službami, druhá nad pojišťovnictvím je aplikován ve Finsku a Mexiku (6,6%),
- model integrovaného dohledu nad bankovnictvím a pojišťovnictvím mimo centrální banku je aplikován v Kanadě a Švýcarsku (6,6%),
- model sektového dohledu je aplikován v 10 členských zemích (33%), z nichž je 7 evropských (Francie, Itálie, Polsko, Portugalsko, Řecko, Španělsko, Turecko) a 3 mimoevropské (Nový Zéland, Turecko, USA).

Z celkového počtu 30 zkoumaných zemí je výkon dohledu nad bankovním sektorem prováděn centrální bankou ve 12 zemích, jinou dohledovou institucí v 18 zemích. Umístění bankovního dohledu mimo centrální banku tak převažuje v poměru 2:3.

3.3.2 Dohled v ostatních evropských zemích

V evropských zemích, které nejsou členy OECD, je uspořádání dohledu nad finančním trhem následující:[65]

[64] **Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj** (zkráceně **OECD** z angl. Organisation for Economic Co-operation and Development) je mezivládní organizace vzniklá v roce 1961 sdružující 34 ekonomicky nejrozvinutějších států na světě, které vyznávají principy demokracie a tržní ekonomiky.

- Model integrovaného dohledu, přičemž dohledovou institucí není centrální banka státu, je aplikován ve 4 zemích (21%). Jsou jimi Gibraltar, Guernesey, Jersey a Lichtenštejnsko,
- Model neúplně integrovaného dohledu, kdy jedna dohledová instituce vykonává dohled nad bankovnictvím, kapitálovým trhem a investičními službami, další nad pojišťovnictvím, je aplikován na ostrově Man (5%),
- Model sektorového dohledu je aplikován ve 14 zemích (74%). Jsou jimi: Albánie, Arménie, Azerbajdžán, Bělorusko, Bosna, Bulharsko, Gruzie, Chorvatsko, Makedonie, Moldávie, Rumunsko, Rusko, Srbsko a Ukrajina.

Z celkového počtu 19 zkoumaných zemí je výkon dohledu nad bankovním sektorem je svěřen centrální bance ve 14 zemích, jiné dohledové instituci v 5 zemích. Umístění bankovního dohledu v centrální bance tak převažuje v poměru 3,8:1.

3.3.3 Dohled v zemích Afriky

U afrických států je důležité zmínit existenci 2 měnových unií - Západoafrické unie a Měnové unie středoafrických států. Dohromady obě unie sdružují 14 afrických států (38%). V obou měnových uniích je aplikován model sektorového dohledu a v obou působí nadnárodní dohledová instituce.

Členskými zeměmi Západoafrické měnové unie jsou Benin, Burkina Faso, Togo, Niger, Senegal, Mali, Guinea Bissau a Pobřeží Slonoviny. V těchto státech jsou dohledem nad bankovními sektory pověřeny národní centrální banky jednotlivých členských států. Vedle nich plní dohledovou roli nadnárodní instituce vykonávající dohled nad kapitálovým trhy a trhy investičních služeb.

Členskými zeměmi Měnové unie středoafrických států jsou Kamerun, Kongo, Čad, Gabun, Rovníková Guinea a Středoafrická republika. Jako nadnárodní dohledová instituce v této měnové unii působí bankovní komise, která vykonává dohled na bankovními sektory finančních trhů členských států unie.

Uspořádání dohledu nad finančními trhy v ostatních zemích Afriky, které zveřejňují relevantní data, je následující:

[65] Ve výčtu porovnávaných zemí chybí Andora a Monako, které nemají své národní dohledové orgány. Naopak byly zahrnuty některé subjekty, které nejsou samostatnými státy, ale své dohledové orgány mají (Gibraltar, Guernesey, Jersey a ostrov Man).

- Model plně integrovaného dohledu do centrální banky státu je aplikován ve Svazijsku a Zambii (5,4%),
- Model integrovaného dohledu nad bankovním sektorem a sektorem pojišťovnictví, kdy dohledovou institucí je centrální banka státu, je aplikován v Malawi, Sierra Leone, Etiopii a Lesothu (10,8%),
- Model dohledu, kdy dohled nad bankovním sektorem vykonává centrální banka státu a nad nebankovním sektorem vykonává jiná dohledová instituce, je aplikován v Mauriciu a Jihoafrické republice (5,4%).
- Model sektorového dohledu je aplikován v 15 zemích (40,4%), kterými jsou: Alžírsko, Angola, Botswana, Egypt, Gambie, Ghana, Keňa, Maroko, Mozambik, Namibie, Nigérie, Seychelly, Tunisko, Ugandaa a Zimbabwe. Dohledovou institucí nad bankovním sektorem je zpravidla centrální banka.

Z celkového počtu 37 zkoumaných zemí je centrální banka dohledovou institucí vykonávající dohled nad bankovním sektorem celkem v 31 zemích. Umístění bankovního dohledu v centrální bance tak převažuje v poměru 5:1.

3.3.4 Dohled v zemích Asie a Tichomoří

Uspořádání dohledu nad finančními trhy v zemích Asie a Tichomoří má tuto podobu:[66]

- Model plně integrovaného dohledu do dohledové instituce mimo centrální banku je aplikován ve 3 zemích (7,5%), jimiž jsou Japonsko, Jižní Korea a Cookovy ostrovy.
- Model plně integrovaného dohledu do centrální banky, jakožto jediné dohledové instituce, je aplikován v 7 zemích (17%). Jsou jimi Kazachstán, Fidži, Bahrajn, Macao, Maledivy, Spojené arabské emiráty a Singapur.
- Funkcionální model je aplikován v Austrálii (2,5%).
- Model částečně integrovaného dohledu nad bankovním sektorem a sektorem pojišťovnictví, kdy dohledovou institucí je centrální banka, je aplikován v těchto 3 zemích: Malajsie, Papua – Nová Guinea a Samoa (7,5%).
- Model sektorového dohledu je aplikován ve 27 zemích (65,5%). Jsou jimi: Bangladéž, Čína, Filipíny, Hong-Kong, Izrael, Indie, Indonésie, Jordánsko, Libanon, Kambodža, Kyrgychstán, Kuvajt, Mongolsko, Nauru, Nepál, Nový Zéland, Omán, Pákistán,

[66] Ve výčtu porovnávaných zemí chybí Afganistán, Barma, Irák, Jemen, Laos a Sýrie. U těchto zemí nejsou k dispozici relevantní data.

Saudská Arábie, Srí Lanka, Tádžikistán, Tchajwan, Thajsko, Tonga, Uzbekistán, Vanuatu a Vietnam. Dohled nad bankovním sektorem je vykonáván, s výjimkou Číny, centrální bankou.

Z celkového počtu 41 zkoumaných zemí je výkon dohledu nad bankovním sektorem je svěřen centrální bance ve 36 zemích, jiné dohledové instituci v 5 zemích. Umístění bankovního dohledu v centrální bance tak převažuje v poměru 9:1.

3.3.5 Dohled v zemích Střední a Jižní Ameriky

U této oblasti je nejprve třeba zmínit existenci Východokaribské měnové unie. Tu tvoří celkem 8 subjektů (20%), z toho 6 států (Antigua a Barbados, Dominika, Grenada, Svatý Kryštof, Svatá Lucie a Svatý Vincent a Grenadiny) a 2 britské kolonie (Anguilla a Montserrat). Společnou měnou unie je východokaribský dolar. U členů unie je aplikován sektorový model dohledu, přičemž nadnárodní dohledovou institucí, dohlížející nad bankovními sektory členů unie, je Východokaribská centrální banka.[67] Společná je i dohledová instituce, Komise pro cenné papíry,[68] vykonávající dohled nad kapitálovými trhy a trhy investičních služeb.

Uspořádání dohledu nad finančními trhy v ostatních zemích Střední a Jižní Ameriky je následující:

- Model plně integrovaného dohledu, kdy dohledovou institucí, která není centrální bankou státu, je aplikován v Nikaragui, Britských panenských ostrovech a na Bermudách (7,5%).
- Model plně integrovaného dohledu, kdy dohledovou institucí je centrální banka státu, je aplikován v Uruguayi, na Kajmanských ostrovech, v Arubě a v Nizozemských Antilách (10%).
- Funkcionální model je aplikován v Kostarice a Venezuele (5%).
- Dohled nad bankovním sektorem a sektorem pojišťovnictví je integrován v 10 zemích (25%), přičemž ve 2 zemích (Trinidad a Tobago, Sutinám) vykonává dohled centrální banka státu, zatímco ve zbývajících 8 (Guatemala, Honduras, Jamajka, Peru, Kolumbie, Ekvádor, Anguilla a Salvador) je dohledovou institucí jiný subjekt.

[67] Eastern Caribbean Central Bank.
[68] Eastern Carribean Securities Regulatory Commission.

- Dohled nad bankovním sektorem a sektorem kapitálového trhu je integrován v 2 zemích (5%), a to v Mexiku a Guyaně. Zatímco u prvně jmenované jde o integraci mimo centrální banku, v případě druhé je dohled integrován v centrální bance.
- Model dohledu, v němž centrální banka nevykonává dohled nad bankovním sektorem ani není dohledovou institucí integrovaného dohledu nad nebankovním sektorem, je aplikován v Chile a Bolívii (5%).
- Model sektorového dohledu, kdy dohledovou institucí nad bankovním sektorem je centrální banka, je aplikován v 9 zemích, kterými jsou Brazílie, Argentina, Kuba, Dominikánská republika, Belize, Bahamy, Barbados, Paraguay a Panama (22,5 %).

Z celkového počtu 40 zkoumaných zemí je výkon dohledu nad bankovním sektorem je svěřen centrální bance ve 25 zemích. Umístění bankovního dohledu v centrální bance tak převažuje v poměru 8:5.

3.4 Dominantní modely dohledu

Jak již bylo uvedeno, podle kritéria rozsahu dohledu v současnosti existují v oblasti uspořádání dohledu nad finančním trhem dva základní modely:[69]

- *model integrovaného dohledu*, ve kterém existuje jediný orgán do něhož je dohled plně integrován – jinými slovy - dohled nad celým finančním trhem vykonává jediný univerzální dohlížitel. V tomto modelu dohledový orgán vykazuje vlastní interní diferenciaci do jednotlivých oddělení, které se v rámci výkonu dohledu zaměřující buď na určitý typ finančních institucí (např. banky, pojišťovny, fondy, atd.) nebo na určité činnosti dohlížených subjeků. Řízení výkonu dohledu se však realizuje z jednoho centra. Tento systém je využit např. ve Velké Británii a Německu.
- *model sektorového dohledu*, kde samostatné instituce zajišťují dohled nad jednotlivými segmenty finančního trhu (dohled na bankovním trhu, dohled na akciovém trhu, atd.). Každá instituce disponuje pravomocí nad veškerými subjekty spadajícími pod určitou část finančního trhu, vůči které je vykonáván dohled. Vzhledem k počtu více dohledových institucí klade tento systém vysoké nároky na zajištění kooperace mezi nimi.

[69] PÁNEK, D., VALOVÁ, I.: *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008, s. 10.

Právě uvedené dominantní typy modelu dohledu lze považovat za protipóly (opaky), mezi kterými se nachází nekonečně mnoho *modelů smíšených*, jenž ve větší či menší míře kombinují jednotlivé prvky obou modelů základních.[70]

Z hlediska vztahu vnitrostátních právních úprav členských států k právu Evropské unie se v oblasti regulace a dohledu nad finančním trhem neuplatňuje princip subsidiarity. Právní úprava institucionálního uspořádání dohledu nad finančním trhem tak spadá do vlastních kompetencí jednotlivých členských států. Vzhledem k soudobým podmínkám panujícím na finančních trzích jednotlivých členských státu a postupující globalizaci se ale stále více prosazuje tlak na proměnu uspořádání systému dohledu do komplikovanějších a provázanějších mezinárodních struktur.

[70] JENÍK, Ivo. Dohled a regulace finančního trhu. 1. vydání. Praha: Všehrd, 2011, s. 28.

4 Ideální model dohledu

Institucionální uspořádání dohledu nad finančním trhem determinuje vysoké množství různorodých faktorů. Na empirické úrovni není dosud možné sestavit přesný model, který by vypovídal o vztahu mezi charakterem finančního trhu a ideálním uspořádáním dohledu nad ním. Proměnné veličiny reprezentují zejména specifické potřeby prostředí k regulaci a od toho se odvozující nároky na personální, finanční a technické zabezpečení dohledu.[71]

V rámci vymezených dvou základních modelů dohledu nad finančním trhem není možné vyslovit jednoznačný závěr o vyšší efektivnosti nebo vhodnosti jednoho modelu. Ve světě se vyskytuje několik modelů, které se liší od základních premis i od konkrétního prostředí aplikace.

Rozhodnutí o aplikaci příslušného modelu představuje zásadní událost, kdy musí být zvolena nejoptimálnější varianta. Toto rozhodnutí je otázkou národní diskrece, musí být zvoleny parametry dohledu odpovídající požadavkům příslušné ekonomiky. Volba nevhodného uspořádání dohledu by mohla zvýšit náklady na výkon dohledu, v horším případě pak způsobit selhání plnění jeho hlavních funkcí. Takový nefunkční dohled by jistě byl krajně nežádoucí.

Dle vývoje posledních let můžeme zobecnit, že se jednotlivé státy světa čím dál více přiklánějí k aplikaci modelu integrovaného dohledu. Tento model poskytuje dohledovému orgánu na první pohled nespornou výhodu v možnosti pružnějším reagování na stimuly vedoucí k výskytu nežádoucích situacích na finančním trhu. Oproti tomu v modelu sektorového dohledu, kde je dohledový orgán omezen zaměřením pouze na svěřený segment finančního trhu, nemusí - právě z důvodu tohoto zaměření - identifikovat možnou existenci stimulu, jenž vyžaduje jeho zásah.

Aplikace modelu integrovaného dohledu rovněž umožňuje dosáhnout lepších výsledků vzhledem ke kontinuálnímu nabývání znalostí o předmětné problematice, na níž se dohled zaměřuje z povahy výkonu své činnosti. Při užití modelu sektorového dohledu je naopak nutné postihnout veškeré pravděpodobné jevy, neoddělitelné od finančních trhů, čímž se ztrácí výhoda z úzkého zaměření, jehož není možné dosáhnout.[72]

Uvedené argumenty a světová praxe v trendu postupného přechodu na model integrovaného dohledu svědčí závěru, že se právě tento model více přibližuje charakteru

[71] PÁNEK, D., VALOVÁ, I. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008, s. 43.
[72] Tamtéž.

ideálního modelu dohledu nad finančním trhem. Tento dílčí závěr, týkající se organizační struktury však nemůže být validním sám od sebe, bez adekvátního určení všech důležitých kritérií, které ovlivňují rozhodování o volbě modelu dohledu. Tyto kritéria budou rozebrány v následující kapitole.

4.1 Kritéria volby modelu dohledu

Výběr nejvhodnější modelu dohledu by neměl znamenat pouze prosté přenesení jednoho modelu v podobě právní úpravy do podmínek finančního trhu určitého státu. Především musí dojít k uvážení dopadu všech relevantních faktorů ovlivňujících konečnou podobu dohledu a nároků na systém regulace a dohledu.

Jako rozhodovací kritéria tak musejí být zvažovány různé faktory, potřeby konkrétního finančního trhu, jeho návaznost na národní hospodářství a další specifika. Podle Jeníkovi studie je možné rozeznat čtyři hlavní oblasti, na něž by se měl rozhodovací proces zaměřit při stanovení kritérií pro nalezení ideálního modelu dohledu nad finančním trhem. Jedná se o:[73]

- Historický vývoj finančního trhu – sledování historického vývoje finančních trhu v konkrétní zemi umožňuje vystihnout zažité způsoby uspořádání trhu a samotného dohledu nad ním. Poté lze vyhodnotit jejich dosavadní funkčnost a efektivnost a stanovit účinější variantu dohledu nad finančním trhem. Poučení z historie rovněž umožňuje vyvarovat se již jednou učiněných chyb a napravit zjištěné nedostatky.
- Struktura finančního trhu – v oblasti tržní struktury si pozornost zaslouží zejména (ne)existence provázanosti jednotlivých segmentů finančního trhu. Pokud jsou segmenty trhu úzce provázané, lepší řešení organizace dohledu poskytuje model integrovaného dohledu. Nelze však opomenout ani celkovou velikost trhu, kdy model jediné dohledové instituce vykazuje své meze při určitém objemu trhu. V případě velkého a diverzifikovaného trhu je lepší zvolit model sektorového dohledu. Jako další rozhodovací kritéria v rámci zkoumání struktury trhu slouží charakter a postavení dominantních subjektů na trhu a dále také vyspělost finančního trhu z hlediska jeho národní a mezinárodní důležitosti.
- Personální a materiální vybavení orgánu dohledu – dobře fungující výkon dohledu je podmíněn dostatečným vybavením dohledové instituce, a to jak z hlediska lidských zdrojů, tak i materiálního zabezpečení. Někdo by mohl namítnout, že otázka vlastního

[73] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 28-31.

vybavení dohledové instituce by měla být při stanovení modelu dohledu pouze sekundární záležitostí. Avšak pro naplnění cílů dohledu je nezbytné, aby dohledová instituce disponovala kvalifikovaným personálem a odpovídajícím materiálním zabezpečením, bez nichž nelze vykonávat účinný dohled. Z tohoto podhledu se opět jeví jako výhodnější varianta modelu integrovaného dohledu, která umožňuje vytvoření jednotného dohledového aparátu s odborným i administrativním zázemím. Takové uspořádání dohledové instituce umožňuje - na rozdíl od sektorového modelu dohledu - dosažení úspor při jejím provozu. Tato dohledová instituce navíc vykazuje lepší vnitřní komunikační provázanost mezi jednotlivými odděleními, jednotnou metodiku a celkovou firemní kulturu.

- Institucionální předpoklady – jakýkoliv ekonomicky vyspělý stát v současné době disponuje vlastním systémem dohledu nad tuzemským finančním trhem a proto nelze předpokládat jeho zavádění na „zelené louce“. Prvotní úvaha o realizaci změny nebo transformace soudobého systému dohledu by tak měla vycházet z analýzy současné situace na finančním trhu. Nejprve je třeba identifikovat potřebný rozsah změn, od dílčí úpravy stávající legislativy až po celkovou přeměnu systému dohledu.

Naposledy uvedený bod vyjadřuje vážnost dopadu implementace či změny systému dohledu nad finančním trhem na celé národní hospodářství. Každý orgán rozhodující o modelu dohledu by měl přistupovat k jeho změnám pouze s nejvyšší opatrností.

V prostředí teoretických doporučení pro určení ideálního modelu dohledu nad finančním trhem je nezbytné uvést i doporučení Basilejského výboru pro bankovní dohled, který ve své publikaci vyslovil předpoklady ideálního modelu:[74]

- Cíle dohledu determinující výkon činností dohledových orgánů jsou přesně vymezené.
- Orgány působící v procesu výkonu dohledu vykazují charakter adekvátní nezávislosti politické i finanční.
- Orgány působící v procesu výkonu dohledu podléhají v potřebné míře kontrole za účelem zajištění vhodného prostředí a eliminace rizika zneužití svěřených pravomocí.
- Orgány působící v procesu výkonu dohledu disponují souborem donucovacích pravomocí, jejichž použitím je možné bez přispění další entity nebo státního zásahu na finančním trhu samostatně sjednat nápravu.

[74] BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Core Principles for Effective Banking Supervision* [online]. Bis.org, březen 2012 [cit. 29 září 2014]. Dostupné na <http://www.bis.org/publ/bcbs213.pdf>.

- Orgány působící v procesu realizace dohledu mohou své pravomoci ve stanovené míře fakticky realizovat.

4.2 Integrovaný dohled nad finančním trhem

Na základě předchozí analýzy a zhodnocení dílčích závěrů této práce vybírám ze dvou hlavních modelů dohledu nad finančním trhem model integrovaného dohledu jako ten, který se více blíží hledanému ideálnímu modelu dohledu. V této kapitole proto bude věnován patřičný prostor vymezení základních atributů tohoto modelu.

4.2.1 Historický exkurz

Samotný princip integrovaného dohledu nad finančním trhem vzniknul v osmdesátých letech minulého století ve Skandinávii, která v té době byla postihnuta finanční krizí. Tato krize měla původ v bankovním sektoru tamního finančního trhu, pramenila z vykázaných ztrát bank u poskytnutých bankovních úvěrů. V roce 1986 započala implementace nového systému dohledu v Norsku, jehož dosavadní institucionální zabezpečení tvořil Bankovní inspektorát.

Výchozí moment tvořila situace, kdy byl tento Bankovní inspektorát sloučen s jednotlivými organizačními jednotkami inspektorátu dohledu nad pojišťovnami. Integrace dohledu se osvědčila a pokračovala dále vznikem jednotného dohledového orgánu zastřešujícího dohled nad bankami, nebankovními společnostmi a pojišťovnami. S tímto modelem dohledu Norsko uspělo, když úspěšně zefektivnilo vymáhání regulačních opatření nad finančním trhem a tím zlepšilo naplňování cílů dohledu.[75]

Norsko představovalo pouze počátek, vlna integrace dohledu se rozšířila i do ostatních zemí, zejména těch silně ekonomicky vyspělých. Do roku 1995 aplikovaly systém integrovaného dohledu na své finanční trhy Austrálie, Japonsko, Kanada, Korea, Singapur a Velká Británie, které identifikovaly nový model dohledu jako dosud nejefektivnější systém dohledu nad svými finančními trhy.

Na první pohled by se tak mohlo zdát, že integrovaný model dohledu je vhodný výhradně pro silné a rozvinuté ekonomiky. S takovým tvrzením však nelze souhlasit, protože empiricky není přípustné navázat parametry modelu pouze na charakter nebo velikost ekonomik

[75] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 41.

jednotlivých států, které by usilovaly o jeho přijetí. Na konci devadesátých let se model integrovaného dohledu rozšířil i do relativně slabších a pomaleji se rozvíjejících ekonomik, jako je např. bulharská nebo lotyšská. I zde však implementace uvedeného modelu dohledu skončila rovněž úspěchem. Lze tedy uzavřít, že rozdíl jednotlivých ekonomik, co do jejich velikosti a rychlosti rozvoje, není rozhodný pro (ne)přijetí integrovaného modelu dohledu.

4.2.2 Ideální podmínky integrace

Úspěšná implementace integrovaného modelu dohledu nad finančním trhem není, v kontextu s předchozím textem, možná automaticky. Model integrovaného dohledu klade jisté nároky na každý stát, který jeho implementaci zvažuje. Tyto nároky nutno chápat jako obecné podmínky existence prostředí, které lze označit jako „*ekonomicky zdravé*“:[76]

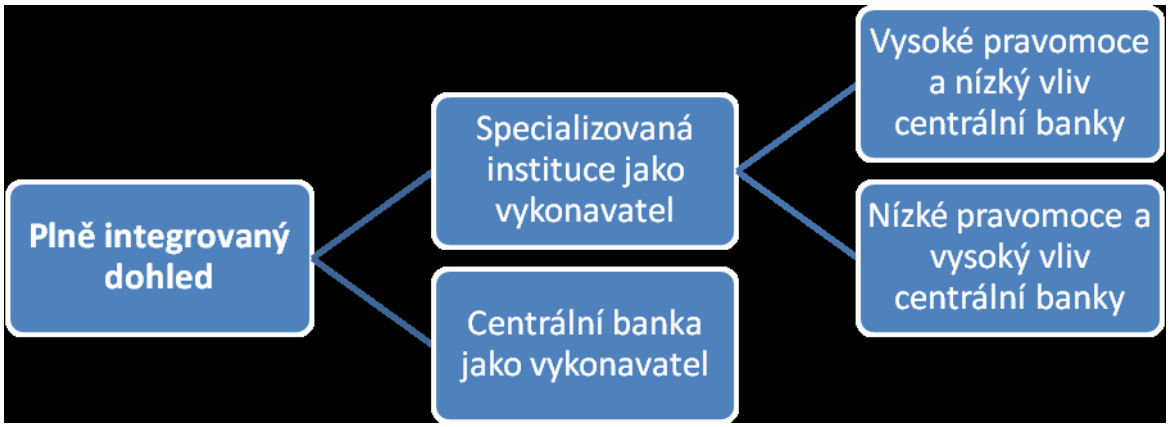
- Stabilní politika v makroekonomickém prostředí s potenciálem zdravé a rostoucí ekonomiky.
- Stabilní situace na finančním trhu bez existence stimulů, které by při přijetí nového modelu dohledu nebo jeho dílčí změně znamenaly rizika možných závažných dopadů na samotný chod finančního trhu.
- Shoda většiny účastníků finančního trhu v názoru na prospěšnost změny modelu dohledu pro zajištění fungující spolupráce a posílení autority dohledových orgánů.
- Zabezpečení efektivní výměny informací mezi jednotlivými institucemi, které jsou povinné pro výkon své činnosti na finančním trhu vzájemně komunikovat.
- Dostupnost personálních a materiálních zdrojů v odpovídajícím kvalitativním i kvantitativním rozměru.
- Prostřední na finančním trhu umožňující rychlý vývoj finančních inovací a zavádění nových produktů.
- Zajištění odpovídajícího administrativního zázemí pro dohledovou instituci, jenž poskytuje adekvátní podmínky pro řádný výkon dohledu.

4.3 Alternativy integrovaného dohledu

[76] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 43-44.

Model integrovaného dohledu se v praxi vyskytuje ve dvou hlavních alternativách. Jedná se buď o plně integrovaný dohled, anebo o částečně integrovaný dohled.

Obr. č. 3: Plně integrovaný dohled nad finančním trhem

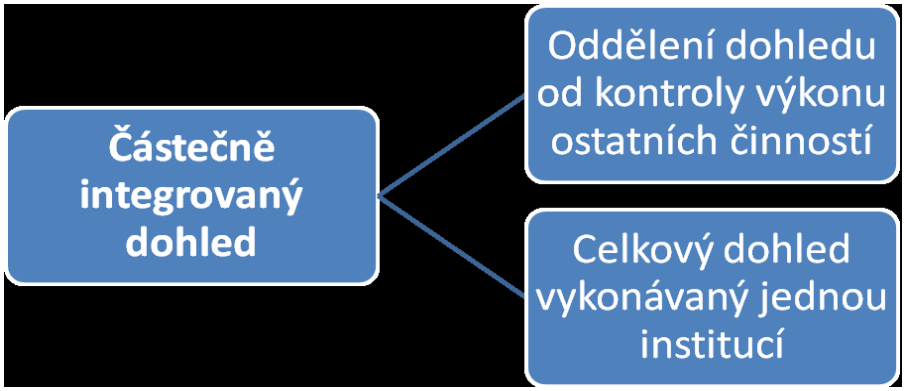


Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě JENÍK, (2011)[77]

Plně integrovaný dohled využívá jako orgán svázaný s výkonem aktivit dohledu (vykonavatel dohledu) centrální banku nebo specializovanou instituci. V případě specializované instituce jako vykonavatele dohledu můžeme rozlišit dva základní případy rozsahu vlastních pravomocí a vlivu ze strany centrální banky. V prvním případě jsou svěřeny specializované instituci vysoké pravomoce, vliv ze strany centrální banky je nízký. V druhém případě je tomu právě naopak: specializovaná instituce disponuje pouze nízkými pravomocemi a při výkonu dohledu je uplatněn silný vliv centrální banky.

Obr. č. 4: Částečně integrovaný dohled nad finančním trhem

[77] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 44.



Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě JENÍK, I., (2011) [78]

Částečně integrovaný dohled se dělí dle uchopení jednotlivých činností dohledové instituce s vazbou na samotný výkon dohledu. Z tohoto hlediska se může jednat o oddělení dohledu od výkonu ostatních činností nebo charakter činnosti dle celkového dohledu vykonávaného jednou institucí. Vnitřní uspořádání orgánu dohledu představuje již identifikované možnosti sektorového nebo funkcionálního přístupu, které lze doplnit o přístup kombinovaný ve spojení sektorového a funkcionálního modelu.

V prostředí členských států Evropské unie je možné nalézt různé varianty uspořádání dohledu. Za období zejména posledních deseti let pozorujeme zvýšený zájem o integrovaný model dohledu. Tento vývoj je možné zdůvodnit na pozadí stoupajících nároků na vzájemné provázání finančních trhů, které jdou ruku v ruce s globalizačními požadavky. Do budoucna lze předpokládat pokračování tohoto trendu a jeho rozšiřování i do dalších zemí. V tomto smyslu tak může být model integrovaného dohledu nad finančním trhem považován za nepřímý produkt globalizace finančních trhů.

Tab. č. 3: Integrovaný model dohledu v prostředí Evropské unie

Rok integrace	Stát	Vykonavatel dohledu
1988	Dánsko	Specializovaná instituce
1991	Švédsko	Specializovaná instituce
1999	Lucembursko	Specializovaná instituce
2000	Lotyšsko	Specializovaná instituce

[78] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 44.

2000	Maďarsko	Specializovaná instituce
2001	Estonsko	Specializovaná instituce
2001	Německo	Specializovaná instituce
2001	Rakousko	Specializovaná instituce
2001	Velká Británie	Specializovaná instituce
2002	Malta	Specializovaná instituce
2004	Belgie	Specializovaná instituce
2006	Česká republika	Centrální banka
2006	Slovensko	Centrální banka
2008	Finsko	Specializovaná instituce
2008	Polsko	Specializovaná instituce
2010	Irsko	Centrální banka

Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě Evropské centrální banky, (2013)[79]

Z uvedeného přehledu vyplývá, že v současné době je přijat model integrovaného dohledu šestnácti členskými státy Evropské unie s širokým potenciálem jeho dalšího rozšíření v horizontu příštích let. Zajímavost představuje jednoznačné upřednostnění varianty specializované instituce v roli vykonavatele integrovaného dohledu. Výjimku představují pouze Česká republika, Slovensko a Irsko.

4.4 Argumenty pro model integrovaného dohledu

Argumenty pro volbu modelu integrovaného dohledu nad finančním trhem jako modelu ideálního vychází z určení výhod, které implementace tohoto modelu na konkrétní podmínky finančního trhu přináší. Jedná se zejména o:[80]

- Měnící se finanční trh – vývoj finančního trhu probíhá dynamickým tempem. Vzhledem k postupnému propojování jednotlivých sektorů finančního trhu a jejich produktů, prudkému rozvoji informačních technologií a zvýšení rizik vyplývajících z celkové globalizace, je třeba flexibilní reakce i v oblasti dohledu. Aby byly i nadále

[79] EUROPEAN CENTRAL BANK. *Recent Developments in Supervisory Structures in the EU member states (2007-10)* [online]. Ecb.europa.eu, říjen 2010 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures2010en.pdf>.
[80] JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011, s. 46-47.

úspěšně naplňovány cíle dohledu, musí být dohled integrován. Tato změna uspořádání dohledu umožní rychleji a efektivněji reagovat na změny v oblati finančního trhu.

- Finanční úspora – integrací dohledu snižují náklady na personální i technického vybavení dosavadních vykonavatelů dohledu. Úspor je dosaženo sjednocováním specializovaných dohledových institucí, což je obvykle doprovázeno snížením počtu pracovníků, kteří se v dohledové instituci nezabývají vlastním výkonem dohledu (např. administrativa nebo IT). Naopak v případě integrované dohledové instituce dochází méně častěji k odchodu specialistů dohledu, kteří nemají možnost „přesunu" do jiné dohledové instituce. Se snížením celkového počtu zaměstnanců dochází ke snížení nákladů na mzdy a nákladů na technické vybavení.
- Komplexní pokrytí finančního trhu jedinou dohledovou intitucí – povahu jednotlivých finančních produktů obchodovaných na finančním trhu často nelze jednoznačně určit, protože jsou složeny z více na sebe navázaných produktů. V tomto případě může vyvstat otázka, který dohledový orgán je pověřen dohledem. V modelu integrovaného dohledu od počátku je vyloučen vznik možných sporů o působnost mezi jednotlivými dohledovými orgány, který může nastat mezi jednotlivými orgány dohledu při sektorovém uspořádání dohledu. Integrace dohledu do jedné dohledové instituce možnosti vzniku kompetenčního sporu zcela zamezuje, čímž se zvyšuje celková efektivita dohledu.
- Vyšší úroveň přehlednosti a zodpovědnosti dohledu – integrace dohledu do jednoho subjektu zajišťuje vyšší přehlednost a transparentnost jednání dohledové instituce pro jednotlivé účastníky finančního trhu. Integrací dohledu je také jednoznačně určen subjekt nesoucí výlučnou odpovědnost za realizaci dohledu, které se nemůže zprostit. Ačkoliv každý stát upravuje dohled nad finančním trhem vlastní legislativou, dochází mezi dohledovými institucemi jednotlivých států ke spolupráci. Tato mezinárodní spolupráce je jednodušší pokud je dohled integrován, protože dochází ke komunikaci mezi menším množstvím subjektů.
- Jeden dohledový subjekt pro všechny – pokud by různé druhy dohlížených finančních institucí podléhaly dohledu různých dohledových orgánů, je možné uvažovat o rozdílných přístupech těchto orgánů k výkonu dohledu (např. při udělování nebo odjímání licencí). Integrovaný dohled vykonávaný jedinou dohledovou institucí takové uvahy nepřipouští, naopak nabízí jednotný přistup dohledové instuce k výkonu dohledu nad všemi dohlíženými subjekty. U dohlížených subjektů je také v případě

integrace dohledu možno konstatovat jejich vyšší právní jistotu v tom, že nemusí složitě určovat subjekt, vůči kterému jsou povinni plnit své konkrétní povinnosti vyplývající z výkonu dohledu.

4.5 Argumenty proti modelu integrovanému dohledu

Mezi nejčastější argumenty, které jsou používány odpůrci integrace, patří:

- Silná koncentrace moci dohledové instituce – integrací dohledu z jednotlivých specializovaných dohledových institucí vznikne monopolní byrokratická intituce, která v sobě bude koncentrovat velké množství moci, což s sebou vždy přináší riziko jejího zneužití.
- Nejistá kvalita provedení integrace – legislativa upravující integraci nemusí být dostatečně kvalitně připravena, což může zapříčinit vznik nejrůznějších sporů mezi jednotlivými účastníky finančního trhu. Při nekvalitně provedené integraci se nemusí dostavit její plánované pozitivní přínosy.
- Možnost snížení výkonu dohledu – po dobu implementace modelu integrovaného dohledu hrozí dočasné snížení efektivity výkonu dohledu. V této době je zpravidla kladen důraz na samotné provedení integrace v podobě změny organizačního uspořádání, méně již na výkon dohledu.

Následující tabulka shrnuje jednotlivé klady i zápory integrovaného modelu dohledu:

Tab. č. 4.: Klady a zápory integrovaného modelu

Klady	**Zápory**
Snadnější dohled nad finančními konglomeráty.	Nevhodným způsobem vedený integrační proces může zapříčinit v přechodné době i po ní nižší efektivitu.
Lepší monitorování systémového rizika a rychlejší reakce na změny.	Nerespektování specifických podmínek jednotlivých sektorů finančního trhu.
Jednotný přístup k regulaci a dohledu na celém finančním trhu.	Optimální výměna informací a vzájemná spolupráce se může realizovat i mezi

	oddělenými orgány dohledu.
Silnější odpovědnost regulačního orgánu.	Integrovaný dohled je vhodný zejména pro státy s rozvinutým finančním systémem.
Maximální úspory z rozsahu a efektivní využívání zdrojů.	Zisky plynoucí z úspor z rozsahu nemusejí být vysoké.

Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě MARTÍNEZ, J., ROSE, A., (2003)[81]

[81] MARTÍNEZ, J., ROSE, A. *International Survey of Integrated Financial Sector Supervision* [online]. Books.google.cz, leden 2003 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://books.google.cz/books?id=iqyz2FxjqYC&printsec=frontcover&hl=cs#v=onepage&q&f=false>.

Závěr

Od počátku 21. století celosvětově zaznamenáváme prudký rozvoj finančního trhu a jeho jednotlivých produktů, které ovlivňují život každého jedince. Ruku v ruce s touto expanzí finančního trhu rostou i nároky na jeho regulaci a dohled nad ním. Nutnost jejich existence vyžaduje již samotný charakter finančního trhu a subjektů, kteří na něm působí. Mezi další hlavní důvody regulace a dohledu patří zejména nutnost eliminovat systémová rizika ohrožující stabilitu celého finančního systému, existence informační asymetrie a nerovného postavení jednotlivých účastníků trhu. Připočítáme – li neustále postupující globalizaci a její projevy na finančních trzích (zejména vznik finančních konglomerátů), nabývá zodpovězení otázky ideálního modelu dohledu nad finančním trhem na důležitosti vysokého stupně.

Vyslovení jednoznačného závěru o tom, které institucionální uspořádání dohledu je nejefektivnější (tedy ideální), není prakticky možné z důvodu existence různých podmínek panujících v jednotlivých státech světa. Tyto podmínky (např. velikost a struktura hospodářství, kvalita legislativy, míra rozvoje finančního trhu) však ve výsledku ovliňují efektivitu dohledu stejně jako jeho institucionální uspořádání. Navíc institucionální podoba dohledu je v každém státu výsledkem pouze jeho vlastního rozhodnutí, takže jednotlivé státy vykazují v organizaci dohledu značné odlišnosti. Za této situace by tedy bylo nesmyslné hledat ideální model dohledu nad finančním trhem v oblasti teoretického aparátu, který by nabýval sice eliminace negativ jednotlivých opatření, avšak v praxi by nebyl schopen validní implementace. Místo toho je vhodné usuzovat o ideálním modelu na základě praktické analýzy skutečného stavu, jenž byla učiněna v této práci a vyslovit závěry o modelu, který nese znaky nejbližší právě ideálnímu modelu dohledu.

Za takový model dohledu lze považovat na základě realizovaného výzkumu dohled integrovaný, protože nesporně přináší řadu výhod zásadního významu. Hlavní z nich je vyšší efektivita při dohledu nad finančními konglomeráty, které jsou hlavním projevem v současnosti probíhajících změn na finančních trzích a jejichž význam i objem neustále roste. Dále integrace dohledu do jednotné instituce s komplexní znalostí prostředí finačního trhu umožňuje lepší monitorování systémového rizika a rychlejší reakce na případné změny na finančnímu trhu. Díky existenci jedné dohledové intituce, do které je dohled nad celým finančním trhem integrován, je pravděpodobnější jednotný přístup orgánu dohledu k výkonu dohledu vůči celému finančnímu trhu, resp. všem jeho účastníkům. Další výhodou interovaného dohledu je komplexní pokrytí finančního trhu jedinou dohledovou intitucí.

S tímto je spojena jednoznačná odpovědnost dohledového orgánu za výkon dohledu a jeho výsledky. Při neexistenci více dohledových orgánů nemůže mezi nimi vyvstat kompetenční spor a dohledová intituce se jeví v očích dohlížených subjektů jako instituce se silnou autoritou. Nezanedbatelnou výhodou je při aplikaci integrovaného dohledu dosažení finační úspory. Integrace dohledu totiž sníží náklady jak na personální, tak i materiální vybavení dohledové instituce, a to především v oblastech, které se v rámci dohledové instituce nezabývají vlastním výkonem dohledu (např. administrativa).

Vedle těchto výhod, které integrace dohledu přináší, existují i argumenty používané odpůrci integrace, kteří hovoří o nevýhodách či rizicích integrace. Mezi nejčastěji uváděné patří vznik příliš silná koncentrace moci u dohledové instituce z jednotlivých specializovaných dohledových institucí. Dalším rizikem integrace je nejistá kvalita legislativy upravující provedení integrace, což může mít za následek možnost vzniku sporů mezi jednotlivými účastníky finančního trhu. Navíc v době provádění samotné integrace dohledu údajně hrozí dočasné snížení efektivity výkonu dohledu, protože je v této době většina pozornosti upřena na samotné provedení integrace v podobě změny organizačního uspořádání.

Výše uvedené výhody považuji za zásadní vzhledem k naplnění účelu dohledu nad finančním trhem a při porovnání výhod a nevýhod (rizik) integrace dohledu konstatuji, že výhody podle mého názoru převažují. Naopak zmíněné argumenty (rizika) považuji za nepřesvědčivé, protože skutečnosti v nich uvedené mohou podle mého názoru nastat při aplikaci kteréhokoliv modelu dohledu. Připouštím ale, že jejich výskyt je při aplikaci integrovaného modelu pravděpodobnější.

Na základě výzkumu provedeného v této práci je možné extrahovat zásadní zjištění potvrzující roli integrovaného modelu s funkcionálním uspořádání dohledu jako nejbližšího modelu ideálnímu:

- Institucionální uspořádání dohledu nad finančním trhem determinuje vysoké množství různorodých faktorů. Na empirické úrovni není dosud možné sestavit přesný model, který by vypovídal o vztahu mezi charakterem finančního trhu a ideálním uspořádáním dohledu nad ním.
- V současnosti existují v oblasti uspořádání dohledu nad finančním trhem dva základní modely: model integrovaného dohledu a model sektorového dohledu.
- V rámci vymezených dvou základních modelů dohledu nad finančním trhem není možné vyslovit jednoznačný závěr o vyšší efektivnosti nebo vhodnosti jednoho modelu.

- Pokud jsou jednotlivé segmenty trhu úzce provázané, lepší řešení dohledu poskytuje model integrovaného dohledu.
- V případě velkého a zásadně diverzifikovaného trhu lepší řešení poskytuje model specializovaného dohledu.
- Počet států aplikující model integrovaného dohledu roste.
- Model integrovaného dohledu umožňuje nejefektivnější výkon dohledu nad současným finančním trhem.

V souladu s uvedenými závěry výzkumu i identifikovanými zásadními zjištěními je možné zodpovědět stanovenou výzkumnou otázku:

Jaká současná podoba modelu dohledu nad finančním trhem v uchopení praktických konstrukcí tvoří koncept nejbližší ideálnímu modelu dohledu nad finančním trhem?

Odpověď:

Ze současných podob modelů dohledu nad finančním trhem v uchopení praktických konstrukcí tvoří model integrovaného dohledu na bázi funkcionálního uspořádání koncept nejbližší ideálnímu modelu dohledu nad finančním trhem.

Seznam použitých zdrojů (bibliografie)

(seřazeno abecedně)

BAKEŠ, Milan a kol. *Finanční právo*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN: 978-80-7400-801-6.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Core Principles for Effective Banking Supervision* [online]. Bis.org, březen 2012 [cit. 29 září 2014]. Dostupné na <http://www.bis.org/publ/bcbs213.pdf>

COOPER, D., F., GREY, S., RAYMOND, G., WALKER, P. *Project Risk Management Guidelines - Managing Risk in Large Projects and Complex Procurements*. 1. vyd. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd, 2005. 384 s. ISBN: 0-470-0281-7.

ČEJKOVÁ, V., ŘEZÁČ, F., ZUZAŇÁK, A. *Pojištění pro podnikatele*. 1. vyd. Břeclav: Moraviapress, 1998. 212 s. ISBN 80-86181-13-8.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Celkový přehled počtu subjektů ke dni 20. 11. 2013* [online]. cnb.cz, 20. listopadu 2013 [20. listopadu 2013]. Dostupné na <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB24.SUBJECTS_COUNTS_2>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu ve světě* [online]. Cnb.cz, 5. října 2006 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/ostatni_analyticke_publikace/download/fin_regulace_svet.pdf>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Recent Developments in Supervisory Structures in the EU member states (2007-10)* [online]. Ecb.europa.eu, říjen 2010 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures2010en.pdf>

ERBENOVÁ, M. *Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky* [online]. vsfs.cz, červen 2005 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://www.vsfs.cz/prilohy/konference/fintrhy_2005_sbornik.pdf>

GROUP OF THIRTY. *The structure of financial supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace* [online]. economicpopulist.org, leden 2008 [cit. 21.října 2013]. Dostupné na <http://www.economicpopulist.org/files/us_fsi_banking_G30%20Final%20Report%2010-3-08.pdf>

HENDRYCH, Dušan a kol. *Správní právo. Obecná část*. 7 vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. 299 s. ISBN 978-80-7400-049-2.

IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation* [online]. Iosco.org, červen 2010 [cit. 2014-11-01]. Dostupné na <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

JENÍK, I. *Dohled a regulace finančního trhu.* 1. vyd. Praha: Spolek českých právníků Všehrd, 2011. 116 s. ISBN: 978-80-85305-48-7.

JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. 648 s. ISBN: 978-80-247-1653-4.

MANDEL, M., TOMŠÍK, V. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice.* 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2013. 368 s. ISBN: 978-80-7261-185-0.

MARTÍNEZ, J., ROSE, A. *International Survey of Integrated Financial Sector Supervision* [online]. Books.google.cz, leden 2003 [cit. 29. září 2014]. Dostupné na <http://books.google.cz/books?id=iqyz2FxjqYC&printsec=frontcover&hl=cs#v=onepage&q&f=false>

MUSÍLEK, P. *Finanční trhy: instrumenty, innstituce a management.* 1. přepr. vyd. Praha: VŠE, 1996. 418 s. ISBN: 978-80-707-9726-6.

PÁNEK, D., VALOVÁ, I. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008. 180 s. ISBN: 978-80-210-4726-6.

PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy.* 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2003. 389 s. ISBN: 978-80-85-424-90-8.

PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepr. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010. 200 s. ISBN: 978-80-7408-036-4.

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky a finanční trhy*. 3. vydání. Karviná: Slezská univerzita, 2000. 244 s. ISBN 80-7248-074.

REJNUŠ O. *Finanční trhy,* 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010. 659 s. ISBN: 978-80-7418-080-4.

REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. akt. vyd. Praha: Management Press, 2012. 423 s. ISBN: 978-80-7261-240-6.

SEKANIČKA, Pavel a kol. *Vybrané otázky kapitálových trhů v České republice*. 1. vydání. Praha: Univerzita Karlova, 2001. 107 s. ISBN: 80-85889-52-8.

SINGER , M. *Dohled ČNB nad finančním trhem* [online]. Cnb.cz, červen 2006 [cit. 29. září 2013]. Dostupné na <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2006/cl_06_061220.html>

SMEJKAL, V. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2006. 296 s. ISBN: 978-80-247-1667-4.

VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. akt. vydání. Praha: Wolters Kluiwer ČR, 2011. 780 s. ISBN: 978-80-7357-647-9.

Všeobecná encyklopedie v osmi svazcích, 6. Díl, Praha: Diderot, 1999. 374 s.

ZLÁMAL, Jaroslav, BAČÍK, Petr. Finance a finanční trhy. 1. vydání. Olomouc: Iuridicum Olomoucense o.p.s, 2009. 65 s. ISBN 978-80-903400-7-7.

Seznam tabulek, obrázků a grafů

Obr. č. 1: Segmentace finančního trhu 12
Obr. č. 2: Systém řízení rizika 28
Obr. č. 3: Plně integrovaný dohled nad finančním trhem 51
Obr. č. 4: Částečně integrovaný dohled nad finančním trhem 52

Tab. č. 1: Rozdělení modelů dohledu dohledu 31
Tab. č. 2: Struktura finančního trhu ČR v letech 1998 - 2004 36
Tab. č. 3: Integrovaný model dohledu v prostředí Evropské unie 52
Tab. č. 4: Klady a zápory integrovaného modelu 55

Graf č. 1: Podíl bankovních aktiv v roce 2004 37
Graf č. 2: Integrační modely v Evropské unii 50

Abstrakt

Předmět této práce tvoří finanční trh z pohledu regulace a dohledu. Hlavním cílem práce je návrh ideálního modelu dohledu nad finančním trhem ze souboru současných řešení na základě vlastní analýzy relevantních souvislostí a faktorů determinujících praktická užití systému dohledu.

V přímé vazbě na hlavní cíl práce je provedena rešerše odborných zdrojů pro účely vymezení finančního trhu a jeho částí, subjektů obchodovaných na finančním trhu a produktů, které jsou zde obchodovány. Dále je pozornost věnována dohledu nad finančním trhem, zejména institucionální stránce jednotlivých systémů dohledu, včetně označení výhod i nevýhod spojených s jejich aplikací. Je provedena analýza organizace dohledu nad finančním trhem v České republice i ve vybraných zemích světa, přičemž je zjištěn převažující model dohledu. Poté je aplikací dílčích závěrů práce s využitím získaných poznatků vyhotoven návrh ideálního modelu dohledu. V souladu se zadáním práce a na základě výsledku práce je možné považovat cíl práce za splněný:

Jako model dohledu, který se nejvíce blíží modelu ideálnímu, lze na základě realizovaného výzkumu považovat model integrovaného dohledu, který přináší řadu nesporných výhod, zejména s přihlédnutím k prostředí současného finančního trhu, k jeho subjektům a produktům.

Abstract

The object of this work consists of financial market from the perspective of regulation and supervision. The main objective is to identify and the draft the ideal model of financial market supervision from a set of current solutions based on an analysis of relevant context and factors, which determine the practical use of the supervisory system.

In connection with the main objective I make a research of specialized sources to define a financial market and its sections, subjects and products. Attention is paid also to a financial market supervision, especially to organization of individual models of supervision, including its benefits and drawbacks. There is also made an analysis of model of financial market supervision in Czech Republic and the other states, where the predominant of model of financial market supervision is found out. Then using pieces of knowledge a proposal of the

ideal model of financial market supervision is planed. In accord with assignment of this work, we can state that the main objective was reached.

On the basis of the research, we can consider a model of integrated supervision as the model, which is the most approaching to the ideal model of financial market supervision, especially in view of the fact of current situations on financial market, its subjects and products.

Seznam klíčových slov

Finanční trh, dohled nad finančním trhem, model dohledu, sektorový dohled, integrovaný dohled, dohledová instituce, dohlížený subjekt.

Keywords

Financial market, financial market supervision, model of supervision, specialized supervision, integrated supervision, superintending institution, superintended subject.