

20 let zrušení Komise pro cenné papíry[#]

Petr Musílek^{*}

Abstrakt:

Příspěvek diskutuje ekonomické, neekonomické a další faktory změn dohledového uspořádání finančního trhu na území dnešní České republiky. V úvodní části příspěvku je rozebrán vývoj regulace a dohledu českého finančního trhu. V další části jsou vysvětleny varianty institucionálního uspořádání dohledu včetně jejich výhod a nevýhod. Rovněž je diskutováno překvapivé české řešení integrace dohledu na počátku nového tisíciletí. V závěrečné části příspěvku jsou rozebrány dopady nevhodné míry regulace a dohledu na český kapitálový trh.

Klíčová slova:

Komise pro cenné papíry, Česká národní banka, Komise pro finanční trh, integrace dohledu

JEL klasifikace: G20

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. – profesor; Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.musilek@vse.cz>.

1. Úvod

Problematika institucionálního uspořádání dohledu finančních trhů bývá pouze zřídka zkoumána v moderní finanční a investiční ekonomii. Nepřiměřené institucionální uspořádání dohledu (z politických, tržních či osobních zájmů) však může mít významný dopad na stupeň rozvinutosti jednotlivých segmentů finančního trhu. V úvodní části diskusního příspěvku je rozebrán vývoj regulace a dohledu českého finančního trhu. V další části textu jsou diskutovány výhody a nevýhody jednotlivých variant institucionálního uspořádání finančního dohledu. Následně je pozornost věnována zákulisnímu a dost překvapivému řešení integrace finančního dohledu v České republice. V závěrečné části příspěvku je diskutován negativní vliv nepřiměřeného finančního dohledu na rozvinutost českého kapitálového trhu.

2. Vývoj regulace a dohledu českého finančního trhu

Na počátku devadesátých let minulého století bylo federální (později republikové) ministerstvo financí jediným dohledovým úřadem nově vznikajícího finančního trhu na území dnešní České republiky. V tomto období měly přirozeně rozhodující postavení státní bankovní a pojistný sektor, ostatní sektory buď vůbec neexistovaly nebo se teprve začaly postupně rozvíjet. Na počátku devadesátých let můžeme uspořádání finančního dohledu přirovnat k jednotnému modelu finančního dohledu, avšak netradičně umístěného v rámci ministerstva financí. Tento přístup nebyl zcela v souladu s požadavky na politicky nezávislý charakter dohledové instituce. Nejen hlavní směr teorie regulace, ale i mezinárodní finanční organizace doporučují, aby dohledová instituce měla jasné vymezené zodpovědnosti a cíle a požívala výraznou personální, finanční a operační nezávislost na politickém uspořádání. S postupným rozvojem českého finančního trhu v 90. letech minulého století poměrně rychle dochází k legislativní a regulatorní fragmentaci jednotlivých specializovaných finančních sektorů a postupně se vyčleňují dohledové pravomoci z ministerstva financí do nově vznikajících sektorových dohledových úřadů. V roce 1994 tak vznikl v České národní bance nový úsek bankovního dohledu, který se zejména zaměřil na kontrolu dodržování obezřetnostních pravidel bank a nápravu zjištěných nedostatků a postupně převzal veškerou dohledovou pravomoc v oblasti komerčního bankovníctví od ministerstva financí. Asistenci při budování bankovního dohledu v tržních podmínkách poskytoval americký Federal Reserve System (New York) za osobní garance šéfa této instituce Geralda Corrigan. Po vzoru USA tak byl implementován tzv. CAMEL rating, který je založen především na dohledu na dálku (angl. off-site inspection). Na základě pravidelného vyhodnocování informačních povinností je analyzována kvalita kapitálu, aktiv, managementu, zisku a likvidity. Následně podle tohoto hodnocení

jsou pak tržní účastníci zařazováni do určitých skupin, přičemž u rizikovějších skupin s výraznějším tržním podílem je pak realizována důkladná dohlídka na místě (angl. on-site inspection) a následně jsou přijímána příslušná nápravná opatření včetně sankcí.

Státní dohled nad kapitálovým trhem vykonávalo ministerstvo financí, a to až do konce března 1998, kdy vznikla Komise pro cenné papíry. Vzrušená diskuse ohledně vytvoření specializovaného dohledového úřadu pro kapitálový trh však probíhala několik let, přičemž dlouhou dobu pro vznik této instituce nebyla dostatečná odborná a politická podpora. Teprve nedostatečná ochrana minoritních akcionářů, vlna skandálů na vznikajícím českém kapitálovém trhu po skončení kuponové privatizace v druhé polovině devadesátých let, politická krize v roce 1997 a odborná iniciativa Burzy cenných papírů Praha podnítila vznik personálně a operačně nezávislého dohledového úřadu pro kapitálový trh, který však byl výrazně finančně závislý na státním rozpočtu. Duchovním otcem vzniku Komise pro cenné papíry byl zejména Tomáš Ježek, který na konferenci „20 let finančních a bankovních reforem v České republice“, pořádanou Fakultou financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze a Českou národní bankou v listopadu 2009, vystoupil s příspěvkem „Vznik Komise pro cenné papíry“. Na této konferenci mimo jiné uvedl, že „...12. června 1996 se na Burze cenných papírů Praha, a.s. konala první schůzka pracovní skupiny, která si vytknula vypracovat návrh zákona o Komisi pro cenné papíry. Jako předseda burzovní komory jsem ji sestavil a pravidelně svolával. Motiv byl jasný: co nejdříve skoncovat s praktikami, které se na českém kapitálovém trhu, zejména v segmentu kolektivního investování, začaly zabydlovat po skončení kuponové privatizace a které hrozily, že ho zničí, sotva se narodil. Nejsilnější motiv měla burza samotná, protože jejím představitelům bylo zřejmé, že nemůže-li mít trh bez silného a všemi respektovaného dozoru žádnou budoucnost, nemůže ji mít ani burza. Nestandardnost poměrů na českém kapitálovém trhu tak měla za následek i zcela nestandardní úkol, kterého se burza musela ujmout. Burza se sama musela začít starat o vznik autority, které by ona sama podléhala. Sotva mohl existovat paradoxnější úkol. Burza vycházela ze správného předpokladu, že v neregulovaném prostředí a bez dozoru nemůže ani pomýšlet na svůj rozvoj a úspěch v mezinárodní konkurenci. Samozřejmě bylo a muselo být jasné, že pracovní skupina s takovým cílem vzbudí silnou nevoli ministerstva financí, protože už její samotná existence nebyla pouhou implicitní, ale zřetelně explicitní a náležitě ostrou kritikou neschopnosti ministerstva financí orgán dozoru nad kapitálovým trhem ustavit a přivést k náležitému výkonu ...“. V následující části příspěvku Ježek (2009, s. 77) pozitivně ocenil profesionalitu domácích a zahraničních specialistů, podílejících se na činnosti pracovní skupiny a dále pokračoval: „... Nepřátelský postoj vedoucích vládních funkcionářů k ustanovení Komise pro cenné papíry se naplno projevil na schůzce finančníků z trhu a z burzy, kterou svolal předseda vlády na neděli 15. prosince 1996 na

zámek do Koloděj. Byl to den, v němž bylo jako v laserovém paprsku do několika málo hodin nahuštěno obrovské množství informací. Mezi finančníky z trhu, které si předseda vlády pozval, byli všichni ti, kteří stáli v pozadí velkých finančníků skandálů. Když je v jednacím sále uviděl guvernér ČNB Tošovský, chtěl okamžitě odejít. Až do odpoledne pak spolu vedli debatu o tom, jak dlouho by ještě bylo třeba nechat kapitálový trh bez dozoru a regulace, aby mohla být dokončena žádoucí koncentrace kapitálu. V pozdním odpoledni pak padnul návrh, aby se odbor 10 Ministerstva financí ČR přejmenoval na Úřad pro cenné papíry a byl tak konečně pokoj. Příslušné cedulae na dveřích kanceláří ministerstva financí se pak vskutku na několik měsíců vyměnily a vydržely tam až do doby, než Komise pro cenné papíry nakonec vznikla. Humorná pak byla už jen tvrdošíjnost, s jakou ministerstvo financí dlouho po vzniku Komise pro cenné papíry korespondovalo s Komisí pro cenné papíry jako se svým odborem 10. Stojí také za zaznamenání, že Finanční úřad pro Prahu 1 neuznal burze v jejím daňovém přiznání za rok 1996 náklady vynaložené na přípravu zákona o Komisi pro cenné papíry – burza vskutku neměla žádné živnostenské oprávnění k psaní návrhů zákona. Autorský kolektiv pracoval na návrhu zákona celou dobou v naději, že se jednou změní politická situace a že snad přijde vláda, která bude konečně schopna význam kapitálového trhu dohlédnout. To se skutečně stalo, ale bylo k tomu třeba politické krize roku 1997. Návrh zákona o Komisi pro cenné papíry napsaný na burze předložila do parlamentu až Tošovského vláda ...“.

Státní dohled v oblasti pojišťovnictví vykonával po celá devadesátá léta speciální odbor ministerstva financí. Od 1. září 2000 se tento odbor pouze kosmeticky přejmenoval na Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, avšak i nadále zůstal v organizační struktuře ministerstva financí a pod výrazným politickým vlivem. Dohled nad pojišťovnictvím byl založen na aplikaci administrativních metod.

V roce 1996 začíná v České republice rychlý rozvoj spořitelního a úvěrového družstevnictví a během několika měsíců vzniklo 45 družstevních záložen. Tento finanční sektor se zpočátku rozvíjel bez jakéhokoliv dohledu. Teprve na počátku roku 1997 vznikl Úřad pro dohled nad družstevními záložnami jako správní úřad, jehož činnost byla hrazena z ročních poplatků členů a případných návratných finančních výpomocí od státu. Tento úřad byl však personálně značně poddimenzován a jeho schopnost včas odhalovat finanční podvody byla velmi nízká.

Z výše uvedeného stručného nástinu uspořádání dohledu nad finančním trhem v devadesátých letech minulého století je zřejmé, že v České republice se postupně konstituoval odvětvový model finančního dohledu, založeného na působnosti čtyř sektorových finančních dohledových orgánů.

3. Varianty institucionálního uspořádání dohledu

Od roku 2002 začaly v České republice odborné diskuse ohledně integrace sektorových dohledových úřadů. Započalo zkoumání různých variant institucionálního uspořádání finančního dohledu a zkušenosti z vyspělých států. Nositeli finančního dohledu jsou ve vyspělých státech různé orgány a instituce, které požívají nejen odlišný stupeň samostatnosti, ale jsou také různým způsobem financovány. Teorie finanční regulace dosud nepřinesla výraznější a průkaznější vědecko-výzkumné důkazy, které by umožnily vytvoření ideálního modelu institucionálního uspořádání finančního dohledu. Z důvodu národních odlišností (historický vývoj, tradice, struktura finančního systému, velikost ekonomiky a finančního trhu) existují ve vyspělých státech různé modely institucionálního začlenění finančního dohledu. I když nenajdeme jednotný přístup, lze uvést, že v posledních dekádách celosvětově existoval trend ke snižování počtu samostatně operujících dohledových institucí, vytváření jednotných integrovaných dohledových institucí, zvyšování významu centrálních bank při zajišťování finanční stability a výrazný rozvoj dohledové činnosti v oblasti ochrany finančních spotřebitelů a drobných investorů. Ve vyspělých státech mezi základní modely institucionálního uspořádání finančního dohledu patří model jednotného finančního dohledu, odvětvový model finančního dohledu, model finančního dohledu v rámci centrální banky a funkcionální model finančního dohledu.

Od 80. let minulého století se na finančních trzích začínají přetvářet specializované finanční instituce (např. komerční banky, investiční domy nebo pojišťovny) na finanční supermarkety, nabízející širokou paletu depozitních, úvěrových, investičních a pojistných produktů. Za základní motivy pro vytváření finančních konglomerátů je možné považovat diverzifikaci rizika do širšího okruhu podnikání a snahy o dosažení úspor z rozsahu a ze sortimentu při nabízení různých finančních služeb. Finanční supermarkety působí současně v několika odlišně dohlížených finančních sektorech a dohled nad nimi vykonává několik institucí, což vede k tomu, že dohledové činnosti se nejen překrývají, ale rovněž vznikají i mezery (nepokryté oblasti) v systému dohledu. Expanze finančních supermarketů se nutně odráží ve vytváření tlaku na efektivnější model institucionálního uspořádání dohledu nad finančními trhy. Postupně se tedy opouští odvětvový model uspořádání a přechází se k modelu jednotného finančního dohledu (podrobněji Musílek /2006/). Tento model zabezpečuje komplexní a koordinovaný přístup k dohledu finančních skupin. Zahrnuje nejen dohled obezřetného podnikání, ale i pravidel jednání ve vztahu ke klientům a bankovním, kapitálovým nebo pojistným trhům.

Model jednotného finančního dohledu se začal nejdříve prosazovat v Evropě. V roce 1986 Norsko jako první vyspělá země integrovala veškeré dohledové činnosti do jednoho úřadu (Kredittilsynet). Od té doby podstatná část vyspělých

států převzala tento model¹. Mezi hlavní výhody tohoto modelu patří reakce na vznik finančních supermarketů, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu při výkonu dohledové činnosti, realizace konsolidovaného dohledu finančních supermarketů, harmonizace stanovení a vynucování regulatorních požadavků, eliminace rizika střetu zájmu mezi realizací měnové politiky a bankovním dohledem v rámci centrální banky a zachování reputace centrální banky. Mezi nevýhody tohoto modelu zejména patří komplikované řízení odlišně zaměřených odvětvových přístupů, obtížné definování cílů dohledové činnosti pro specifické sektory, rozdělení kompetencí k nástrojům centrální banky, jejichž použití může iniciovat jak měnová rozhodnutí, tak i snahu zajistit obezřetné podnikání finančních institucí, nedostatečné nástroje v oblasti stability finančních institucí, komunikační šum a informační nepružnost mezi měnovou politikou a finančními institucemi, zvýšení politického tlaku z důvodu odpovědnosti za celý finanční systém včetně bank a vyšší finanční nároky na státní rozpočet v případě nezavedení spolufinancování tržními účastníky finančních trhů.

Odvětvový model dohledu je tradičním modelem institucionálního uspořádání dohledu nad finančními institucemi, přičemž vychází z existence relativně nepropojených segmentů finančního trhu a z fungování specializovaných finančních institucí². Specializované segmenty finančního trhu jsou pak dohlíženy odvětvově zaměřenou dohledovou institucí. Centrální banka dohlíží nad činností komerčních bank a specializované dohledové instituce se zaměřují na kapitálový trh a pojišťný trh. Začlenění těchto dohledů může být buď ve formě závislého státního dohledového orgánu, kdy je začleněn do některého státního úřadu (v převážné většině případů do ministerstva financí), nebo ve formě nezávislého dohledového orgánu, založeného na vytvoření autonomního a operačně nezávislého subjektu. Tuto obvyklejší a modernější formu budeme zkoumat v další části příspěvku. Mezi výhody tohoto modelu patří specializace v dohledové činnosti, jednoznačné určení odpovědnosti za výkon dohledu, konkurence jednotlivých přístupů k regulaci a dohledu, riziko diverzifikace selhání dohledové instituce a vzájemné doplňování ve výkonu dohledové činnosti. Mezi nevýhody tohoto modelu patří komplikovaný dohled finančních supermarketů, vysoké náklady na úzkou kooperaci a komunikaci odvětvově orientovaných dohledových institucí, riziko nekonzistentního přístupu dohledu jako celku vůči regulovaným subjektům v různých oblastech finančního systému, riziko regulatorní arbitráže a vysoká zátěž pro tržní účastníky.

¹ Např. Velká Británie (Financial Services Authority), Japonsko (Financial Supervisory Agency), Německo (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), Rakousko (Finanzmarktaufsicht), Švédsko (Finansinspektionen), Maďarsko (Hungarian Financial Supervisory Authority) nebo Dánsko (Finanstilsynet).

² Tento model je např. používán v USA, ve Francii, ve Švýcarsku nebo v Turecku.

Definičním znakem modelu finančního dohledu v rámci centrální banky³ je integrace měnové politiky a dohledové činnosti. V tomto modelu je dohled nad bankovním trhem, kapitálovým trhem a pojistným trhem plně integrován do centrální banky. Tento model je charakteristický tím, že existuje velmi úzké personální a informační propojení mezi výkonem měnové politiky a dohledové činnosti. V čele centrální banky zpravidla stojí kolektivní orgán, mající zodpovědnost jak za oblast měnové politiky, tak i za dohledovou činnost. Financování dohledu je zpravidla zajištěno rozpočtem centrální banky. Mezi základní výhody tohoto modelu uspořádání patří zejména samostatné a na státním rozpočtu nezávislé financování, využití infrastruktury centrální banky nejen v oblasti měnové politiky, ale také i v oblasti dohledu nad finančním trhem, zvýšení konkurenceschopnosti dohledu jako zaměstnavatele, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu při výkonu dohledové činnosti, efektivní informační toky mezi bankovním dohledem a měnovou částí centrální banky a eliminace rizika komunikačního šumu a informační nepružnosti zejména v období výskytu zvýšené finanční nestability. Mezi hlavní nevýhody tohoto modelu patří riziko konfliktu zájmů priorit mezi měnovou politikou a dohledovou činností centrální banky (např. Goodhart /2000/), rozptylování kapacit managementu centrální banky, což způsobuje riziko poklesu jeho výkonnosti (zejména v období výskytu finanční nejistoty), centrální banka bývá aktivním účastníkem na dluhopisových trzích, které však současně dohlíží, riziko uchování dobrého jména centrální banky a úsilí o zachování důvěryhodnosti měnové autority omezuje aktivitu v dohledové činnosti, značná koncentrace moci mimo přímý dosah vlády/parlamentu, omezená odpovědnost a kontrola včetně nízké úrovně informační povinnosti vůči veřejnosti, konflikt mezi nezávislostí centrální banky a exekutivními kompetencemi v oblasti finančního dohledu (např. vydávání správních rozhodnutí) a nebezpečí vzniku morálního hazardu.

Modifikovanou variantou začlenění dohledu do centrální banky, odstraňující některé výrazné nedostatky úzkého propojení měnové politiky a dohledové činnosti, je specifické postavení dohledu v rámci centrální banky. Rozhodovací pravomoc v oblasti dohledu má management dohledové divize (útvary). Oblasti měnové politiky a dohledové činnosti jsou výrazně separovány. Činnost dohledu je financována z rozpočtu centrální banky, přičemž přichází v úvahu i spolufinancování finančními institucemi, které podléhají dohledu. Mezi výhody tohoto modelu patří využití infrastruktury centrální banky, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu, přiměřená komunikace mezi oběma částmi centrální banky (měnová politika a dohled), vysoký stupeň kvality rozhodovacího procesu, operační nezávislost managementu dohledu zajišťuje jeho nezávislé rozhodování

³ Tento model se používá na Slovensku, v České republice, v Singapuru a na některých off-shore centrech (např. Bahrajn, Bermuda, Makau, Nizozemské Antily).

v případě řešení krizí (např. v období finanční krize, kdy je značně ohrožena likvidita finančních institucí), samostatné financování umožňuje flexibilní přístup k odměňování specialistů dohledu, částečná kompenzace očekávané ztráty rozhodovacích pravomocí v oblasti měnové politiky po vstupu do měnového integračního seskupení, kompenzace případného přechodu dohledové činnosti a zajišťování stability finančního systému na komunitární úrovni v rámci integračního seskupení. Mezi nevýhody tohoto modelu patří riziko kompetenčních sporů v situaci nejednoznačného vymezení kompetencí, složitá organizační struktura, obtížná realizace veřejné kontroly dohledu, nečitelná vazba občan-úřad v případě jmenování managementu divize dohledu kolektivním orgánem centrální banky, v případě jmenování managementu dohledové divize ústavní institucí či ústavním činitelem vedle sebe pak koexistují konkurenční a rovnocenné orgány, nadměrná koncentrace exekutivních pravomocí v nezávislé instituci, což je však nezbytné pro výkon měnové politiky, snaha centrální banky uchovat si důvěru tržních účastníků komplikuje a omezuje ochotu nekompromisně využívat dohledové pravomoci, integrovaný dohled v centrální bance může opět u finančních spotřebitelů vyvolávat domněnku, že veškerý finanční majetek svěřený finančním institucím podléhá stejnému režimu ochrany jako pojištěná bankovní depozita.

Funkcionální model finančního dohledu myšlenkově vychází z obecných mikroekonomických důvodů, které ospravedlňují vměšování státu do tržního mechanismu. Jedná se o šíření záporných externalit a z toho vyplývající nestability finančního systému, výskyt informační asymetrie, nepoctivé obchodní praktiky a nedokonalá konkurence (podrobněji Dewatripont a Tirole /1994/). Primárně nejsou předmětem dohledu finanční instituce, ale jednotlivé funkcionální prvky dohledu, napravující pravidelné či jednorázové selhávání trhu. V některých státech funkcionální model uspořádání je realizován ve zjednodušené verzi. V tomto případě je pouze založen na 2pilířovém systému, kdy první pilíř (obvykle centrální banka) je zodpovědný za dodržování pravidel obezřetného podnikání finančních institucí, dohlíží na platební systém a monitoruje stabilitu finančního systému. Druhý pilíř (instituce na ochranu finančních spotřebitelů a maloobchodních investorů) je zodpovědný za potírání výskytu finanční kriminality a za ochranu spotřebitele včetně zneužívání trhu, osvětu a finančně-investiční vzdělávání. Mezi základní výhody tohoto institucionálního uspořádání patří efektivní dohled finančních supermarketů za současně nízkých nákladů na straně tržních účastníků, vyšší specializace institucí dohledu s pozitivním vlivem na dosaženou úroveň dohledové činnosti, omezení rizika nerovnoměrného důrazu mezi ochranou spotřebitele a zajištěním stability finančního systému, nevznikají doprovodné problémy a náklady při integraci dohledových institucí. Mezi nevýhody tohoto modelu zejména patří riziko překrývání kompetencí a činností dohledových institucí, vyšší náklady oproti jednoduchému modelu dohledu, koordinační náklady a

zabezpečení funkčních informačních toků včetně koordinace postupu vůči tržním subjektům, postupný přechod regulace a obezřetnostního dohledu do kompetence zahraničních institucí (budoucí význam dohledu v centrálních bankách menších států v případě funkcionálního uspořádání bude pravděpodobně minimální), spíše teoretický model uspořádání s relativně málo zkušenostmi, což velmi komplikuje seriózní hodnocení tohoto modelu institucionálního uspořádání finančního dohledu.

Zkušenosti z vyspělých států v období před – a během globální finanční krize však jasně ukazují, že ani optimální organizační začlenění finančního dohledu automaticky nezajišťuje efektivní fungování dohledového systému. Efektivní dohled totiž předpokládá nejen nezávislé a transparentní instituce, vybavené kvalitními zaměstnanci a vynucovacími pravomocemi, ale i chytrý, citlivý, účinný, a především dynamický regulatorně-dohledový mechanismus, přispívající k rozvoji finančních trhů při současném snižování transakčních a finančních nákladů tržních účastníků.

4. Překvapivé české řešení integrace dohledu

Po několika kolech neveřejných diskusí mezi odborníky dohledových úřadů neočekávaně ministerstvo financí v červnu roku 2003 oznámilo, že v České republice bude od roku 2005 vytvořen jednotný model finančního dohledu, a to tak, že vznikne zcela nový nezávislý jednotný úřad finančního dohledu, na který přejde výkon bankovního dohledu z působnosti centrální banky, dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním z Ministerstva financí ČR, přičemž Komise pro cenné papíry a Úřad dozoru nad družstevními záložnami budou úplně zrušeny a jejich pravomocce převezme nově vytvořený úřad. Vedení Ministerstva financí ČR se tedy rozhodlo bez podrobnějších analýz a konzultací s odborníky k rychlému přechodu od odvětvového modelu k modelu jednotného finančního dohledu. Proti návrhu vedení Ministerstva financí zejména velmi tvrdě vystoupilo vedení České národní banky a podařilo se mu přesvědčit vládu na základě odborných argumentů, aby nebyl nový úřad vytvořen ihned a aby byla zvolena postupná strategie integrace dohledových úřadů. Vláda České republiky v roce 2004 pak rozhodla, že v průběhu roku 2005 (první etapa integrace) dojde pouze k dílčí integraci 4 dohledových úřadů do 2 úřadů, a to Úřadu dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištěním do Komise pro cenné papíry (přejmenované na Komisi pro finanční trh při pokračování původního vrcholového managementu) a Úřadu dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky. V další fázi dohledové reformy (specifikované jedním rokem před zavedením eura v České republice) pak mělo dojít k druhé etapě integrace, jejíž podoba však nebyla detailně rozpracována. Na základě vládního usnesení z roku 2004 započaly rozsáhlé legislativní, organizační a technické aktivity, spojené

s první etapou integrace dohledových úřadů. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky schválila na jaře roku 2005 v prvním čtení balík finančních zákonů, umožňující převzetí pravomocí v oblasti dohledu pojišťovnictví a penzijního připojištění Komisí pro cenné papíry (a její přetvoření na Komisi pro finanční trh) a dohledu nad družstevními záložnami Českou národní bankou. Vedení Komise pro cenné papíry věnovalo po dobu více než jednoho roku převážnou většinu svých kapacit na přípravu vzniku Komise pro finanční trh, avšak dne 19. července 2005 vedení Ministerstva financí ČR na tiskové konferenci překvapivě oznámilo, že nebude realizován vládou již schválený scénář integrace dohledových úřadů, ale okamžitě se uskuteční druhá etapa integrace, a to tak, že dojde od dubna 2006 k přesunu veškerých dohledových pravomocí do centrální banky.

Zdá se, že velmi překvapivá a zcela neočekávaná změna v dlouhodobém postoji vedení Ministerstva financí ČR k integraci dohledových institucí nebyla podložena novými podrobnými analýzami odborného charakteru. Nelze proto vyloučit, že tvůrci dramatického legislativního a institucionálního obratu mimo jiné začali být pod velmi silným tlakem některých významných tržních účastníků a dalších zájmových skupin, obávajících se výrazného posílení pravomocí bývalé Komise pro cenné papíry, která byla známá velmi nezávislým, nekompromisním a tvrdým postupem při trestání nepoctivých praktik a neplnění různých regulačních pravidel a dalších podmínek. Během několika týdnů byl připraven poslanecký komplexní pozměňovací návrh v rozsahu cca 200 stran do druhého čtení již projednávaného balíku integračních finančních zákonů v Poslanecké sněmovně Parlamentu, který byl následně schválen, a to i přes odborný nesouhlas některých legislativních odborníků a nemalého počtu senátorů s takovýmto postupem, poněvadž podle těchto kritiků nebyly dodrženy standardní legislativní procedury. Komise pro cenné papíry byla ke konci března 2006 zrušena, členům prezidia byl předčasně ukončen mandát k výkonu funkce bez finančního odškodnění a veškeré pravomoce finančního dohledu (včetně dozoru pojišťovacího, dozoru v oblasti penzijního připojištění i dozoru nad družstevními záložnami) převzala centrální banka. V České republice tedy od dubna 2006 existuje model finančního dohledu v rámci centrální banky, který není příliš obvyklý na vyspělých finančních trzích.

5. Nepřiměřená míra regulace a dohledu kapitálového trhu

Na počátku devadesátých let minulého století byla regulace a dohled vznikajícího českého kapitálového trhu velmi laxní a nestandardní. Nejprve prozatímní sekundární trh byl v regulačně-dohledové gesci centrální banky, později tuto pravomoc získalo Federální ministerstvo financí (FMF), které však aplikovalo zcela zastaralý německo-rakouský byrokratický přístup státního dozoru nad kapitálovým trhem. Tento přístup snad mohl být částečně oprávněný při regulaci a

dohledu vládních dluhopisových trhů, avšak byl zcela nevhodný a neefektivní pro rychle se rozvíjející a rozsáhlý akciový trh, který vznikl díky kuponové privatizaci. Tato metoda privatizace měla nejen některé nesporné výhody (zejména rychlost odstátnění), ale byla také spojena s výskytem finanční kriminality. FMF (později MFČR) prakticky bez dostatečného prověření žadatelů o výkon různých investičních služeb automaticky udělovalo licence a téměř neprovádělo ani vlastní dozorovou činnost ve formě dohledu na dálku a dohledu na místě benevolentně licencovaných tržních subjektů. Již v polovině devadesátých let Musílek (1994, s. 31) uváděl, že „...Naopak významnější roli státu bychom očekávali v oblasti nelegálních obchodů (insider obchody, praní špinavých peněz, manipulace akciových kursů, konflikt zájmů a klamavá reklama), kde regulatorní instituce v České republice vystupují velmi váhavě a pasivně ...“. Od dubna 1998 přešla pravomoc dohledu z MFČR na nově vzniklou Komisi pro cenné papíry (KCP). Nedostatečná ochrana minoritních akcionářů, vlna skandálů během „třetí vlny“ kuponové privatizace, finanční kriminalita a také díky enormní snaze Burzy cenných papírů Praha (a zejména Tomáše Ježka) vznikl personálně a operačně nezávislý dohledový úřad pro kapitálový trh, který byl však i nadále finančně závislý na státním rozpočtu. Jsme přesvědčeni, že Komise pro cenné papíry (vybavená poměrně rozsáhlými pravomocemi) měla však začít fungovat ještě před vlastním spuštěním první vlny kuponové privatizace. KCP svojí činností alespoň částečně přispěla ke kultivaci českého investičního prostředí. KCP (především v obdobích, kdy KCP byla řízena Františkem Jakubem, Milanem Šimáčkem nebo Pavlem Hollmannem) výrazně zpřísnila výkon dohledu nad obchodníky s cennými papíry, institucemi kolektivního investování, emitenty a burzou, prosadila a realizovala povinné otevření privatizačních fondů, uskutečnila přelicencování obchodníků s cennými papíry a investičních společností nebo prosadila do legislativy principy corporate governance veřejně obchodovaných akciových společností a zahájila boj proti finanční kriminalitě, která z období „třetí vlny“ kuponové privatizace zůstala částečně pravomocně nepotrestána, resp. byla dokonce nepochopitelně amnestována.

V novém tisíciletí začalo v České republice docházet nejen k mechanickému přebírání jednotné unijní dohledové politiky, ale také ve zcela jiné investiční situaci (oproti období „třetí vlny“ kuponové privatizace) došlo k dramatickému a plošnému zpříšňování míry regulace a dohledu celého sektoru kapitálového trhu. Navíc v post-lehmanovském období (kdy globálně došlo k výraznému zvýšení míry kontrolních mechanismů) byla v ČR často transpozice nových evropských kapitálových a kontrolních norem ještě výrazně nad rámcem unijních požadavků. Díky tomu (stále ještě nedostatečně a málo rozvinutý český emisní a sekundární trh cenných papírů) se stal trhem s nejvyšší regulatorní zátěží v porovnání s jinými evropskými investičními trhy. Postupně došlo k odlivu zahraničních institucionálních investorů a investičních domů z českých kapitálových trhů,

přičemž regulatorně-dohledové autority bohužel nedokázaly včas identifikovat nepřiměřenou a nákladnou regulaci českého trhu ve výrazně změněných post-lehmanovských podmínkách, přičemž byla zejména opomíjena péče o rozvoj kapitálového trhu.

Později musela Česká národní banka dokonce předat část svých dohledových pravomocí celoevropským dohledovým úřadům, poněvadž od roku 2011 je i český dohledový systém součástí Evropského systému finančního dohledu (European System of Financial Supervision – ESFS), který má charakter integrované sítě národních dohledových institucí a orgánů Unie, přičemž jeho hlavním cílem je jednotné uplatňování regulatorních pravidel. Současná kapitálová dohledová politika EU (v praxi realizovaná prostřednictvím celoevropského úřadu ESMA) je přirozeně koncipována jednotným přístupem, a to zejména na základě požadavků nejvyspělejších evropských kapitálových trhů. Fungování nových celoevropských dohledových úřadů není neutrální k postavení národních dohledových úřadů, přičemž plíživě dochází k významnému přesunu některých regulatorně-dohledových pravomocí z národních dohledových úřadů na celoevropské instituce, což pak neumožňuje vytvářet specifické podmínky a stimuly pro rozvoj nedostatečně rozvinutých segmentů jako je např. český primární a sekundární trh cenných papírů, který byl dlouhodobě nepříznivě ovlivněn negativními dopady kuponové privatizace, silného postavení univerzálního bankovníctví, nereformovaného důchodového systému a nepřiměřeně aplikovaných regulatorních a dohledových přístupů v odlišných fázích vývoje domácího a zahraničního investičního prostředí. Míra regulace a dohledu českého finančního trhu byla časována v posledních třech dekadách poněkud nešťastně.

6. Závěr

Institucionální uspořádání dohledu finančních trhů se výrazně odlišuje v jednotlivých státech, i když v posledních letech převládá trend integrace a konsolidace dohledových autorit, a to jak v národním, tak i v nadnárodním měřítku. Konkrétní uspořádání dohledových mechanismů by mělo především vycházet z konkrétních ekonomických a finančních podmínek. Bohužel významné institucionální změny jsou často nejen v České republice uskutečňovány z politických, tržních nebo osobních zájmů, aniž by politickým rozhodnutím předcházela důkladná institucionální analýza a kvalifikovaná odborná diskuse.

Literatura

Goodhart, C. A. E. (2000). *The organisational structure of banking supervision*. Financial Stability Institute. <https://ideas.repec.org/p/fmg/fmgsp/sp127.html>

Ježek, T. (2009). Vznik Komise pro cenné papíry. In *20 let českých finančních a bankovních reforem v České republice* (s. 77). Vysoká škola ekonomická v Praze a Česká národní banka.

Musílek, P. (1994). *Finanční trhy: Instrumenty, instituce a management*. Vysoká škola ekonomická v Praze.

Musílek, P. (2006). Komparace modelů finanční regulace a dozoru: Výhody a nevýhody. *Český finanční a účetní časopis*, 2006(4), 8–22. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.191>

20 years of the abolition of the Securities and Exchange Commission

Petr Musílek

Abstract:

The paper discusses economic, non-economic and other factors of changes in the supervisory structure of the financial market in the territory of the present-day Czech Republic. The introductory part of the paper discusses the development of regulation and supervision of the Czech financial market. The next part explains the variants of the institutional structure of supervision, including their advantages and disadvantages. The surprising Czech solution to the integration of supervision is also discussed. The final part of the paper discusses the impacts of an inappropriate level of regulation and supervision on the Czech capital market.

Keywords:

Securities and Exchange Commission, Czech National Bank, Financial Market Commission, supervision integration

JEL classification: G20