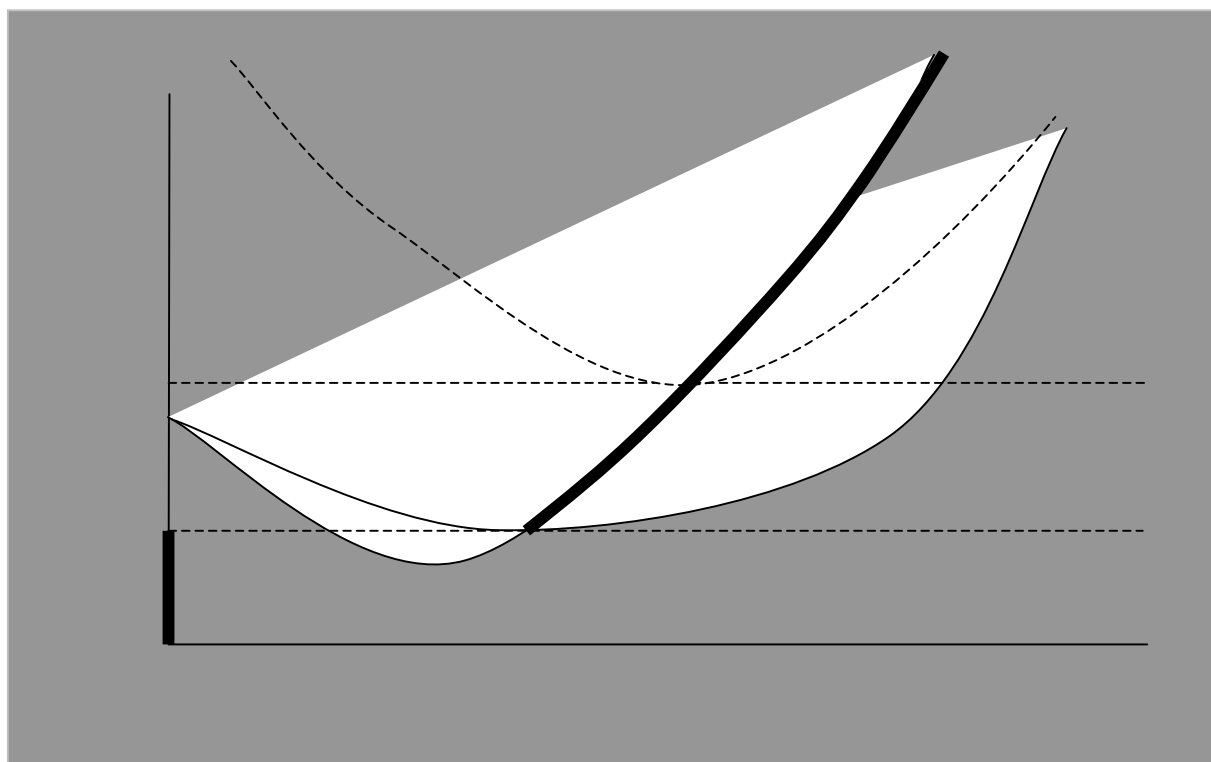
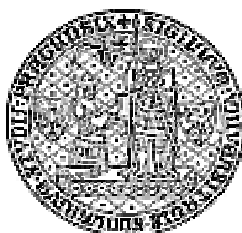


Working paper *UK FSV - IES*

No. 59

Jiří Havel: Dilemata českého dozoru finančních trhů



2004

Regulation and supervision of financial markets are frequent topics of economic theory and practise. Structure and responsibilities of supervising institutions are still among open problems of the economic policy of the Czech Republic. Currently four institutions share the supervision of Czech financial markets. These institutions differ by their legal statuses, rights and procedures. Some institutions have an internal conflict of their targets. A programme of two step integration was adopted in the Czech Republic. This minimises institutional risks and followed doubtless integration trends in developed countries. This solution also gives some space for another changes after an expected EMU membership.

Key words

institutions, financial markets, supervision, regulation, finance and law

1. Úloha dozoru finančních trhů

Supervize finančních trhů se stala standardní součástí moderního tržního hospodářství. Samozřejmě, úloha supervize bývá často zpochybňována. Vzpomínám si, že třeba Milton Friedman při své návštěvě Prahy v roce 1997 na dotaz o potřebnosti SEC (tehdy Praha loptně připravovala svou vlastní Komisi) mluvil v sarkasmech. Poznamenal cosi v tom smyslu, že úloha podobných institucí je velice pochybná, protože na jedné straně komplikují podnikatelům práci a zvyšují jejich náklady, zatímco na druhé straně investory před nebezpečím stejně neochrání. Finanční skandály, které poznamenaly vyspělé trhy na počátku tohoto století (Enron, Ahold, Parmalat apod.) takovou liberální argumentaci určitě alespoň částečně podpořily. Na druhé straně si musíme připomenout, že jiní ekonomové a mezi nimi i budoucí nositel Nobelovy ceny J. Stiglitz v Praze ve stejné době zase po implementaci tvrdšího dozoru a silné nezávislé dozorové instituci hlasitě volali a připomínali to Václavu Klausovi na sklonku jeho premiérské dráhy jako nesplněnou povinnost.¹ Přes skutečnost, že tehdejší diskuse o dozoru byla též významnou součástí dobových politických tanečků, musíme konstatovat, že světová investorská veřejnost vytvoření české Komise pro cenné papíry chápala jako významný pozitivní signál.

Kolem úlohy dozoru (dohledu) finančních trhů je dodnes řada nedorozumění.² Ekonomové, právníci, žurnalisté i široká veřejnost požadují po finančním dozoru často to, co dozor poskytovat nemůže, a naopak nevnímají dostatečně to, co dozor poskytovat má. Investoři volají po jistotách a garancích. Po každé finanční katastrofě se vyrobí úvahy o selhání státních institucí. Tyto úvahy jsou někdy i následovány žalobami na stát, který zanedbal výkon dozoru. Může tedy za finanční selhání stát? Má stát povinnost v takových případech ztráty investorům uhradit?

Tržní ekonomika se řídí nekompromisními pravidly. Konečným výsledkem jsou nakonec ztráta nebo zisk, rozvoj nebo zánik podnikání. Podnikání je vždy objektivně spojeno

¹ O intenzitě kritik svědčí i následná výměna názorů na stránkách časopisu Ekonom mezi V. Klausem a H. Goldenem. Klaus ale i dnes v obecné poloze polemizuje s představami ideálního řazení reformních kroků (srov. Klaus 2004).

² Terminologicky připomínám, že regulací se rozumí tvorba pravidel pro příslušný trh a dozorem potom činnost, která kontroluje dodržování regulatorního rámce. Termín regulace se užívá v dvojitým smyslu. Jednak jde o regulaci jako celek nebo v užším smyslu ta část regulace, kterou vykonává v rámci zákonného zmocnění specializovaný orgán. Jestliže primární regulací se rozumí zákony a jejich tvorba, sekundární regulací pak vydávání podzákonných norem. Pojmem regulace se často míní jen regulace sekundární, pojmem regulátor pak ten, kdo vydává podzákonné normy.

s rizikem. Stát musí stanovit určitá pravidla v rámci ekonomické sféry, musí dbát na jejich dodržování a penalizovat prohřešky. Z této úlohy státu ovšem nevyplývá, že pravidla budou úplná, a že tato pravidla nebude možno porušit. Úplná pravidla může poskytovat jen abstraktní svět, realita bude mít vždy pravidla více nebo méně neúplná. Neúplnost je dána tím, že normy reagují na rychle se vyvíjející realitu se zpožděním daným identifikací a poznáním charakteru nového jevu a dále pak díky standardní délce legislativního procesu. Obecně platí i to, že některé jevy normy ignorují vzhledem k jejich nízké frekvenci nebo nebezpečnosti, přičemž ale v čase se mohou také tyto charakteristiky měnit.

Možnost porušení pravidel je nepochybně velmi kyselé konstatování, se kterým se ekonomové i občané jen velice těžko smiřují. Přitom s analogickým působením institucí v jiných oblastech nejsou v obecném chápání problémy. Tedy z faktu existence trestního práva nevyplývá, že se ve společnosti nebude nadále vyskytovat trestný čin vraždy. Nevyplývá z toho ani, že každá vražda bude potrestána. Plyne z toho pouze skutečnost, že stát bude vraždy s určitou péčí vyšetřovat a v objasněných případech potrestá viníky. Podobně z existence dopravních předpisů neplyne to, že řidiči nikdy nebudou jezdit na červenou nebo překračovat maximální povolenou rychlost. Oběti dopravních nehod pak také nežalují stát za to, že nezabezpečil dodržování norem. Je zřejmé, že odpovědnost primárně nese ten, kdo normu porušil. Při finanční katastrofě se naopak od státu kompenzace zpravidla žádá. Protože však finanční katastrofa postihuje mnoho voličů, politika často kompenzaci přiznává, ačkoli pro ni jinak není právní důvod.

Z uvedené argumentace je zřejmé, že sebelepší regulace a dozor nemohou poskytovat plnou garanci bezpečnosti investic na finančním trhu. Sebelepší dozorová instituce prostě nemůže odstranit ani investorské riziko (to je principiálně nemožné) ale ani kriminalitu na trhu. K čemu tedy dozorové instituce jsou? Má potom pravdu Friedman nebo jiní liberálové v tezi o zbytečnosti dozorové byrokracie? V určitém smyslu možná ano, protože budováním dozorových institucí přesvědčují politikové své voliče také o tom, že se starají o jejich blaho, v daném případě o bezpečné uložení jejich peněz. Tedy jakkoli je zřejmé, že absolutního cíle v této oblasti (tj. plné bezpečnosti investic a zejména ochrany před kriminalitou) nemůže být dosaženo, obvinění politických odpůrců z toho, že toho nebyli schopni dosáhnout, je nesporně pohodlné a ve veřejném mínění určitě účinné. Hesla o zavádění pořádku jsou naopak jistě populární.

Na druhé straně existují extrémně silné argumenty pro dozor i regulaci. Jednak jde o objem prostředků a jejich význam pro ekonomiku a nejširší vrstvy občanů. Také rychlost pohybu peněz, globální charakter trhů, sofistikovanost a překotný vývoj nových produktů si vyžadují specializované instituce. Tyto instituce musí být schopny zasahovat s dostatečnou dynamikou a na příslušné odborné úrovni, což nespĺňují obecněji koncipované orgány jako třeba soudy. Dozorové orgány pak kontrolují především plnění podmínek pro vstup do odvětví, setrvání v něm a případný výstup, ať už jde o podnikatelské subjekty, fyzické osoby či produkty. V rámci této činnosti je důležitá ochrana investora a v rámci ní sledování toho, zdali subjekty poskytují o své činnosti spravedlivě relevantní informace všem a zdali nemůže někdo využít neoprávněných výhod. Je zřejmé, že pokud mají na trh přístup subjekty nespĺňující určité požadavky a pokud není stanoveno, jak musí standardní produkty vypadat, prostor pro „využití“ takových mezer enormně roste. To je ostatně i česká zkušenost z transformačního období.³ Nemá smysl, abychom se pokoušeli o vyčerpávající výčet argumentů pro to, abychom odůvodnili existenci dozoru. Spokojme se dále tedy

³ Nechci se zde pouštět do sporů na téma počátků českých finančních trhů a dědictví kupónové privatizace. Odkazují v tomto smyslu na bohatou literaturu, např. Kouba (2004), Mlčoch (1997), Myant (2003) Loužek, Mládek, Tríska (Loužek ed. 2002 atd.)

s konstatováním, kterým jsme začali, dozor v moderní ekonomice má své místo a jeho význam do budoucna patrně dále poroste.

2. Obecné problémy uspořádání dozoru

Dělba moci mezi moc zákonodárnou, výkonnou a soudní patří k základním součástem uspořádání demokratického státu. Některé instituce se ovšem tomuto klasickému rozdělení více nebo méně vymykají. Tak například v rozdělení moci podle stávající české ústavy jsou jako zvláštní instituce jmenovány Česká národní banka a Nejvyšší kontrolní úřad. Někteří experti v oblasti ústavního práva položertem mluví o moci bankovní a kontrolní. Tento název ovšem dobře vystihuje podstatu problému.

Pro instituce dozoru a regulace se velmi často požaduje nezávislé postavení, přičemž zřetelnou inspirací je postavení soudů. Vcelku dobré zkušenosti s nezávislostí centrálních bank jsou potom dalším zdrojem příkladů. Srovnávání pozice soudů s dozory ale není zcela korektní. Soudy fungují uvnitř složitého systému, který umí korigovat chyby. Chybné nebo snad zmanipulované rozhodnutí první soudní instance má jen velmi malou šanci obstát ve druhé instanci, projít dovoláním a případnou ústavní stížností. Jestliže jsou soudy autokorekčním systémem s množstvím vzájemně se korigujících prvků, pak dozor bude vždy narážet na problém jedinečnosti, kdy řadu činností bude vykonávat jedinec nebo jediný kolektivní orgán. Soudní systém ostatně vykazuje nejvíce nedostatků tam, kde se příliš mnoho pravomocí v rukou jedné osoby, připomeňme si třeba populární diskusi o bankrotové mafii, ve které zřetelně vystupovali i soudci. Dozor bude též vždy institucí úzce specializovanou, zatímco soudce má širší specializaci. Zatímco v soudním systému není zaručeno, že ten či onen soudce bude řešit určitou kauzu, v dozoru lze konkrétního úředníka jen velice těžko obejít. Dozor má ve srovnáních zřejmě spíše blíže k centrální bance. Zde se nepochybně ekonomická teorie shoduje v hodnocení prospěšnosti nezávislého postavení emisní banky. Jenže centrální banka je zvláštní institucí.

Položíme-li otázku, proč je požadována nezávislost dozoru, jsou důvody nasnadě. Nezávislost je zde proto, aby výkonná moc resp. politika nezasahovala (nebo zasahovala co nejméně) do této činnosti. Samozřejmě dozor, ať už je umístěn kdekoli, se musí řídit stejnými věcnými ustanoveními zákonů, ovšem jejich výklad či menší nebo větší horlivost při jejich uplatňování a výkladu jsou často zdrojem zásadních důsledků. Pokud je v čele instituce politik, panují o neovlivnitelnosti rozhodování určité pochyby. Politici se také odnětí dozoru ze svých přímých pravomocí příliš nebrání. Z příkladu centrální banky je jim zřejmá výhodnost takového uspořádání: Nepopulární kroky nebo důsledky lidského nebo systémového selhání jsou vymístěny mimo rámec přímé odpovědnosti politiků. A politika naopak může pohodlně kritizovat chyby nezávislého aparátu.

Vedle nezávislosti dozorové instituce se ale často ztrácí druhý prvek, tj. odpovědnost za činnost a za náklady této činnosti. Zatímco politik je za své výkony odpovědný minimálně při příštích volbách, mechanismus odpovědnosti nezávislých institucí je mnohem složitější. Nesporné je ale jediné: za chyby nezávislých dozorových institucí v případě vzniku finanční škody platí státní rozpočet. Jedinou zárukou pro činnost takových institucí je často jen samotný výběr lidí, kteří činnost provádějí. Stanovení odpovědnosti dozorových institucí je proto největší slabinou koncepcí nezávislosti.⁴

V čem se spatřují hlavní prvky nezávislosti dozorových institucí? Obvykle jde o způsob jmenování jejich vrcholných představitelů, délku jejich funkčního období, jejich odvolatelnost, určení financování institucí včetně mzdových poměrů (srov. např. Revenda

⁴ Zde je znovu vidět odlišnost od soudů, soudy určité vnitřní mechanismy odpovědnosti soudců mají. Můžeme diskutovat, zdali tyto mechanismy jsou dostatečně účinné.

1999 nebo Pavlát, Kubiček 2004). Asi nejméně sporů bude o odvolatelnost představitelů instituce. Má-li být instituce opravdu nezávislá, nemohou být její představitelé odvolatelní jen na základě libovůle jiné autority, která může mít ve věci zájem. Odvolání musí být upraveno jen pro mimořádné a objektivně prokazatelné situace, což je např. zdravotní neschopnost nebo odsouzení pro úmyslný trestný čin.

Způsob jmenování představitelů dozorových institucí je vždy terčem spekulací. Je otázkou, zdali má být jmenování představitele svěřeno kolektivnímu orgánu či jednotlivci. Lze si představit, že jmenování představitelů dozoru bude svěřeno vládě, komoře parlamentu, prezidentovi, ministrovi financí či bude zvolena nějaká kombinace. Svěření kolektivnímu orgánu znamená téměř vždy politizaci rozhodnutí. Kontrasignace rozhodnutí jedné instituce druhou se zdá být řešením, které řeší nevýhody některých jedinečných pravomocí, nicméně v praxi může dojít až k zablokování nominace. Optimální model neexistuje, já bych se ale vždy přimlouval za jmenování individuální osobou, případně jejich kombinaci. Tedy z institucí, které jmenují, bych vyloučil parlament a vládu, naopak bych se přimlouval za řešení, kdy by rozhodovali jednotlivci, tedy šlo o návrh např. ministra financí případně kontrasignovaný předsedou vlády, prezidentem, předsedou některé parlamentní komory apod. Takový systém bych pokládal za pružnější.⁵

Nutnost určité odpovědnosti, kterou vzhledem k jedinečnosti dozorového orgánu nelze stanovit vnitřními mechanismy, vede k tomu, že u dozorových institucí nelze užívat doživotní jmenování. Často je ovšem v praxi užíváno i omezení opakování funkčních období, tedy táž osoba nemůže vykonávat funkci zpravidla více než dvě funkční období. Toto opatření má za účel naopak podpořit alespoň omezenou personální rotaci. Takže v prvním funkčním období je motivační a zároveň manipulační prvek v možnosti opětovné volby, v druhém období tato „stimulace“ odpadá. K prvkům nezávislosti se počítá i délka funkčního období, které by mělo být delší než základní volební perioda.

Spory jsou o nezávislé financování. Optimem se zdá být situace, kdy by dozor byl financován z vlastních příjmů instituce nezávislých na politických orgánech. Toto uspořádání má dvě podstatné vady. První spočívá v tom, že jestliže se na jedné straně nezávislými příjmy posiluje nezávislost instituce, platíme za to však na straně druhé nekontrolovatelností veřejných výdajů. Z dozorových subjektů však jen centrální banka může mít dostatečné příjmy ze své hlavní činnosti. U centrální banky není problémem financovat svou vedlejší činnost z činnosti hlavní. U všech ostatních subjektů se nedá očekávat plná příjmová nezávislost. Jejich aktivita může být hrazena buď ze státního rozpočtu nebo z příspěvků účastníků trhu.

Financování ze státního rozpočtu je pokládáno za znak zprostředkované závislosti na politickém prostředí. Je-li dozorový orgán financován z rozpočtu, znamená to, že každý rok musí pokorně požádat, tj. odůvodnit své finanční potřeby, a ty jsou jim posléze přiděleny (s větším nebo menším krácením). Vzhledem ke skutečnosti, že rozpočet připravuje ministerstvo financí, vláda schvaluje k předložení parlamentu, v parlamentu předjednává rozpočtový výbor (nebo podobná specializovaná instituce) a konečně ho schvaluje příslušná parlamentní komora, existuje nepochybně řada míst, které mohou neposlušný orgán „penalizovat“ či si klást určité podmínky výměnou za poskytnutí prostředků. Na druhé straně vliv politiky v této

⁵ Tam, kde rozhoduje nebo spolurozhoduje kolektivní orgán, nemá novodobá ČR příliš kladných zkušeností. Připomeňme si dlouhodobě neobsazenou pozici předsedy NKÚ (volí PS), složitou volbu prezidia FNM (volí PS), zdouhavé doplňování ústavního soudu (návrh prezidenta kontrasignuje senát). Dlouhodobě neobsazené byly i pozice v prezidiu KCP (jmenuje prezident na návrh vlády). Naopak s obsazením bankovní rady nikdy časové obtíže nevznikly.

realitě lze těžko mechanicky přeceňovat. Svůj vliv v této oblasti má jistě veřejné mínění, které zabraňuje otevřenému nátlaku.

Metoda financování z příspěvků účastníků trhu se zdá být na první pohled vhodnější. Ovšem stanovení výše příspěvků lze těžko nechat pouze na libovůli dozorového orgánu, tedy opět musí být alespoň obecně stanoveno nějakým politickým orgánem. Vzhledem k tomu, že příspěvek je svého druhu daň, pak by měl být stanoven opět parlamentem. Pak je ale mechanismus schvalování téměř stejný jako při financování ze státního rozpočtu, výhodou je jen menší frekvence projednávání příjmů a výdajů dozoru.⁶ Pokud bychom pojali příspěvek jako kompenzaci za činnost, kterou dozor vykonává, pak by stále ještě nevypadával z určité cenové regulace, tedy z kompetence ministerstva financí, popř. z kompetence antimonopolních autorit. Konstrukci si lze představit různě, patrně ale na základě zákonného zmocnění by strukturu a výši příspěvků stanovovalo ministerstvo financí. V nejdůležitějším modelu by si potom dozorový orgán stanovoval výši příspěvku sám s možností intervence ministerstva financí nebo antimonopolní autority v odůvodněných případech.

Konstrukce příspěvků účastníků trhů by si vyžádala samostatnou práci. Jisté je, že příjmem dozorových institucí nemohou být uložené pokuty, protože to by představovalo významný morální konflikt.⁷ V případě bank by vodítkem pro poplatky mohla být minimální kapitálová přiměřenost (v absolutní cifře). I obchodníci s cennými papíry mají stanovenou kapitálovou přiměřenost, a opět z minimální kapitálové přiměřenosti by asi bylo nejjednodušší odvozovat případné příspěvky. V kapitálové přiměřenosti se totiž projevuje určitým způsobem i riziko příslušných produktů. V hledání alternativ lze u bank a obchodníků z cennými papíry najít např. pravidla pro odvádění prostředků do garančních fondů. U investičních fondů (společností) a penzijních fondů by příspěvky měly být odvozeny z celkového objemu spravovaného majetku. U pojišťoven by asi takovým vodítkem mohla být výše technických rezerv. Vedle stálých příspěvků by měly být stanoveny též poplatky za jednotlivé úkony dozoru, protože stanovení takových poplatků alespoň částečně omezuje zneužívání služeb a alespoň částečně kryje jejich náklady. Vzorem v této oblasti by mohly být třeba poplatky soudní. Při zvažování stanovení poplatků a příspěvků na činnost dohledu (dozoru) je nutno zvážit celkové podmínky daného trhu, zdali by např. takové další náklady neomezily jeho konkurenceschopnost, nebo zda při jinak vysoké úrovni zdanění jsou vůbec morálně odůvodnitelné. Pokud mají např. banky stanoveny minimální povinné rezervy, které centrální banka neúročí nebo úročí výrazně méně ve srovnání se sazbami s porovnatelným rizikem, lze jen těžko požadovat další příspěvek na výkon dohledu.

Vedle celkového financování dozorových orgánů je podstatnou otázkou reálné nezávislosti zejména model odměňování zaměstnanců dozoru. Je zřejmé, že vzhledem k všeobecně vyšší úrovni výdělků ve finanční sféře se dozorové instituce jen obtížně vejdou do běžných norem pro odměňování státních úředníků. Lpění na odměňování dle rigidních standardů státní sféry může snižovat atraktivitu práce v dozorových orgánech. Nezávislost v odměňování ovšem vede zpětně k otázce mechanismu kontroly účelnosti vynaložených nákladů.

⁶ To důvěrně známe z analogie stanovení koncesionářských poplatků za rozhlas a televizi. Diskuse o nich se opakuje v určitých periodách, přičemž není zcela zřejmé, nakolik jde o stanovení účelných výdajů sdělovacích prostředků či o politický tlak na vstřícnější publicistiku veřejných médií.

⁷ Je ale vhodné požadovat, aby příjmy z pokut nebyly příjmy státního rozpočtu, nýbrž příslušných garančních fondů, jak to např. řeší §128 odst. 10 našeho zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Pokuty uložené podle našeho bankovního zákona jsou naopak dosud příjmem státního rozpočtu.

Mezi obecné otázky dozoru a regulace samozřejmě patří i dilema podílu regulace a autoregulace. Vedle státní regulace a dozoru existuje možnost předat takovou činnost nezávislé samosprávné organizaci. Pro autoregulaci mohou existovat i speciální důvody. Tak např. advokátní komora dovozuje potřebu své nezávislosti na státu tím, že její členové zastupují své klienty i proti státu. Pokud by stát byl vůči advokátní profesi zároveň i vrchností, mohl by tak ovlivňovat spory. Vedle zvláštních důvodů pro samosprávu mohou mluvit i důvody odborné. V řadě oblastí má autoregulace smysl i v tom, že účastníci příslušného trhu mají nejbližší k odbornému obsahu regulované činnosti. To umožňuje rychleji reagovat na konkrétní problémy i rychlejší přizpůsobení změnám, které na finančním trhu dynamicky probíhají. Negativem autoregulace je samozřejmě nebezpečí protekcionismu, tedy upřednostnění zájmů určité skupiny účastníků trhu, např. poskytovatelů služeb vůči klientům. Autoregulační orgány samozřejmě hájí také zájmy určité skupiny jako celku, což nemusí být vždy v souladu s veřejným zájmem. Přesto kombinace regulace a autoregulace zůstává v této oblasti stálou výzvou.

Jinou otázkou, která se často diskutuje, je problém, zdali je možno v jedné instituci slučovat dozor a (sekundární) regulaci. Kritiky označují takovou kombinaci za nebezpečnou v tom, že sloučením obou funkcí dochází k nekontrolovatelné koncentraci moci. Rozdělení funkcí zase klade otázku, zdali je efektivní, účelné a ekonomické vůbec mít dvě složky se stejnou či obdobnou odbornou způsobilostí. I v případech, kdy formálně podzákoné normy vydává jiný než dozorový orgán, dochází mnohdy k tomu, že norma je věcně zpracována na dozorovém místě, které zná nejlépe praktický rozměr problému. Schvalování jinou institucí (např. ministerstvem financí) je pak jen pojistkou, která má zabránit zjevným případům byrokratické zvěle.

S tím souvisí i otázka, nakolik široké pravomoci mají být regulátorovi svěřeny. Vyšší objem pravomocí umožňuje nepochybně reagovat na nové jevy na finančních trzích rychleji. Schválení vyhlášky regulátorem trvá několik dní, zatímco drobná úprava zákona trvá měsíce či roky. Vysoký objem pravomocí se ale dostává do konfliktu s ústavními principy, protože povinnosti je možno občanovi ukládat pouze zákonem. Otázka, nakolik lze nějakou institucí zákonem jen zmocnit k vydávání norem, které svým významem převyšují běžné zákonné normy, bude vždy delikátní otázkou pro strážce ústavní čistoty i laické zastávce občanských svobod. Četnost změn v souvislosti se směrnicemi EU mne ovšem vede k přesvědčení, že objem sekundární legislativy bude spíše růst.

3. České orgány dozoru a regulace

Český dozor a regulace finančních trhů se dělí mezi čtyři základní instituce. Jsou jimi ČNB, Ministerstvo financí, Komise pro cenné papíry a Úřad pro dohled nad družstevními záložnami. Vedle těchto čtyřech institucí bychom našli ještě několik dalších. Pro finanční trhy má rozhodně význam Komora auditorů, část výkonu veřejného práva na kapitálových trzích pak náleží např. Burze cenných papírů Praha nebo RM-systému.⁸ S tím dále souvisí třeba dozor sázkových her nebo boj s praním špinavých peněz.⁹ Těmito hraničními subjekty se však dále zde zabývat nebudeme. Důvodem je rozsah této práce na straně jedné a na straně druhé také menší význam v celkovém kontextu dozoru a regulace.

Ještě než se budeme zabývat popisem základních dozorových subjektů, měli bychom se zmínit, jak funguje primární regulace. Zákony jsou přijímány poslaneckou sněmovnou, ta je však sama nezpracovává. Běžný zákon je připravován v rámci výkonného aparátu. Ve

⁸ Zejména v oblasti přijímání a vyřazování cenných papírů k obchodování. Ačkoli jde o soukromé instituce, za škody způsobené v této oblasti zodpovídá stát.

⁹ V této oblasti vykonává pravomoc MF.

finanční oblasti je formálně předkladatelem zákona ministerstvo financí, neplatí to však o všech normách. Např. občanský nebo obchodní zákoník se připravuje v rámci resortu spravedlnosti.¹⁰ Na zpracování bankovních norem se významně podílí centrální banka, dalo by se říci, že tam má ve skutečnosti klíčovou úlohu.¹¹ V případech jiných zákonů se příprava normy soustřeďuje na ministerstvu financí, nicméně ostatní instituce působí jako významná připomínková místa. Při vypořádání připomínek a projednávání v legislativní radě vlády (předchází jednání vlády), ve vládě či parlamentu vedle překladače mohou uplatnit své připomínky a často dosáhnou prosazení svých návrhů. Vedle toho za dosažení konečné podoby zákona nezřídka lobují i formálně lépe nebo hůře vymezené další zájmové skupiny. Primární legislativa je nepochybně živý organismus, nejsem si však jist, zdali toto uspořádání vede vždy k optimálnímu výsledku. Mnohdy mám pocit, že potřeba řešit nejnaléhavější legislativní úkoly často převažuje nad potřebou koncepční tvorby právního prostředí. Zdá se, že v této oblasti chybí silnější odborná a snad i mocenská autorita.¹²

Nejvýznamnějším dozorovým subjektem v ČR je nepochybně Česká národní banka. V její kompetenci je provádění dohledu komerčních bank (a prostřednictvím dozoru na konsolidovaném základě i další instituce). Přestože statistická data nelze vždy zcela přesně interpretovat, má se za to, že více než osmdesát procent finančních transakcí (měřeno objemem aktiv) prochází subjekty dozorovanými ČNB. To je důsledkem klíčové úlohy bank v naší ekonomice.

ČNB nepochybně splňuje test nezávislosti. Její představitelé (guvernér, viceguvernéři a ostatní členové bankovní rady) jsou jmenováni prezidentem republiky na šest let, ke jmenování není zapotřebí kontrasignace. Šestileté období přesahuje standardní volební cyklus. Odvolání je možné pouze z výjimečných kvalifikovaných důvodů. Prezidentský režim jmenování nepochybně mírně posiluje nezávislost instituce na aktuální politice. Další výhodou prezidentského režimu je promptní řešení personálních potřeb bez složitého vyjednávání.¹³ ČNB financuje dozor ze svých zdrojů a má i určitou platovou autonomii. ČNB má pravomoc vydávat významné podzákonné normy. Kritérium nezávislosti instituce proto plní ČNB téměř ideálně.

ČNB má pro výkon dohledu i další výhody. Jako aktivní účastník trhů disponuje odborníky pro řadu konkrétních oblastí, kteří mohou doзору okamžitě konzultovat složitější věcné otázky. Může kombinovat informační zdroje pro dozor se zdroji, které užívá pro měnovou politiku. Konečně ČNB zprostředkovává bezhotovostní platební styk, organizuje clearingové centrum a vede též evidenci krátkodobých dluhopisů. I v této oblasti je tedy u zdroje okamžitých informací, které lze využít pro dozor. Z odborného hlediska převažují u ČNB zpravidla pozitivní hodnocení.

Vedle výhod umístění dozoru v centrální bance existují i určité nevýhody. Bankovní dohled není primárním cílem centrální banky, tím je odpovědnost za měnové otázky. Z toho lze odvozovat potenciální konflikt cílů centrální banky. Tento konflikt je chápán v tom, že

¹⁰ V občanském a obchodním zákoníku jsou definovány mnohé základní smluvní vztahy, instrumenty, subjekty atd.

¹¹ Formálním předkladatelem je ministerstvo financí.

¹² Nepřehlednost legislativního procesu, konstatoval k ministr Bureš (šéf legislativní rady vlády), který požaduje organizačními opatřeními omezit u významných zákonů možnosti nekonceptních změn prováděných poslaneckými iniciativami. Viz Hospodářské noviny 30. září 2004.

¹³ Na Slovensku, kde se o jmenování dělí prezident s vládou a parlamentem zůstala na např. dvě místa ve vrcholném orgánu centrální banky celé dva roky (až do roku 2004!) neobsazena.

pokud centrální banka bude v situaci, kdy bude volit mezi monetárním a dohledovým cílem, může dát přednost cíli primárnímu. Tento konflikt je mnohdy bagatelizován tím, že jde o rozpor spíše hypotetický, kterému lze čelit např. relativní odděleností dohledu uvnitř banky. Lze si ovšem obtížně představit, že zejména při závažných krizových momentech je možno monetární a dohledový cíl důsledně oddělovat. S tím souvisí i kvalifikační problém, vrcholní představitelé centrální banky byli dosud vybíráni spíše s ohledem na svou kvalifikaci v monetární ekonomii než v oblastech podstatných pro výkon dohledu.¹⁴ Další drobný konflikt je možno snad identifikovat v tom, že ČNB vykonává dohled nad činností, kterou sama vykonává a dozoruje trhy jichž je sama aktivním účastníkem. V tomto případě ovšem není známo konkrétní obvinění, že by existoval případ zneužití takové pozice, centrální banka ostatně nemá základní ziskovou motivaci. S pozicí ČNB v tomto směru trh také počítá, je jasně deklarovaná a zřejmě nečiní větší problém. Navíc minimálně bez části informací, které má k dispozici dohled, by nešlo vykonávat ani monetární cíle, pokud tedy jde o konflikt, je jeho základ do značné míry zřejmě přirozený a v principu neodstranitelný.

V otázce, jak postupovat v případě sporného rozhodnutí dohledu, není řešení ideální. Proti prvoinstančnímu rozhodnutí bankovního dohledu lze podat rozklad k bankovní radě. Ta ovšem v případě významných rozhodnutí byla velmi pravděpodobně ztotožněna již s rozhodnutím prvoinstančním, takže pokud se rozhoduje v druhé instanci, je velmi pravděpodobné, že banka vydá stejné rozhodnutí. Kromě toho zde hraje roli již zmíněná kvalifikační otázka členů bankovní rady. Tento nedostatek je ale částečně kompenzován tím, že se využívá stanoviska nezávislých odborníků v rozkladových komisích. Finální rozhodnutí je přezkoumatelné i soudně.¹⁵ Přesto se zdá, že existence nezávislého odvolacího orgánu by zřejmě mohla zvýšit jistoty účastníků trhu, efektivnost a odpovědnost dohledu na straně druhé.

Pokud jde o odpovědnost za výkon bankovního dohledu, zdá se být vůbec největší slabinou stávajícího uspořádání. V tomto směru nejde o to, že případné škody způsobené dohledem jdou na vrub státního rozpočtu, nikoli na vrub zdrojů ČNB, protože v konečném efektu jde stejně o veřejné prostředky. Jde o to, že v monetární oblasti jsou stanoveny alespoň určité informační povinnosti vůči ústavním institucím, v oblasti dohledu zákonné ustanovení dosud chybí. ČNB to nahrazuje širším výkladem monetární odpovědnosti, do kterého zahrnuje i analogické podávání informací o dohledu, ale výslovná zákonná formulace zde chybí. Dá se proto říci, že odpovědnost za výkon dohledu a jeho náklady je vnitřní záležitostí ČNB. Zdá se, že v centrální bance možná chybí instituce typu dozorčí rady akciových společností, která by mohla splnit alespoň kontrolní funkce.

Komise pro cenné papíry vykonává dozor na kapitálovém trhu. Existuje od roku 1997, kdy nahradila v této funkci ministerstvo financí. Představitelé Komise (předseda a členové prezidia) jsou jmenováni prezidentem na návrh vlády. Funkční období je pětileté.¹⁶ Odvolatelnost je na základě kvalifikovaného důvodu ale snazší než v případě centrální banky. Jde o mechanismus odlišný od ČNB, a tato odlišnost byla zřejmě způsobena i kritikou výlučného jmenovacího postavení prezidenta vůči ČNB. Komplikovanější způsob jmenování vedl několikrát k potížím v obsazování míst komisařů, po dlouhou dobu dokonce zůstávala

¹⁴ Žádný z členů bankovní rady např. nemá právní vzdělání.

¹⁵ Správní soudnictví je ovšem poněkud odlišné od soudnictví civilního. Soudní řešení je ovšem poměrně zdlouhavé a z hlediska věcného má v konečném důsledku význam pro následné odškodnění. Závažná rozhodnutí dohledu mají zpravidla ireverzibilní účinky.

¹⁶ První funkční období bylo řešeno jinak s ohledem na to, aby se nadále funkční období překrývala.

místa v prezidiu neobsazená. Komise má dnes v rámci příslušných zákonů i určité regulační pravomoci.¹⁷

Komise je financována ze zvláštní kapitoly státního rozpočtu. Důvodem tohoto uspořádání bylo zřejmě také to, že poměrně slabý kapitálový trh by mohl vnímat stanovení dalších poplatků jako překážku rozvoje. Prostor pro vlastní příjmové zdroje Komise nelze přeceňovat ani dnes. V původním návrhu zákona o Komisi (i v původním zákoně) byly i představy o platových poměrech zaměstnanců na základě zvláštního zákona, tedy jako odlišné od zbytku státního aparátu. Takový zvláštní zákon nakonec nebyl nikdy přijat. Komise má proto platové podmínky v rámci obecné úpravy, přičemž konkrétní platy jsou mírně vyšší než na srovnatelných státních institucích díky vyšší rozpočtové dotaci. Nejsou ovšem srovnatelné s poměry na trzích. To Komisi někdy komplikuje získávání pracovníků s větší praxí na finančních trzích.

Vymezení odpovědnosti Komise je složité. Škody způsobené Komisí jdou samozřejmě na vrub státního rozpočtu. Komise má informační povinnosti vůči vymezeným ústavním institucím. Za významné porušení zákona může být člen prezidia odvolán. Prokázat porušení ovšem není nijak snadné.¹⁸ O rozkladu proti prvoinstančnímu rozhodnutí Komise rozhoduje prezidium. Jakkoli jde o rozhodování na základě stanoviska nezávislých komisí, nelze očekávat, že by významnější rozhodnutí nebyla konzultována s členy prezidia, rozklad je pak do jisté míry formální.¹⁹ Pokud by členové prezidia, s výjimkou předsedy, nebyli přímo angažováni v řízení jednotlivých oblastí Komise, jako je tomu dnes, mohla by být jejich úloha v rozkladech možná podstatnější. Přiměřenost nákladů Komise je kontrolována při sestavování rozpočtu.

Agenda Komise není tak koncentrovaná, jako náplň činnosti centrální banky. Komise nemůže využívat synergie s jinými činnostmi, protože je výlučně zaměřená na dozorovou činnost. Na druhé straně nemá vnitřní konflikt. Činnost Komise se částečně překrývá s jinými institucemi, zejména s dohledem bank.

Dozor v oblasti pojišťovnictví a penzijních fondů ministerstva financí se zdá být v současnosti určitým anachronismem. Neexistence nezávislého dozorového subjektu ovšem nevyvolává závažnější problémy. Je tomu tak i proto, že oba dozorované sektory jsou dnes dostatečně konsolidované a je v nich i vysoká koncentrace činnosti. Ministerstvo má i regulační pravomoci. Výhodou umístění těchto dozorových orgánů na Ministerstvu je těsná spolupráce s legislativou. Jiné synergie ovšem umístění na ministerstvu nenabízí. Platové poměry ministerstva nepochybně nejsou srovnatelné s kompenzacemi soukromých firem v rámci sektoru. Přestože dozor pojišťoven a penzijních fondů není v současnosti zdrojem závažnějších problémů, je zřejmé, že na ministerstvu nemá perspektivu.

Posledním dozorovým orgánem je Úřad pro dohled nad družstevními záložnami. Jeho ředitele dle příslušného zákona (87/1995 Sb.) jmenuje a odvolává ministr financí. Sektor malého bankovníctví měl podle původních představ oživit finanční trh, namísto toho se stal

¹⁷ Sdílená regulační pravomoc s ministerstvem financí (vydávání podzákonných norem ministerstvem na základě návrhu Komise) se neosvědčila. Je složité posoudit, nakolik šlo o komunikační nebo systémový problém.

¹⁸ Zákon říká tolik (§ 23 odst. 7 zák. č. 15/1998): „Prezident republiky odvolá na návrh vlády předsedu Komise a člena prezidia, porušil-li závažným způsobem nebo opakovaně svou právní povinnost předsedy Komise nebo člena prezidia nebo se dopustil takového jednání, které zpochybňuje nestrannost Komise.“

¹⁹ Změnu stanoviska lze očekávat jen při objevení zásadně nových informací nebo zřetelné chyby.

prostorem rozsáhlé finanční kriminality (s úhrnným rozsahem škod kolem 8 mld. Kč). Ve srovnání s komerčním bankovníctvím titěrný sektor družstevního bankovníctví (s aktivy v přibližném rozměru 10 mld. Kč v dobách největší slávy kampeliček) ovšem rámcově vyžaduje podobný rozsah dohledové činnosti, je proto zřejmé, že jeho samostatnost od počátku byla vážnou chybou. Většina současné agendy se týká likvidace starých kampeliček. Po přijetí nových pravidel pro malé bankovníctví kompatibilních s předpisy EU v něm bude existovat nejvýše desítky subjektů. Z původního počtu 145 záložen v roce 2000 (dosud je jich 50 v likvidaci a 32 v konkursu). Zbývá 40 fungujících záložen (2004) z nichž má perspektivu necelá čtvrtina. Tím se dále zpochybňuje účelnost existence tohoto typu dohledu jako samostatného orgánu.

Úkoly dozorových orgánů se nezřídka překrývají. To není překvapení, protože finanční produkty a tržní subjekty se stále více sblíží a vzájemně prolínají. Rozvoj finančních trhů nepochybně takové trendy dále urychluje. V ČR to bude navíc umocněno celkově malými rozměry trhu, které ekonomicky vylučují přísnější oddělení některých činností. Veškeré zákony ukládají dozorovým orgánům povinnost vzájemně spolupracovat. Rozsah a úroveň spolupráce je ovšem ovlivněna personálními vztahy.

Počty zaměstnanců institucí a náklady na jejich činnost nejsou zcela srovnatelné, protože využívají různého rozsahu zázemí na mateřských a jiných institucích, které vůči nim mají povinnost spolupráce. Orientačně lze říci, že celkové potřeby dozoru a dohledu z finančního hlediska lze rámcově odhadovat na méně než 0,5 mld. Kč ročně a méně než pět set osob jako zaměstnanců. Sporné je i vyjadřování podílu jednotlivých dozorů na finančním trhu, protože i objem aktiv je předmětem řady duplicit a nesrovnatelných veličin.

Orientační tabulka porovnání českých dozorových autorit finančních trhů

	Personální nezávislost	Finanční nezávislost	Regulace mezd	Dozor % trhu	Počet osob zhruba	Náklady mil. Kč
ČNB	Ano	Ano	ne	Více než 80 %	150	200
KCP	Ano	Ne	ano	Méně než 10 %	150	150
MF	Ne	Ne	ano	Méně než 10 %	70	100
ÚDDZ	Ne	Ne	ano	Méně než 1 %	30	40

Zdroje: Vlastní hodnocení na základě údajů KCP, ČNB, MF, ÚDDZ a relevantních právních předpisů. Číselné údaje jsou rámcově zaokrouhleny. U nákladů jde o očekávané roční náklady srovnávaných institucí po roce 2005. U ČNB a MF se snaží odhad nákladů postihnout i režijní náklady.

4. Budoucí vývoj dozoru a regulace

Světové trendy v dozoru a regulaci se neidentifikují snadno. Z rozborů provedených různými autory (srov. Pavlát, Kubíček 2004) plyne, že národní modely dozoru a regulace se značně liší s ohledem na různé historické a věcné či personální důvody. Ani EU neprosazuje nějaký univerzální model uspořádání a není známo ani nějaké silné doporučení v tomto směru.²⁰ Nepochybné jsou jen některé trendy. Nezávislost dozorových institucí neklesá ale

²⁰ EU požaduje příslušné standardy dozoru a regulace, jejich konkrétní tvar však ponechává na národní úrovni.

spíše roste. Počty národních dozorových institucí mají tendenci klesat a roste také počet zemí, které mají jedinou dozorovou instituci. Jediná dozorová instituce není ale zatím převažujícím modelem uspořádání.

Tyto trendy jsou nepochybně odůvodněny faktory celkového vývoje finančních trhů i nutností racionalizace a vyšší účinnosti dozoru pro budoucí období. Argumentem je i nutnost dosažení kompatibility informační, technické, procedurální apod. Důležité je také sjednocení řady pravidel pro různé segmenty finančního trhu. Není jisté důvodů, aby ČR stála zásadně stranou takového vývoje. Zdá se proto, že by se integrační trendy měly v nejbližších letech prosadit i v naší zemi. Z tohoto pohledu je ovšem zajímavé, že ČR postupovala v minulosti opačným způsobem a vznik KCP dozor a regulaci spíše dezintegroval než integroval, ačkoli právě v tomto období integrační trendy už zřetelně sílily. Britská FSA např. integruje dozor od roku 1997, tedy právě od roku, kdy byla založena česká KCP. Je to jistě důkazem toho, že konkrétní situace může prosadit i jiná řešení.²¹

I v ČR je tedy zřejmé, že integrace bude provedena dříve nebo později. Integrační motivace je v ČR podtržena celkově malými rozměry trhu a klíčovou úlohou bank. Konečným cílem takové integrace je vybudování jednotného orgánu pro dozor. Otázka jak k takové věci přistoupit, má celou řadu aspektů. Jedním z prvních je skutečnost, že ve většině oblastí dnes dozor není významnějším zdrojem akutních obtíží české ekonomiky. Přechod na nové uspořádání by však mohl takové obtíže vyvolat. Dlouho před skutečným zánikem instituce klesá její výkonnost a s předáváním agendy se ztrácí část informací i potřebného výkonu. Vznik nové instituce přesouvá centrum pozornosti od věcných k organizačním problémům. Tyto námitky lze řešit tím, že jde o běžná manažerská rizika, která jsou v zásadě předvídatelná a řešitelná.

Asi největší očekávanou změnou je přistoupení země k Evropské měnové unii. Vstup do EMU změní do značné míry pozici ČNB. Ztráta emisní funkce národní banky při očekávané slabší úloze reprezentanta menší země v unijní bance bude zřetelně utlumovat potenciální konflikt mezi monetární a dozorovou funkcí banky. Také dopad případných bankovních otřesů v ČR na společnou měnu je možno označit za zanedbatelný. Vstup do EMU tedy přinese redefinici úlohy centrální banky. V rámci této redefinice si lze představit buď minimalizaci agendy zbytkové monetární instituce a nebo naopak nahrazení odpadlých funkcí funkcemi novými. Dohled může být z ČNB vyčleněn, stejně jako může být privatizován clearing či předána agenda evidence krátkodobých dluhopisů. Nutno připomenout, že veškeré úvahy kolem ČNB jsou v naší zemi chápány jako politicky vysoce citlivá otázka. V neoficiálních diskusích se připouští, že zejména z hlediska konstrukce nezávislosti by ČNB mohla jednou být ideálním univerzálním dozorovým subjektem. Modely, kdy centrální banky plní tuto úlohu, lze najít např. v Irsku nebo na Slovensku, jde ovšem o menšinový typ uspořádání. Oponenti připomínají, že častější jsou snahy vytvořit od banky oddělený dozor, což je model zavedený např. v Německu a Rakousku.²²

Pro řešení integrace dozoru se tedy bude řešit otázka vzniku nové instituce nebo naopak výstavba integrovaného dozoru na bázi některého z existujících subjektů. Nová instituce by znamenala patrně především personální diskontinuitu vrcholného managementu (a případně i dalšího personálu) se současným dozorem, což pochopitelně může mít kladné i záporné

²¹ Pokud si vzpomínám, pak hlavní propagátor vzniku Komise Tomáš Ježek tehdy připouštěl, že by jednotný nezávislý orgán mohl být lepším řešením, nicméně pokládal právě problémy kapitálového trhu za natolik závažné, že otázku jednotného dozoru odkládal na další etapu vývoje.

²² Německý model ovšem pracuje s určitými „subdodávkami“ centrální banky pro bankovní dohled.

stránky. I vznik KCP byl v minulosti spojován především s představou přílivu nové krve do výkonu dozoru. Přestože v minulosti zástupci MF naznačili, že by v úvahu padalo i řešení tvorby nového subjektu (srov. Šulc 2003), pozdější stanoviska byla podstatně umírněnější. Osobně se domnívám, že přijaté řešení nakonec bude silně záviset i na osobnostech, které budou v čele jednotlivých institucí.

Koncepce, kterou přijala v tomto roce vláda, vychází z velmi střízlivého hodnocení situace. Základním omezujícím faktorem je kromě zmíněných věcných restringujících činitelů to, že se v roce 2004 se už nacházíme v relativně pozdní fázi politického cyklu. Pro finální tvar dozoru a zejména budoucí podobu ČNB není širší politický konsensus. Příprava radikálního řešení by mohla v realizační fázi narazit. Proto se stávající vládní koncepce omezuje na bezsporné kroky.

V první fázi se předpokládá sloučení dosavadního dohledu nad družstevními záložnami s bankovním dohledem ČNB. To je krok nutný, protože ÚDDZ bude řešit avizovaný problém úbytku subjektů v tomto segmentu. Problémem je, zdali ČNB má převzít z ÚDDZ i agendu starého bloku spočívajícího v likvidaci desítek bývalých záložen. To je problematika značně odlišná od dozoru nových (živých) subjektů a bude se řídit i rozdílnou právní úpravou, která se značně liší i od úpravy likvidace bank. Vláda má zatím názor, že by i tato agenda měla být převzata ČNB, protože právě tento starý blok je v podstatě největším objemem činnosti stávajícího úřadu. Uvidíme, jaké rozhodnutí nakonec učiní parlament.

V první fázi se dále předpokládá převzetí dozoru penzijních fondů a pojišťoven KCP. Zatímco u penzijních fondů je argumentem blízkost penzijního spoření a kolektivního investování, u pojišťoven je rozhodnutí poněkud složitější. Pojišťovnictví má možná z hlediska celé řady činností blíže ke komerčním bankám a uvažovala se proto i varianta převzetí dozoru pojišťoven ČNB. Protože mezi dozorem penzijních fondů a pojišťoven vidí MF i určitou organizační propojenost, a zároveň s požadavkem, aby byl přerod institucionálně poněkud jednodušší, bylo rozhodnuto o tom, že přesun dozoru z MF bude jednotně proveden do KCP.²³

Teprve pro třetí fázi se počítá s navržením konečné podoby dozoru v ČR. Tato fáze je úkolována tak, aby do konce roku 2006 došlo k předložení takové představy. Volba tohoto termínu je dána s ohledem na příznivou fázi politického cyklu (po parlamentních volbách), která by měla nejen napomoci nalezení příslušné konsensuální představy, ale též k jejímu prosazení. Otevřenými otázkami pro takové uspořádání zůstává to, zdali má být integrovaný subjekt nadán i plnou regulační pravomocí. Zůstává otázkou k řešení, zdali uvnitř nebo mimo něj vytvořit zvláštní odvolací orgán či nikoli. A pochopitelně je velkou otázkou i volba tvaru nezávislosti a odpovědnosti budoucí integrované instituce. Konečně lze také zmínit skutečnost, že po vyčištění českého trhu od nestandardních subjektů by bylo možno část dozorových odpovědností přenést na autoregulační orgány, které by určité typy agendy mohly řešit s větší odborností a pružností než nezávislá státní byrokracie.

Nabízí se ovšem štiplavá otázka, zdali časem skutečně nevzniknou alespoň zárodky jednotně organizovaných či centralizovaných dozorových orgánů v rámci EU. Z hlediska integrace finančních trhů by podobný vývoj byl jistě logický. Brání tomu zatím jen úzkostlivé chápání národní byrokratické suverenity. Tu ovšem může zlomit několik významných finančních skandálů evropských rozměrů. Přání integrace bez skandálů by patrně bylo asi příliš ambiciózní.

²³ Na tomto rozhodnutí se možná částečně podílelo i to, že přesunutí dozoru pojišťoven do ČNB by centrální banku jednoznačně favorizovalo při hledání konečné podoby integrovaného dozoru.

5. Závěr

Dozor a regulace finančního trhu budou i v budoucích letech jednou ze základních otázek vývoje české ekonomiky. Integrační trendy v dozoru jsou nezvratné a budou pomaleji nebo rychleji sledovány i českou ekonomikou. Kroky, které se připravují v této etapě, tj. sloučení dohledu družstevních záložen a bankovního dohledu a vymístění dozoru pojišťoven a penzijních fondů z ministerstva financí na KCP, jsou pokládány za bezesporné. V druhé polovině první dekády jednadvacátého století bude muset padnout rozhodnutí o vytvoření jednotného dozoru. Jeho tvar bude záviset nejen na věcných argumentech ale i na personálních kvalitách, sympatiích a antipatiích. Bude záviset též na konkrétním rozdělení moci v okamžiku rozhodování. Chci říci, že půjde nejen o odborné ale i o politické rozhodnutí.

Literatura

- Bažantová, I., Loužek, M.: The Central Bank Independence and Accountability in Context of Accession of the Czech Republic to the European Union. Prague Economic Papers 2001, č. 3, s. 223-240
- Baboušek, I.: Koncepce regulace a dozoru pro jednotný evropský trh finančních produktů a služeb. In: Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z konference VŠFS, Praha 2003
- Beier, P.: Šance a rizika při vytváření integrovaného finančního dozoru v České republice. Podkladová studie zpracovaná pro MF ČR
- Dewatripont, M., Tirole, J.: The Regulation of Banks. Cambridge, MIT PRESS, 1994
- Dvořák, P.: Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty. Praha, Linde 1999
- Frait, J.: Bankovní dohled a stabilita finančního systému. www.cnb.cz
- Havel, J.: Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha, Karolinum, 2000
- Klaus, V.: Spor o devadesátá léta. Ekonom, č. 40, 2004, s. 22-26
- La Porta, F., Lopez de Silanes, F., Schleifer, A., Vishny, R.: Law and Finance. Journal of Political Economy 1998, č. 106
- Loužek, M. (ed.): Kupónová privatizace. Prague, CEP, 2002.
- Mishkin, F. S.: Financial Markets, Institutions and Money. New York Harper Collins 1995
- Mlčoch, L. 1997. Zastřená vize ekonomické transformace. Praha, Karolinum.
- Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Praha, Ekopress 2002
- Myant, M.: The Rise and Fall of Czech Capitalism. Cheltenham, Northampton, Edward Elgar, 2003
- Pavlát, V., Kubíček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Praha, VŠFS 2004
- Revenda Z.: Centrální bankovníctví. Praha, Management Press 1999
- Stiglitz, J. E. 1999. Whither Reform? Ten Years of the Transition. Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank, Washington, D. C., April 28.-30.
- Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník, komentář. 8. vydání. Praha, C. H. Beck, 2003
- Šulc, J.: Vývoj názorů na integraci trhu nad finančními službami. In: Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z konference VŠFS, Praha 2003
- Šulc, Z. Stručné dějiny ekonomických reforem. Brno, Doplněk. 1998
- WB: *Czech Republic, Completing the Transformation of Banks and Enterprises*. Washington, World Bank, 2000.
- WB: *Building Institutions for Markets*. World Development Report 2002. Oxford University Press, 2002
- Zákon o ČNB (č. 6/1993 Sb.)
- Zákon o bankách (č. 21/1992 Sb.)
- Zákon o cenných papírech (č. 591/1992 Sb.)

Zákon o dluhopisech (č. 530/1990 Sb.)

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech (č. 248/1992 Sb.)

Zákon o Komisi pro cenné papíry (č. 15/1998 Sb.)

Zákon o penzijním připojištění se státním příspěvkem (č. 42/1994 Sb.)

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu (č. 256/2004 Sb.)

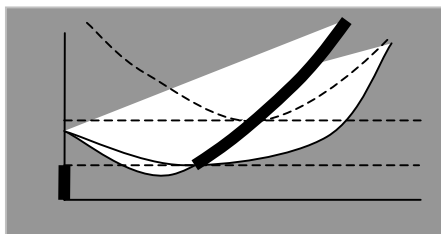
Zákon o pojišťovnictví (č. 363/1999 Sb.)

Zákon směnečný a šekový (č.191/1950 Sb.)

Zákon o spořitelních a úvěrních družstvech (č. 87/1985 Sb.)

Obchodní zákoník (č.513/ 1991 Sb.)

Výroční zprávy ČNB



Dosud vyšlo :

1. Michal Hlaváček : *Modely difuze technologií*
2. Tomáš Cahlík : *Analýza ekonomického výzkumu*
3. Vladimír Benáček: : *Autentický soukromý sektor v transitivity ekonomice: příspěvek ke hledání kořenů a alternativ českého kapitalismu*
4. Milan Sojka : *Alternativní scénáře transformační strategie československé ekonomiky na počátku 90. let a jejich teoretická východiska*
5. Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček : *Optimum výrobce v odvětví s nikdy neklesajícími výnosy z rozsahu*
6. František Turnovec : *The Czech Republic on its Way to the European Union*
7. Lubomír Mlčoch : *Ekonomie důvěry*
8. Luděk Urban : *Zásady společné obchodní politiky a důsledky jejich přijetí pro českou ekonomiku*
9. Jan Ámos Víšek : *Export z ČR do EU a mimo EU*
10. Miloslav S. Vošvrda : *On Martingale Diffusions in Financial Markets*
11. František Turnovec : *Flexible Integration and the Excessive Deficit Procedure in the EMU*
12. Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček : *Byl proces eliminace podniků ozdravnou procedurou pro české hospodářství konce 90. let?*
13. Karel Půlpán: *Hospodářský vývoj Španělska jako inspirace pro Českou republiku.*
14. Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček : *Ekonomicky racionální altruismus*
15. Jiří Kameníček : *Nástroje pro popis nestandardního ekonomického chování, aplikace teorie lidského kapitálu*
16. Jiří Hlaváček : *Redistribuce : projev lidských preferencí a společenských potřeb*
17. Silvester van Koten: *Transaction Cost Economics: Basic Concepts and Extensions*
18. Hlaváček J., Hlaváček M.: *Ekonomická racionalita donátora a důvěra k příjemci dotace*
19. Vladimír Benáček , Víšek Jan Ámos: *Determining Factors of Competitiveness of Trade and Specialization of Czech Industrial Sector before the EU Accession*
20. Milan Sojka, *Postkeynesovská teorie peněz, peněžní a úvěrová politika a postavení centrální banky*
21. Milan Sojka, *Alternativní scénáře transformační strategie československé ekonomiky na počátku 90. let a jejich teoretická východiska*
22. František Turnovec, *Economic Research and Education in the Czech Republic 1989-2000*
23. Jiří Hlaváček , Michal Hlaváček : *Petrohradský paradox*
24. František Turnovec : *Evaluation of National, Political and Institutional Influence in Consultation, Cooperation and Co-decision Procedures of the EU Decision Making*
25. Karel Půlpán: *Rakouský poválečný vývoj*
26. Ondřej Schneider : *European Pension Systems and the EU Enlargement*
27. Martin Gregor: *Mancur Olson redivivus, „Vzestup a pád národů“ a současné společenské vědy”*
28. Martin Gregor: *Mancur Olson's Addendum to New Keynesianism: Wage Stickiness Explained*
29. Patrik Nový : *Olsonova teorie hospodářského cyklu ve světle empirie: návrh alternativního metodologického přístupu*
30. Ondřej Schneider: *Veřejné rozpočty v ČR v 90. letech 20. století – kořeny krize*
31. Michal Ježek: *Mikroanalýza reformy českého důchodového systému*
32. Michal Hlaváček: *Efektivnost porízení a předávání informace mezi privátními subjekty s pozitivně-externální vazbou*
33. Tomáš Richter: *Zástavní právo k podniku z pohledu teorie a praxe dluhového financování*
34. Vladimír Benáček: *Rise of an Authentic Private Sector in an Economy of Transition: De Novo Enterprises and their Impact on the Czech Economy*
35. Tomáš Cahlík, Soňa Pokutová, Ctirad Slavík: *Human Capital Mobility*
36. Tomáš Cahlík, Jakub Sovina: *Konvergence a soutěžní výhody ČR*
37. Ondřej Schneider, Petr Hedbávný: *Fiscal Policy: Too Political?*
38. Jiří Havel: *Akcionářská demokracie „Czech made“*
39. Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček: *K mikroekonomickému klimatu v ČR na začátku 21. století: kartel prodejců pohonných hmot? (případová studie)*
40. Karel Janda: *Credit Guarantees in a Credit Market with Adverse Selection*
41. Lubomír Mlčoch: *Společné dobro pro ekonomiku: národní, evropské, globální*
42. Karel Půlpán: *Hospodářský vývoj Německa jako inspirace pro Česko*

43. *Milan Sojka: Czech Transformation Strategy and its Economic Consequences: A Case of an Institutional Failure*
44. *Luděk Urban: Lisabonská strategie, její hlavní směry a nástroje.*
45. *Jiří Hlaváček, Michal Hlaváček: Models of Economically Rational Donators*
46. *Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: Privatizace bez kapitálu.*
47. *František Turnovec: Economic Research in the Czech Republic: Entering International Academic Market*
48. *František Turnovec, Jacek W. Mercik, Mariusz Mazurkiewicz: Power Indices: Shapley-Shubik or Penrose-Banzhaf?*
49. *Vladimír Benáček: Current Account Developments in Central, Baltic and South-Eastern Europe in the Pre-enlargement Period in 2002-2003*
50. *Vladimír Benáček: External Financing and FDI in Central, Baltic and South-Eastern Europe during 2002-2003*
51. *Tomáš Cahlík, Soňa Pokutová, Ctirad Slavík: Human Capital Mobility II*
52. *Karel Diviš, Petr Teplý: Informační efektivnost burzovních trhů ve střední Evropě*
53. *František Turnovec: Česká ekonomická věda na mezinárodním akademickém trhu: měření vědeckého kapitálu vysokoškolských a dalších výzkumných pracovišť*
54. *Karel Půlpán: Měnové plánování za reálného socialismu*
55. *Petr Hedbávný, Ondřej Schneider, Jan Zápál: Does the Enlarged European Union Need a Better Fiscal Pact?*
56. *Martin Gregor: Governing Fiscal Commons in the Enlarged European Union.*
57. *Michal Mejstřík: Privatizace, regulace a deregulace utilit v EU a ČR: očekávání a fakta*
58. *Ilona Bažantová: České centrální bankovníctví po vstup České republiky do Evropské unie (právně institucionální pohled)*

