

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH**

Ekonomická fakulta  
Katedra ekonomie

Studijní program: 6208 N Ekonomika a management  
Studijní obor: Obchodní podnikání

# **Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů**

Regulation of capital market focusing  
the securities market

Vedoucí diplomové práce:  
Ing. Tomáš Volek Ph.D.

Autor:  
Bc. Lucie Krejčí

2013

**ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**  
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lucie KREJČÍ**  
Osobní číslo: **E11825**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Obchodní podnikání**  
Název tématu: **Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů**  
Zadávací katedra: **Katedra ekonomiky**

**Zásady pro vypracování:**

Cíl práce:  
Porovnání systému regulace trhu cenných papírů v ČR a EU s cílem navrhnout případné doporučení pro ČR

Osnova:

1. Kapitálový trh a cenné papíry
2. Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů
3. Regulace kapitálového trhu v ČR
4. Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v ČR a v zemích Evropské měnové unie
5. Posouzení hlavních rozdílů v regulaci
6. Návrh na doporučení pro ČR

Rozsah grafických prací:  
Rozsah pracovní zprávy: **40 - 50 stran**  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**  
Seznam odborné literatury:

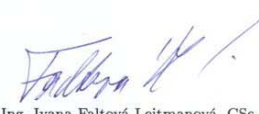
LIŠKA, V.; GAZDA, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. Professional Publishing, Praha, 2004  
MAYES, D. G.; WOOD, G. E.: The structure of financial regulativ, Routledge Taylor & Francis Group. London, 2007  
PAVLÁT, V.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Praha, VŠFS, 2003  
POLÁCH, J.: Základy kapitálových trhů. Ekonomická fakulta VŠB-TU Ostrava, Ostrava, 2006  
SEKNIČKA, P. A KOL.: Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR. Praha, 2003  
ŠTÝBR, D.: Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích. Praha, Grada, 2011

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Tomáš Volek, Ph.D.**  
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: **12. února 2012**  
Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2013**

  
doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.  
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA  
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
EKONOMICKÁ FAKULTA  
Studentská 13 (26)  
370 05 České Budějovice

  
doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.  
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 12. března 2012

## PROHLÁŠENÍ

*Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to - v nezkrácené podobě/v úpravě vzniklé vypuštěním vyznačených částí archivovaných Ekonomickou fakultou - elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejich internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.*

V Českých Budějovicích

---

Bc. Lucie Krejčí

## **PODĚKOVÁNÍ**

Chtěla bych poděkovat Ing. Tomášovi Volkovi Ph.D., vedoucímu diplomové práce, za poskytnuté informace a rady a zároveň za odborné vedení při zpracování této diplomové práce.

# OBSAH

1	Úvod.....	3
2	Kapitálový trh .....	4
2.1	Vymezení pojmů.....	4
2.1.1	Finanční trh .....	4
2.1.2	Kapitálový trh .....	5
2.2	Trh cenných papírů a cenné papíry .....	6
2.2.1	Trh cenných papírů .....	6
2.2.2	Cenné papíry .....	8
3	Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů.....	11
3.1	Klasifikace systémů regulace a dozoru.....	11
3.1.1	Předmět regulace.....	12
3.1.2	Rozsah regulace a dozoru .....	12
3.1.3	Počet regulátorů finanční sféry .....	13
3.1.4	Postavení regulátora v systému státních institucí .....	13
3.1.5	Pravomoc regulátora .....	13
3.1.6	Demokratičnost fungování regulátora .....	14
3.1.7	Způsob financování regulatorovy činnosti .....	14
3.1.8	Způsob provádění regulace a dozoru regulátorem.....	14
3.2	Cíle a nástroje regulace.....	15
3.3	Regulace trhu cenných papírů.....	15
4	Metodika .....	20
5	Regulace kapitálového trhu v ČR .....	21
5.1	Vývoj v letech 1989 - 1998.....	21
5.2	Vývoj v letech 1998 - 2006.....	22
5.3	Současná situace na kapitálovém trhu .....	24
5.4	Integrace dohledu.....	25
6	Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v ČR .....	29
6.1	Právní úprava .....	29
6.2	Aplikace směrnice MiFID na Český kapitálový trh .....	30
6.3	Centrální depozitář (CDCP).....	31
6.4	Samoregulační organizace .....	32
6.5	Místa obchodování.....	34
7	Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v EU .....	37
7.1	Aktuální vývoj .....	38
7.2	ESMA .....	41
7.3	IOSCO .....	43
7.4	MiFID .....	44
8	Vybrané země EU .....	47
8.1	Velká Británie .....	47
8.2	Německo .....	52
9	Posouzení hlavních rozdílů v regulaci .....	56
10	Návrhy na doporučení pro ČR.....	62
11	Závěr .....	64
12	Summary a keywords.....	68
13	Seznam použité literatury .....	70
	Seznam obrázků, tabulek a příloh.....	74
	Příloha č. 1 – Cenné papíry.....	75

Příloha č. 2 – Institucionální investoři .....	76
Příloha č. 3 - Zahraniční orgány dohledu nad finančním trhem .....	77

# 1 Úvod

Finanční trh je nedílnou součástí každé tržní ekonomiky. Pokud je, finanční trh stabilní pak je stabilní i celá ekonomika. Finanční trhy prochází v posledních letech rychlým vývojem, podléhají celosvětovým trendům a dynamicky reagují na měnící se ekonomické podmínky. Dochází k hlubšímu propojování jednotlivých subjektů napříč finančním trhem. Vznikají různé finanční skupiny a svým silným postavením trh ovlivňují a jejich kontrola je o to více ztížená.

Oblast dozoru a regulace směřuje především k překonání a odstranění překážek, který finanční trh rozdělují. Je proto nutná lepší komunikativnost, větší přehlednost a transparentnost, zjednodušení a zefektivnění kontroly subjektů finančního trhu, aby došlo k prohloubení a důvěryhodnosti celého systému. Nutné je vytvořit dobře strukturovaný a efektivně fungující systém, který bude mít pevné základy a jeho postupnými úpravami, které se přizpůsobí dynamickému vývoji na trhu, je možné dospět k účinně fungujícímu dohledu a regulaci.

Téma mé diplomové práce se zaměřuje na kapitálový trh a podrobněji pak na regulaci trhu cenných papírů v ČR i EU.

Cílem práce je porovnání systému regulace trhu cenných papírů v ČR a EU s cílem navrhnout případné doporučení pro ČR. Z Evropské unie bude větší pozornost zaměřena na systém regulace ve Velké Británii a Německu.



## 2 Kapitálový trh a cenné papíry

### 2.1 Vymezení pojmů

#### 2.1.1 Finanční trh

*Finanční trh* představuje logickou součást tržního ekonomického systému a je ho možno definovat jako systém vztahů, institucí a nástrojů umožňující místní a časové soustředování, rozmístování a přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky.<sup>1</sup>

**Finanční trh má následující funkce:**

- soustředování dočasně volných zdrojů peněžních prostředků
- následnou alokaci volných zdrojů tam, kde je jejich využití nejefektivnější, tj. pružné přelévání kapitálu z odvětví do odvětví,
- přerozdělování volných zdrojů, tj. přeměňování úspor v investice.<sup>2</sup>

#### **Členění finančního trhu**

Finanční trh můžeme členit z různých hledisek, mezi nejvýznamnější patří klasifikace podle času a věcného předmětu obchodování.

#### **Z hlediska času se finanční trh rozděluje:**

Na *trh peněžní* a *trh kapitálový*. Na *peněžním trhu* se soustřeďuje nabídka a poptávka po dočasně volných peněžních prostředcích s dobou splatnosti maximálně do jednoho roku, a na *kapitálovém trhu* se setkává nabídka s poptávkou po finančních aktivech s dobou splatnosti delší než jeden rok.

#### **Z hlediska věcného se finanční trh člení:**

- Peněžní trh, tj. trh peněz a úvěrů, který můžeme charakterizovat jako trh s poměrně nízkým rizikem, nižšími výnosy, vysokou likviditou a poměrně značným objemem prostředků,

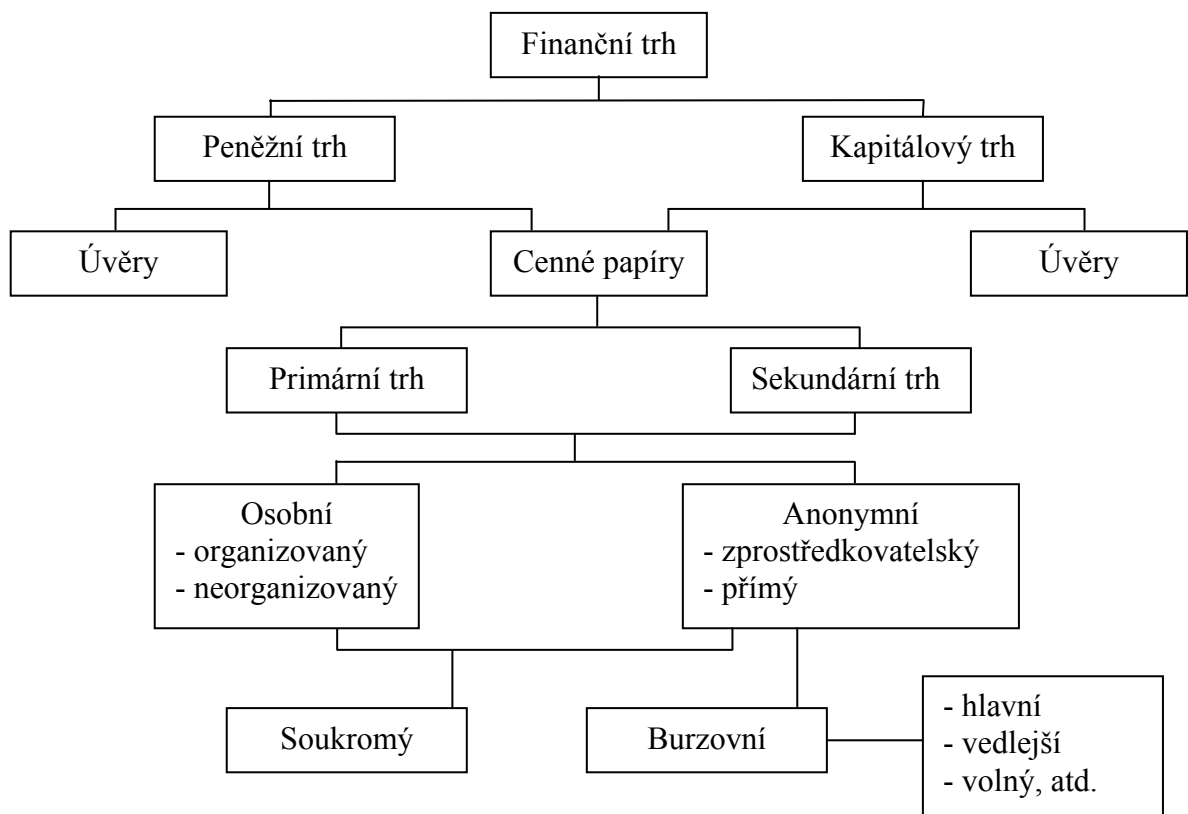
---

<sup>1</sup> SEKNIČKA, P. a kol. – *Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR*, Praha 2003, str. 8

<sup>2</sup> LIŠKA, V., GAZDA, J. – *Kapitálové trhy a kolektivní investování*, Praha 2004 str. 29

- Kapitálový trh, resp. Trh cenných papírů, na kterém se obchodují zejména investiční instrumenty,
- Devizový trh, na němž se obchoduje se zahraničními devizami a dále obchody s likvidními pohledávkami, splatnými v cizí měně,
- Komoditní trhy, zejména trhy s cennými kovy, hlavně se zlatem, stříbrem a paladiem.<sup>3</sup>

**Obrázek 1 – Schéma finančního trhu**



zdroj: Polách Jiří a kol. – *Základy kapitálových trhů*, VŠB-TU Ostrava 2006 str. 16

### 2.1.2 Kapitálový trh

Je systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů.

<sup>3</sup> SEKNIČKA, P. a kol. – *Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR*, Praha 2003, str. 9-10

*Primární kapitálový trh* – dochází k prvotní emisi cenných papírů. Nejvýznamnějšími emitenty jsou stát a celý veřejný sektor, banky, popř. další finanční instituce a velké nefinanční (průmyslové, obchodní aj.) firmy. Snaha je získat dlouhodobý kapitál především na realizaci rozvojových investičních potřeb.

V pozici investorů vystupují na kapitálovém trhu především investiční a penzijní fondy, domácnosti, banky a pojišťovny, ale i velké nefinanční firmy. Snaha docílit vyššího zhodnocení investovaného kapitálu.

*Sekundární kapitálový trh* – obchody mohou být uskutečňovány v zásadě dvojím způsobem:

- prostřednictvím burzy cenných papírů
- prostřednictvím mimoburzovního trhu<sup>4</sup>

## **2.2 Trh cenných papírů a cenné papíry**

### **2.2.1 Trh cenných papírů**

*Trh cenných papírů* je systém ekonomických vztahů a institucí zprostředkujících soustředění, rozdělení a rozmístění (alokaci) volných peněžních prostředků prostřednictvím cenných papírů na základě nabídky a poptávky. Mezi subjekty trhu cenných papírů vystupují domácnosti, veřejných sektor (jednotlivé společnosti a organizace), bankovní sektor (centrální banka a soustava obchodních bank), různé specializované instituce (penzijní fondy, investiční společnosti a fondy)<sup>5</sup>

#### **Trhy cenných papírů:**

- alokují kapitál do oblasti produktivního využití
- generují finanční prostředky pro deficitní jednotky
- motivují domácnosti k tvorbě úspor
- permanentně oceňují jednotlivé dokumenty, které jsou obchodovány

---

<sup>4</sup> REVENDA, Z. a kol. – *Peněžní ekonomie a bankovníctví*, Praha 2005, str. 101

<sup>5</sup> SEKNÍČKA, P. a kol. – *Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR*, Praha 2003, str. 20

- pomáhají snižovat riziko, stejně jako transakční náklady a náklady z rozsahu
- umožňují výkon vlastnických práv<sup>6</sup>

Trh cenných papírů se rozděluje na **primární** a **sekundární**, kde na **primárním trhu** jsou cenné papíry emitovány (někdy je tento trh nazýván také trhem nových cenných papírů). Emitent zde získává peněžní prostředky na delší období. Oproti tomu pro investora nákup cenných papírů neznamena trvalé uložení peněz. Takto získané cenné papíry může prodat na **sekundárním trhu** (trhu starých cenných papírů). Dochází zde k redistribuci zmobilizovaného kapitálu mezi různé vlastníky.

### Trh cenných papírů je možno dále dělit

#### podle rozsahu:

- *národní trh cenných papírů* – obchoduje se zde pouze s tuzemskými cennými papíry, přičemž kupující nebo prodávající mohou být i cizozemské osoby
- *mezinárodní trh cenných papírů* – obchoduje se zde s cennými papíry, které byly emitovány ve více zemích. Tento trh se také realizuje jak pro burzovní i po mimoburzovní linii<sup>7</sup>

#### podle úrovně organizovanosti:

- *organizovaný trh* – veřejný, resp. regulovaný – ten se dále dělí:
  - *na burzovní trh* – je zastoupen vysoce organizovanou formou – Burza cenných papírů. Ta má následující funkce:
    - ▲ **tržní**, která je považována za hl. funkci – zabezpečování velkých objemů obchodů s cennými papíry, stanovení kurzů cenných papírů, zajišťování likvidity
    - ▲ **konsolidační** – konsolidace krátkodobých dluhů bank, vyrovnávání vztahů mezi úsporami a investicemi
    - ▲ **selekční** – výběr úspěšných emitentů
  - *mimoburzovní trh* – „over the counter markets“ (OTC) – předmětem transakcí na těchto trzích jsou státní dluhopisy, komunální dluhopisy a

<sup>6</sup> POLÁCH, J. a kol. – *Základy kapitálových trhů*, Ostrava 2006, str. 137

<sup>7</sup> SEKNIČKA, P. a kol. – *Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR*, Praha 2003, str. 20

akcie společností, které nebyly přijaty k burzovním obchodům. V ČR je organizátorem RM – Systém.

- *neorganizovaný trh* – důsledkem rozhodnutí subjektů, kteří svou transakci uskuteční mimo veřejný trh, nebo rozhodnutí regulátora, emitenta nebo organizátora veřejného trhu, že konkrétní cenný papír nebude k obchodování na veřejný trh připuštěn. Typická ukázka je úprava *převodu cenných papírů*.

#### **podle formy vztahu mezi uzavřením obchodu, jeho realizací a vypořádáním:**

- *promptní trhy* – cenné papíry jsou zaplacený a dodány bez zbytečného odkladu, po realizaci nezbytných technických operací souvisejících s danou obchodní transakcí. Zúčtování a dodávka cenných papírů se můžou uskutečnit okamžitě po uzavření obchodu. Jsou zde obvykle realizovány efektivní (skutečné) obchody – skutečný nákup a prodej cenných papírů.
- *termínované trhy* - určeny pro obchodování s kontrakty na dodání investičních instrumentů v budoucnosti a mezi uzavřením obchodu a dodáním cenných papírů existuje delší časová lhůta. Snaha účastníků odhadnout budoucí vývoj kurzů a poté uskutečnit prodej či koupi. Uskutečňují se zde dvě základní formy obchodů *fixní a podmíněné termínové obchody*.<sup>8</sup>

### **2.2.2 Cenné papíry**

**Cenné papíry** jsou podle zákona o cenných papírech akcie, zájmové listy, podílové listy, dluhopisy (včetně vkladových listů a vkladových certifikátů), investiční kupóny, kupóny podle §12 zákona, směnky, šeky, cestovní šeky, náložné listy (včetně konosamentů), skladištní listy a jiné listiny prohlášené za cenné papíry zvláštním zákonem. Částka uvedená na cenném papíru je jeho jmenovitou (nominální) hodnotou.<sup>9</sup>

Cenný papír je důležitý nástroj pro bezvadné fungování hospodářských vztahů (např. rychlý převod práva a povinnosti nebo jako platební a úvěrový prostředek pro zpro-

---

<sup>8</sup> PAVLÁT, V. a kol. – *Kapitálové trhy*, Praha 2003, str. 32-40

<sup>9</sup> CENNÉ PAPIRY. *Epravo.cz* [online článek]. 2001, [cit. 2012-12-26]. Dostupné na WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/cenne-papiry-1785.html> [6]

středkování, k zajištění úvěrů, k dlouhodobému uložení dočasně volných peněžních prostředků, atd.)

Rozeznáváme vedle *listinných* cenných papírů (materializované) také *zaknihované* (dematerializované). Zaknihovaný cenný papír existuje jen jako elektronický záznam, nelze jej předložit, pouze prokázat výpisem z účtu. Samotný výpis nemá atributy cenného papíru. Zaknihované cenné papíry jsou zaregistrované ve Středisku cenných papírů ve dvou základních evidencích:

- evidence o majitelích cenných papírů
- evidence o emitentech cenných papírů

### **Cenné papíry můžeme členit**

#### **podle právních následků:**

- *deklaratorní* – tyto papíry mají zpravidla důkazní význam, tzn. určitá práva existují nebo mohou existovat, i když projev vůle, na jehož základě vznikají, nebude mít písemnou formu a zaniká nezávisle na existenci listiny, ve které byla uvedena
- *legitimní* – slouží pouze jako legitimace k výkonu určitého subjektivního práva pro toho, kdo tento cenný papír předloží
- *konstitutivní* – jsou spojeny s projevem písemné vůle, které jsou nezbytným předpokladem vzniku subjektivních práv a povinností

#### **podle druhu zosobnění majetkového práva:**

- *cenné papíry věcného obsahu* – poskytují zajištění pohledávky př. zástavní list
- *cenné papíry vyjadřující dlužnické peněžní závazky* – obligace, šeky, směnky, depozitní certifikáty, pokladniční poukázky, vkladové listy a vkladní knížky
- *cenné papíry vyjadřující majetková práva* – akcie, podílové listy
- *cenné papíry dispoziční* – př. skladní list

#### **z hlediska převoditelnosti:**

- *cenné papíry na doručitele (na majitele)* – vlastníkem je ten, kdo cenný papír předloží. Zaručují nejvyšší stupeň převoditelnosti, protože změna se provádí pouhým předáním cenné papíru.

- *cenné papíry na řad (orderpapíry)* – vyznačují oprávněnou osobu jménem nebo názvem společnosti s doložkou na řad. Převod se uskutečňuje zvláštním písemným prohlášením zpravidla na rubu papíru tzv. rubopisem.
- *cenné papíry na jméno (tzv. rektapapíry)* – je zde uvedeno jméno oprávněného a převod vlastnického práva se uskutečňuje cesí a je nutno uvědomit dlužníka u dluhových cenných papírů.

#### **z hlediska charakteru důchodů:**

- *cenné papíry přinášející stálý důchod* – obligace, vkladní knížky, depozitní certifikáty, vkladové listy
- *cenné papíry přinášející proměnlivý výnos* – akcie, podílové listy
- *cenné papíry neúročené* – losy, šeky, dispoziční cenné papíry

#### **podle osoby dlužníka:**

- *státní cenné papíry*
- *municipální cenné papíry* – měst a obcí, vyšších správních celků
- *soukromé cenné papíry*

#### **z hlediska emise:**

- *cenné papíry hromadně vydávané*
- *cenné papíry individuálně vydávané*<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> SEKNIČKA, P. a kol. – *Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR*, Praha 2003, str. 20 - 22

### 3 Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů

**Regulace kapitálového trhu** stanoví rámec pro podnikání poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu. Tato činnost je upravena zejména zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů. Na základě zmocnění v těchto zákonech ČNB vydává vyhlášky, které stanoví zejména bližší podmínky pro vstup na kapitálový trh, obezřetnostní pravidla, pravidla jednání s investory a klienty a pravidla tržní transparency.

Důvěryhodnost a stabilita kapitálového trhu je jednou ze základních podmínek pro fungování ekonomiky. Tuto důvěryhodnost a stabilitu nelze zajistit pouze tržními mechanismy, proto je činnost účastníků kapitálového trhu regulována řadou omezujících a příkazujících pravidel, především v podobě právních předpisů (tzv. **regulace kapitálového trhu**). Dohled nad dodržováním těchto pravidel a vyvozování důsledků z jejich porušení je pak nazýván **dohledem nad kapitálovým trhem**.

Je to především podpora zdravého rozvoje a transparentnosti kapitálového trhu, tržní disciplíny a konkurenceschopnosti poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, předcházení systémovým krizím, podpora emisních aktivit, ochrana investorů a klientů a posilování důvěry veřejnosti v kapitálový trh.<sup>11</sup>

#### 3.1 Klasifikace systémů regulace a dozoru

Systémy regulace jsou založeny:

- normotvorná činnost regulačního orgánu (oblast podzákoných právních norem), obvykle je označován jako regulátor
- kontrola (dozor, dohled) regulátora nad činností regulovaných organizací a institucí, případně i jednotlivých osob spadajících do oblasti jeho pravomoci.

Jeden z hlavních a nejvýznamnějších regulátorových úkolů spočívá v tom, že vynucuje dodržování platných předpisů v oblasti kapitálových trhů.

---

<sup>11</sup>DOHLED NAD FINANČNÍM TRHEM. *Cnb.cz* [online]. 2012 [cit. 2012-12-26]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/postaveni\\_dohledu/kapitalovy\\_trh/index.htm](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.htm) [10]



Ke snazší orientaci v jednotlivých systémech regulace a dozoru nad kapitálovým trhem může přispět klasifikace systémů:

1. Předmět regulace
2. Rozsah (záběr) regulace
3. Počet regulátorů finanční sféry
4. Postavení regulátora v systému státních institucí
5. Pravomoc regulátora
6. Způsob financování regulátorovy činnosti
7. Způsob provádění regulace a dozoru regulátorem

### **3.1.1 Předmět regulace**

Rozlišujeme regulační systémy:

- *institucionální* – systémy regulující činnost ekonomických subjektů (organizací, institucí) v určité oblasti finančního, resp. kapitálového trhu.
- *funkční* – systémy regulující specifické činnosti vykonávané těmito subjekty bez ohledu na to, v kterém segmentu finančního (kapitálového) trhu fungují.

### **3.1.2 Rozsah regulace a dozoru**

- *Universální systémy* – (všeobecné, všezahrnující tzv. mega-systémy) – představují regulaci a dozor, který se vztahuje na veškeré činnosti na kapitálovém trhu, tj. zahrnuje veškeré služby poskytované různými subjekty na tomto trhu. Regulátor zde má regulační a dozorovou pravomoc nad bankami, obchodníky s CP, investičními společnostmi a fondy a případně i jinými organizacemi a institucemi.
- *Specializované systémy* – vznikaly v zemích s kapitálovými trhy významných rozměru, kde se projevovala potřeba prohloubit regulaci a dozor nad určitými segmenty tohoto trhu, resp. nad určitými druhy služeb finančních zprostředkovatelů činných na těchto trzích. Hlavní výhodou je, že regulace a dozor může jít do hloubky a regulátor se zabývá pouze určitou výsečí dané problematiky. Nevýhodou je, že obvykle bývá velmi obtížné přesně delimitovat pravomoc jednotlivých specializovaných regulátorů, tzn. regulační a dozorová činnost jednotlivých re-

gulátorů se u některých otázek překrývá, zatímco jiné dílčí problémové oblasti mohou zůstat i zcela nepokryty.

### 3.1.3 Počet regulátorů finanční sféry

- *Jediný regulátor* – plní universální úlohu a do jeho pravomocí spadá veškerá regulační a dozorová činnost na daném kap. trhu
- *Větší počet regulátorů* než jeden

### 3.1.4 Postavení regulátora v systému státních institucí

- *Centralistický systém* – veškerá regulační a dozorová pravomoc nad kapitálovým trhem vykonávána z centrální úrovně. Jeden nebo více regulátorů uplatňuje svou pravomoc vůči regulovaným subjektům přímo z centra, bez jakýchkoliv mezičlánků. Centrální orgán regulace a dozoru se s nikým nedělí o svou pravomoc a vykonává ji v plném rozsahu.
- *Decentralizovaný systém* – regulace a dozor je svěřen do pravomoci regulátorů, která se váže na jednotlivé územní celky, z nichž je složen daný státní celek. Centrální orgány se v tomto případě vůbec regulací a dozorem nad kapit.trhem nezabývají.
- *Smíšený systém* – slučuje prvky centralistického a decentralistického uspořádání. Určité pravomoci v oblasti regulace a dozoru jsou přiděleny centrálnímu regulátoru a jiné pravomoci mají decentralizovaní regulátoři.

### 3.1.5 Pravomoc regulátora

Podle vymezení výkonu pravomoci regulátora lze rozlišovat systémy fungující:

- *autonomně* – systém není přímo podřízen jinému orgánu státní správy, nemůže fungovat zcela nezávisle. Musí respektovat obecné právní normy a může být postaven pod kontrolu zastupitelských sborů (parlament, senát aj.)
- *podřízené systémy*, tj. systémy jejichž autonomie je určitým způsobem omezena. Toto omezení spočívá v tom, že regulátor je podřízen jinému orgánu státní správy např. určitému ministerstvu.

### 3.1.6 Demokratičnost fungování regulátora

Umožňuje rozlišovat:

- státní systémy regulace tj. *bez samoregulace*
- systémy, v nichž je určitá role přiznávána samosprávě (tzv. *samoregulaci*) regulovaných organizací a institucí kapitálového trhu. Samy regulované organizace a instituce dobrovolně na sebe přebírají odpovědnost za dodržování předpisů platných na kapit. trhu.

### 3.1.7 Způsob financování regulátorovy činnosti

- *Systémy plně financované z prostředků regulovaných institucí* – prakticky mohou existovat pouze ve vyspělejších trzích, kde regulované subjekty mají dostatečné příjmy, z nich mohou financovat regulátora. Ten je finančně závislý na výsledcích hospodaření regulovaných subjektů.
- *Systémy plně financované z prostředků státního rozpočtu* – regulační a dozorový orgán není nucen příliš se ohlížet na zájmy regulovaných organizací a institucí a je náchylný k tomu, aby jednostranně uplatňoval státní nebo resortní zájmy. Regulátor příliš nepodporuje samoregulaci.
- *Směšený systém financovaný kombinovaným způsobem*

### 3.1.8 Způsob provádění regulace a dozoru regulátorem

- *Formální a byrokratický přístup* – primární důraz je kladen na formálně právní a procedurální otázky a jim se podřizuje obsahové rozhodnutí. Oproti tomu při *věcném přístupu* se nejprve řeší podstata věci a teprve pak formální, procedurální apod. otázky.
- *Rigidní (nepružný) přístup* oproti *flexibilnímu* (pružnému) postupu a způsobu reakce – vychází z hodnocení způsobu reakce příslušného regulačního a dozorového orgánu a jeho přizpůsobivosti měnícím se podmínkám
- *Transparentní způsob* - regulační a dozorový orgán vyhlásí své cíle pro určité konkrétní období a informuje účastníky kapitálového trhu o jejich plnění. Oproti tomu *netransparentní způsob* kabinetního rozhodování je kdy regulační a dozorový orgán předem nikoho neinformuje o připravovaných nových předpisech,

opatření nebo kontrolních akcí, s nikým se neradí a o výsledcích své činnosti informuje pouze v minimálním rozsahu.<sup>12</sup>

### 3.2 Cíle a nástroje regulace

Za základní cíle regulace kapitálových trhů lze považovat ve vyspělých státech:

- zajištění stability trhů s cennými papíry
- zabezpečení důvěryhodnosti
- ochrana investorů

Pro realizaci uvedených cílů jsou instituce zajišťující regulaci kapitálových trhů ve vyspělých tržních ekonomikách vybaveny různými regulačními nástroji.

- a) informační povinnosti emitentů – v našem právním řádu upravují tyto zákony:
  - zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších právních předpisů
  - zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších právních předpisů
- b) ochrana klientů před nekalými praktikami – především obchodům založených na veřejných informacích a problematice tzv. praní špinavých peněz.
  - Česká republika přijala v uvedené oblasti zákon č. 61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů trestné činnosti, ve znění pozdějších předpisů.<sup>13</sup>

### 3.3 Regulace trhů cenných papírů

**Trhy cenných papírů** jsou náchylné k tržnímu selhání, které se projevují *informační asymetrií* i *zápornými externalitami*. Efektivní fungování trhů cenných papírů předpokládá účast dokonale informovaných účastníků, ale na neregulovaných trzích dochází k tomu, že účastníci nemají úplné informace, což se ve finanční ekonomii označuje jako *informační asymetrie*. Úplné informace jsou nejen rozhodujícím předpokladem efek-

---

<sup>12</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. – *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*, Praha: VŠFS, 2004, str. 12-18

<sup>13</sup> SEKNIČKA, P. a kol. – *Vybrané otázky kapitálových trhů v ČR*, Praha 2003, str. 62-64

tivního fungování trhu cenných papírů, ale také základem rovnoprávného postavení investorů.

**Regulace trhu cenných papírů** se také snaží zabránit šíření *záporných externalit*, kdy ekonomické problémy účastníků trhů cenných papírů (investiční firmy, banky, penzijní fondy, investiční a podílových fondů) přináší náklady ostatním účastníkům těchto trhů, které nejsou uhrazeny.

Mezi nejdůležitější cíle regulace trhu cenných papírů patří:

- podpora transparentnosti
- zabezpečení důvěryhodnosti
- ochrana investorů<sup>14</sup>

**Nedokonalá konkurence** na trzích cenných papírů nejen negativně ovlivňuje alokační, ale i operační efektivnost finančního systému. Tržní konkurence je elementárním předpokladem efektivního fungování trhů cenných papírů. Cílem regulace je napravení tohoto typu tržního selhání a uchování konkurenčního prostředí včetně zamezování protikonkurenčních praktik realizovaných poskytovateli investičních služeb.

Důvodem regulace trhu cenných papírů je snaha minimalizovat výskyt **nepoctivých investičních praktik** – př. nelegální obchodní metody, manipulace trhu, zneužívání veřejných informací. Na trzích cenných papírů lze totiž realizovat rozsáhlé investiční transakce za minimální transakční náklady, díky tomu investování patří mezi velice atraktivní odvětví, kde lze provádět rozsáhlé nelegální transakce často na anonymní bázi. Výskyt tohoto typu tržního selhání se reguluje prostřednictvím **regulace tržního jednání** na základě pravidel:

- pro šíření investičních informací a zpráv investičními prostředníky
- nakládání s důvěryhodnými informacemi
- jednání poskytovatelů investičními prostředníky ve vztahu k zákazníkům
- odborné péče portfolio manažerů.

Přirozená regulace tržního jednání je i vynuocování stanovených pravidel.

---

<sup>14</sup> REVENDA Zb. – *Peněžní ekonomie a bankovníctví 4. vydání*, Praha 2005, str. 109 - 111

Někteří účastníci z odvětví investičního bankovníctví se však snaží provozovat licencované činnosti bez povolení příslušného regulatorního orgánu a tím obcházet **regulatorní systém**. Motivy tohoto obcházení jsou tím vyšší, čím vyšší jsou náklady na splnění regulatorních pravidel.

Způsoby těchto obchodování na trzích cenných papírů jsou:

- **zneužívání neveřejných informací** – nejvíce rozšířený způsob. Neveřejná informace je pro veřejnost neznámá kursotvorná skutečnost týkající se jednoho nebo více emitentů cenných papírů. Zneužívání neveřejných informací primární osobou (zaměstnanecký vztah) nebo sekundární osobou (informace získané od primární osoby) bývá považováno ve vyspělých státech za trestný čin. Toto obchodování se vyskytuje zejména u menších emisí, protože neveřejné kursotvorné informace vyvolávají výrazné kolísání jejich tržních cen. Dále dochází k podobnému výraznému kolísání při akvizičních obchodech, kdy vlastníci neveřejných informací uskuteční investiční operace ještě před okamžikem veřejného oznámení akvizicí.
- **zneužívání svěřeného majetku** – je to postupné odčerpávání peněžních prostředků z klientských účtů záměrně nevýhodnými obchodními transakcemi ve prospěch majetkových správců či investičních zprostředkovatelů. Toto zneužívání bývá doplňováno „čerešením“ účtů, kdy investiční firma se snaží přesvědčit klienta, aby realizoval co nejvíce transakcí na sekundárních trzích. Nedostatečné oddělení aktivit zneužívání firem způsobuje **konflikt zájmů mezi vlastními a cizími obchody**. Investiční firmy upřednostňují vlastní zájmy před zájmy svých zákazníků. Tento konflikt by měl být vyřešen vybudováním přísné „čínské zdi“, oddělující obchody na vlastní a cizí účet.
- **manipulace tržních cen** – nejobvyklejší způsoby jsou „prací prodeje“, nelegálních obchodní skupiny, pyramidování dluhu či skupování trhu.
  - **Prací prodeje** – cílem realizace je vyvolat zdání poklesu tržní ceny a změny objemu obchodů. Podvodný obchodník zařídí pomocí různých účastníků prodeje, aby poklesla tržní cena investičního instrumentu. Tím vytvoří iluzi „umělého“ snížení tržní ceny, za kterou tento obchodník nakupuje investiční instrument od jeho původního vlastníka, který netuší, že nízká cena byla dosažena na základě „pracích prodeje“
  - **Nelegální obchodní skupina** – dvě nebo více osob, které cíleně manipulují s tržními cenami investičních instrumentů. Toto obchodování se vy-

tváří pouze na omezenou dobu. Bývají zde zainteresováni ti, co poskytují potřebný kapitál i ti co dodávají neveřejné informace či zajišťují průběh nelegální skupiny. Podstatou operací je tiché a tajné skupování investičních instrumentů až do doby, než skupina vlastníci jejich převážnou většinu, kterou pomocí najatých profesionálních osob, rozhlasových a televizních moderátorů novinářů nebo finančních poradců, doporučí ke koupi daných investičních instrumentů. Tím stoupne poptávka po investičních instrumentech. Jakmile vzroste cena na požadovanou úroveň, tato skupina vše pomalu a diskrétně rozprodá. Zisky vydělané touto skupinou jsou ztrátou všech účastníků obchodních transakcí.

- **Pyramidování dluhu** – nákup investičních instrumentů z vypůjčených peněžních prostředků. Tato metoda je nelegální jen v případě použití v rozporu s výpůjčními podmínkami.
- **Skupování trhu** – cílem je „umělé“ zvýšení tržní ceny s následným prodejem investičních instrumentů, kdy jedinec skoupí veškeré investiční instrumenty dané emise. Díky tomu získá monopolní postavení na straně nabídky a může tak libovolně manipulovat s tržní cenou.

Trh cenných papírů patří v posledních letech k nejvíce regulovaným odvětvím. Regulační politika se zaměřuje na podporu vytvoření spravedlivého a plně konkurenčního investičního prostředí. Mezi nejdůležitější cíle regulace trhu cenných papírů patří podpora transparentnosti, zabezpečení důvěryhodnosti a ochrana klientů investičních prostředníků. Při výkonu regulace se rozlišuje regulace trhu cenných papírů a dohled nad trhem cenných papírů.

**Regulací** trhu cenných papírů rozumíme stanovení pravidel vstupu finančních institucí do finančního systému, podmínky jejich fungování a pravidel poskytování investičních služeb klientům. Tato regulace má buď primární charakter (zákonné normy), nebo sekundární povahy (forma vyhlášek, předpisů, metodik atd.)

Naopak **dohledem** nad trhem cenných papírů rozumíme kontrolu dodržování těchto stanovených pravidel finančními institucemi a způsobu poskytování finančních služeb zákazníkům. Nezbytnou součástí dohledu nad trhem cenných papírů je především efektivní mechanismus vynucování stanovených pravidel a principů.

Státní regulace trhu cenných papírů je často doplňována **samoregulací**, přičemž státní regulace koncipuje základní normy podnikání v oblasti trhu cenných papírů a současně

působí jako dohled při významných aktivitách soukromého sektoru. Dohledová instituce by měla mít jasně vymezené zodpovědnosti, cíle a používat personální, operační a finanční nezávislost.

- **Personální nezávislost** – jmenování a odvolávání členů vedení je nezávislé na střídání vlád, politických cyklech nebo momentálním rozložením politických sil
- **Operační nezávislost** – dohledová instituce je nezávislá při rozhodování ve věcech jí zákonem svěřených, realizuje činnost bez vnějších vlivů a má přiměřené pravomoce v oblasti sekundární regulace.
- **Finanční nezávislost** – zajišťuje získávání kvalifikovaných zaměstnanců a moderních analyticko-technických nástrojů pro realizaci dohledové činnosti.

Samoregulace se vyznačuje tím, že primární tvůrci regulatorní a dohledové politiky jsou současně jejich realizátory. Samoregulační organizace jsou zpravidla financovány přímo jejich regulovanými subjekty. Výhodou samoregulace je pružná reakce samoregulační organizace na dynamické investiční prostředí a vysoce profesionální a odborný přístup k řešení vzniklých problémů. Naopak nevýhodou je nebezpečí formování takových podmínek, které vyhovují dominantním členům samoregulační organizace.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> MUSÍLEK, P. – *Trhy cenných papírů druhé, aktualizované a rozšířené vydání*, Praha 2011, str. 111 - 115



## 4 Metodika

Cílem práce je porovnání systému regulace trhu cenných papírů v ČR a EU s cílem navrhnout případné doporučení pro ČR. Z Evropské unie bude větší pozornost zaměřena na systém regulace ve Velké Británii a Německu.

### **Mezi dílčí cíle, které směřují k hlavnímu, patří:**

- seznámení se s odbornou literaturou
- regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů
- regulace kapitálového trhu a trhu cenných papírů v České republice a Evropské unii
- regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů ve vybraných zemích – Velká Británie a Německo
- posouzení hlavních rozdílů v regulaci
- návrh na doporučení pro ČR

### **Vlastní metodika práce**

Vlastní práci předchází studium odborné literatury a sběr relevantních dat. Ty jsou následně analyzovány ve smyslu rozpracování v jednotlivých systémech regulace a dohledu kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v ČR a EU. Práce je rozdělena na dvě části, na teoretickou a praktickou. V teoretické části jsem vycházela ze své bakalářské práce, která byla zaměřena na „Regulaci kapitálového trhu v ČR a EU“. Bylo použito vysvětlení původních pojmů – finanční a kapitálový trh, dohled a regulace kapitálového trhu, klasifikace systému regulace a tzv. samoregulace a nově rozšířeno o nové pojmy – trh cenných papírů, cenné papíry, regulace trhu cenných papírů. V praktické části byla následně analyzována situace regulace kapitálového trhu ČR a regulace v České republice a Evropské unii se zaměřením na trh cenných papírů. V závěru bude provedeno porovnání regulace trhu cenných papírů ve vybraných zemích EU – Velké Británie a Německa – a ČR a pokus o návrh doporučení pro ČR.

## 5 Regulace kapitálového trhu v ČR

### 5.1 Vývoj v letech 1989 - 1998

Obnova kapitálového trhu po padesátileté pauze přišla brzy po roce 1989. Státní banka československá, tehdy ještě ve dvojediné funkci centrální i obchodní banky, začala organizovat sekundární trh s cennými papíry. V prvních dvou letech tak na tento prozatímní trh přišlo 282 emisí cenných papírů, z nichž 100 bylo obchodovatelných. V té době však už vnikal i Přípravný výbor pro založení burzy, který byl transformován na Burzu cenných papírů Praha, a.s. Do obchodního rejstříku byla zapsána 24. listopadu 1992 a 22. prosince téhož roku se konala poslední aukce na prozatímním trhu.<sup>16</sup>

Obrovskou rolí v procesu restaurace českého kapitálového trhu a v jeho dalším vývoji sehrála kupónová privatizace. Základním východiskem této privatizační metody se stal tzv. transformační zákon s jeho koncepcí tzv. privatizačního projektu. Základním cílem této metody byla maximálně rychlá transformace československé (české) ekonomiky z ekonomiky centrálně řízené a státní, na ekonomiku odstátněnou a tržní, radikální systémová změna, jejímž cílem nebylo nalézt konečné vlastníky, ale první vlastníky, a to jako součást úplné privatizace. Kupónová privatizace v Československu proběhla ve dvou vlnách a to v letech 1991 a 1995.

1. 1. 1993 vznik České republiky (po rozpadu Československa) a od této doby je možno hovořit o českém kapitálovém.

Byla zahájena činnost jednotlivých regulátorů českého kapitálového trhu, kterými se staly stanovené organizační složky Ministerstva financí (dvě oddělení – oddělení dozoru a oddělení organizátorů trhů, obchodníků a makléřů) a České národní banky. Středisko cenných papírů bylo zřízeno MF ke dni 1. 1. 1993.

---

<sup>16</sup>JEŽEK, Tomáš. *NĚKOLIK OHLÉDNUTÍ ZA NOVODOBOU HISTORIÍ PRAŽSKÉ BURZY CENNÝCH PAPIRŮ*. [online]. 2009 [cit. 2013-01-15]. Dostupné na WWW: [http://www.bhs.cz/Documents/behacko\\_2009\\_1.pdf](http://www.bhs.cz/Documents/behacko_2009_1.pdf) [5]

MF ČR si na počátku roku 1993 stanovil dvě základní roviny zaměření své činnosti:

- maximálně přesnou, přísnou a efektivní aplikaci existujících zákonů upravujících kapitálový trh, včetně jejich doplňování dalšími právní předpisy nižšího stupně.
- přispívat k zabezpečení dostatečných informací pro investory, které by jim umožnily odhadnout úroveň bezpečnosti potenciální investice i zároveň i k zabezpečení kapitálového trhu.

Důležitým problémem, který byl v té době řešen, bylo i vymezení kompetencí mezi MF ČR a ČNB při udělování povolení k obchodování s cennými papíry bankovním subjektům a realizaci následného dozoru nad výkonem této činnosti. Nekonsolidovanost se projevuje především v rozkmitaných a hluboce podceněných kurzech cenných papírů, za které se obchoduje na burze i na mimoburzovním trhu. Za závažný a nežádoucí jev je považován vznik dominantního postavení některých investičních společností i bank na finančním trhu. Negativní důsledky měla také nadměrná koncentrace ekonomické moci v rukách několika subjektů (investiční společnosti spravující podílové a investiční fondy). Existující nedůvěra se bohužel v důsledku stále vznikajících skandálů trvale prohlubuje a postihuje domácí i zahraniční investory.

Vznik *Úřadu pro cenné papíry* – měl nahradit některé nedostatky, které nebyly napraveny novelou zákona o cenných papírech, a tak vytvořit prostředí umožňující zkvalitnit výkon státního dozoru nad kapitálovým trhem.<sup>17</sup>

## 5.2 Vývoj v letech 1998 – 2006

Podstatnou změnu pro český kapitálový trh znamenalo především zřízení Komise pro cenné papíry (s účinností od 1. dubna 1998), jako nezávislého správního úřadu zodpovědného za výkon dozoru nad kapitálovým trhem s cílem zajištění ochrany investorů, transparentnosti trhu a boje proti finanční kriminalitě. V dubnu 2006 převzala v rámci integrace dozoru nad českým finančním trhem agendu Komise pro cenné papíry Česká národní banka.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. – *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*, Praha: VŠFS, 2004, str. 123-146

Komise pro cenné papíry převzala činnosti, které do té doby vykonávalo MF ČR. Aktivity Komise bývá nazývána přelicencováním. Možnost přelicencování, která vznikla novelou zákona o cenných papírech provedenou zákonem č.15/1998 SB. Byly poprvé definovány podrobné požadavky na organizační, personální a materiální zajištění činnosti obchodníka s cennými papíry. Jako základní cíl přelicencování je tedy možno, velice stručně, formulovat jako: „Zajistit nastavení alespoň minimální obecné úrovně v předpokladech obchodníků s cennými papíry, kteří do té doby získali povolení, přiblížení se standardům na vyspělých kapitálových trzích a celkové zvýšení průhlednosti tuzemského kapitálového trhu.“ Proces přelicencování byl do značné míry administrativním procesem a pro jeho realizaci bylo vymezeno relativně velmi krátké období jednoho roku. Plošně pojatý proces přelicencování mohl a skutečně také vyvolal i některé další negativní konsekvence jako např. to, že na určitou dobu dosti výrazně utlumil již tak chabou výkonnost našeho kapitálového trhu.

Léta 2002-2003 představují období spojené s úspěšným referendem o vstupu do EU, zahájení prací na reformě veřejných financí, úprava časového horizontu tvorby státního rozpočtu, zahájení a někde i pokračování prací na novelách. V obou letech tohoto období se český kapitálový trh rozvíjel stabilněji i rychleji.<sup>19</sup>

Rok 2004 byl spojen se vstupem ČR do EU – v květnu téhož roku. Byl spojen s harmonizací české legislativy s evropskou. Nejpozitivnějšími změnami byly snížení daní u fondů, zvýšení ochrany investorů a rozšíření nabídky fondů i investičních možností.<sup>20</sup>

### **5.3 Současná situace na kapitálovém trhu**

Česká národní banka je podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, zodpovědná za dohled nad finančním trhem v České republice.

---

<sup>18</sup> NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. – *Mezinárodní kapitálové trhy zdroj financování*, Praha 2007 str. 24

<sup>19</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK A. – *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*, Praha: VŠFS, 2004 str. 149-158

<sup>20</sup> FINANCE. *Finance.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-01-15]. Dostupné na WWW: <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/historie/> [15]

**Obrázek 2 – Integrace dohledu**



zdroj:[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20071214\\_dohled.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20071214_dohled.pdf)

K integraci dohledu nad finančním trhem do ČNB došlo k 1. dubnu 2006, kdy ČNB převzala agendu Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním MF a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami, které zanikly. ČNB tedy provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizový dohled a dohled nad institucemi elektronických peněz. Stanovuje pravidla, která chrání stabilitu bankovního sektoru, kapitálového trhu, pojišťovnictví a penzijního připojištění. Systematicky reguluje, kontroluje, vyhodnocuje a popřípadě postihuje nedodržování stanovených pravidel.<sup>21</sup>

Sektorové členění dohledu bylo od 1. ledna 2008 změněno na funkcionální.

Nová organizační struktura:

- Sekce regulace a analýz finančního trhu
- Sekce licenčních a sankčních řízení
- Sekce dohledu nad finančním trhem

Efektivnější výkon dohledu nad finančním trhem

<sup>21</sup> DOHLED NAD FINANČNÍM TRHEM. *Cnb.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-01-15]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_fin\\_trh/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/) [9]

- Jednotná koncepce dohledu napříč jednotlivými sektory
- Sjednocení pravidel udělování licencí a postupů při výkonu dohledu pro všechny segmenty finančního trhu
- Omezení prostoru pro vytváření regulatorních arbitrází<sup>22</sup>

## 5.4 Integrace dohledu

V oblasti dohledu nad finančním trhem Česká národní banka plní svou roli integrovaného orgánu regulace a dohledu zejména prostřednictvím:

- *regulatorní činnosti*, tj. především stanovení pravidel obezřetného podnikání a pravidel jednání se zákazníky formou prováděcích právních předpisů, které Česká národní banka vydává v rámci a v mezích příslušných zákonů;
- *licenční a povolovací činnosti*, tj. zejména udělování povolení ke vstupu do regulovaných segmentů finančního trhu;
- *dohledových činností*, k nimž patří:
  - dohled na dálku nad finančními institucemi, tržním jednáním i infrastrukturou kapitálového trhu a analýzy finančního trhu a jeho sektorů,
  - dohlídky na místě ve finančních institucích a dalších institucích tvořících infrastrukturu kapitálového trhu;
- *stanovování opatření k nápravě popřípadě i ukládání sankcí* v případě zjištění nedostatků v činnosti subjektů, nad nimiž vykonává dohled;
- *shromažďování, zpracovávání a vyhodnocování informací*, jež slouží k podpoře dohledu a k informování veřejnosti o stavu a vývoji finančního trhu České republiky.

Česká národní banka se řídí následujícími zásadami při vykonávání dohledu nad finančním trhem, které má zahrnuty v dokumentu *Poslání ČNB*:

---

<sup>22</sup> SINGER, Miroslav. *DOHLED NAD FINANČNÍM TRHEM*. [online]. 2008 [cit. 2013-01-15] Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20090630\\_dnft2008.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20090630_dnft2008.pdf) [8]

- *předvídatelnost*: Česká národní banka bude dohlížené subjekty průběžně, a to zpravidla již ve stadiu jejich přípravy, seznamovat s kritérii, jejichž plnění při výkonu dohledu nad finančním trhem očekává, a bude dbát na jejich konzistentní aplikaci.
- *uplatňování mezinárodně uznávaných standardů*: Česká národní banka bude pokračovat v důsledné implementaci celosvětově uznávaných standardů v oblasti regulace a dohledu finančního trhu. Případné národní odchylky od těchto principů budou založeny na racionální analýze relevantních faktorů, zejména nákladů a přínosů. V rámci mezinárodní spolupráce bude Česká národní banka podporovat harmonizaci kritérií a postupů uplatňovaných při výkonu dohledu.
- *sladění strategie s operativním výkonem dohledu*: Česká národní banka bude při regulaci a výkonu dohledu sledovat strategické cíle odvozené od svého zákonného mandátu a přitom bude flexibilně reagovat na změny na finančním trhu a reflektovat nové trendy v regulaci a dohledu.
- *informační otevřenost a odpovědnost vůči veřejnosti*: Česká národní banka bude v souladu se zákony České republiky a s mezinárodními standardy pravidelně zveřejňovat informace o finančním trhu i dohledu nad ním tak, aby si veřejnost, účastníci trhu i zahraniční investoři mohli vytvořit objektivní názor na finanční systém České republiky, na pravidla regulace finančního trhu i na počínání České národní banky při výkonu dohledu nad ním. V rámci politiky informační otevřenosti a odpovědnosti bude Česká národní banka spolupracovat se sdruženími spotřebitelů i účastníků trhu.
- *spolupráce s Ministerstvem financí České republiky a dalšími ústředními orgány státní správy*: Česká národní banka bude úzce spolupracovat s Ministerstvem financí České republiky a dalšími zainteresovanými ústředními orgány státní správy při vytváření jednotné koncepce a dalších pravidel regulace a dohledu nad finančním trhem.

Při plnění své činnosti se Česká národní banka řídí následujícími hodnotami:

- *jednotná koncepce dohledu pro všechna odvětví finančních služeb*: ČNB bude budovat společnou kulturu dohledu nad finančním trhem jako součást své firemní kultury a tento proces podpoří adekvátní organizací a řízením svých útvarů pro dohled nad finančním trhem. Ve vztahu k dohlíženým subjektům jednotná koncepce dohledu představuje především uplatňování zásady, že stejné druhy fi-

nančních rizik a jiných regulatorně relevantních skutečností podléhají ve všech odvětvích finančních služeb obdobným pravidlům tak, aby se omezil prostor pro regulatorní arbitráž.

- *přiměřenost regulace*: ČNB bude zasahovat do podnikání dohlížených subjektů v míře, v níž je to nezbytně nutné pro dosažení cílů dohledu nad finančním trhem a k implementaci příslušných ustanovení evropského práva na českém finančním trhu.
- *efektivnost dohledu a regulace*: ČNB bude uplatňovat mezinárodně uznávané principy efektivního dohledu nad finančním trhem a subjekty na něm působícími a alokovat personální a finanční zdroje proporcionálně k rizikům, jež ohrožují stabilitu finančního systému anebo bezpečný a plynulý rozvoj finančního trhu.
- *přiměřená ochrana spotřebitele a investora*: ČNB bude dbát na přiměřenou ochranu spotřebitele a investora při využívání finančních služeb nabízených na finančním trhu subjekty, které podléhají jejímu dohledu, tak, aby podpořila rozvoj a růst finančního trhu i stabilitu finančního systému.
- *příspěvek k ochraně trhu před finanční kriminalitou*: ČNB se bude podílet na preventivních opatřeních proti zneužití finančního trhu k legalizaci výnosů z trestné činnosti a k financování terorismu a proti dalším formám finanční kriminality.
- *podpora tržní disciplíny*: ČNB bude pečovat o pravidelné zveřejňování dostatečných a aktuálních informací s cílem posílit transparentnost a důvěryhodnost finančního systému a trhu a zároveň umožnit správné pochopení rizik a výnosů, které finanční trh nabízí.
- *spolupráce se zainteresovanými domácími subjekty*: ČNB bude společně s dalšími ústředními orgány státní správy, subjekty, které podléhají jejímu dohledu, a především s jejich profesními sdruženími analyzovat vliv regulace na podmínky podnikání na českém finančním trhu a povede se zainteresovanými subjekty dialog o tom, jak může ČNB jako orgán dohledu přispět k rozvoji českého finančního trhu.
- *mezinárodní spolupráce*: ČNB bude aktivně přispívat k vytváření a realizaci politiky regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních služeb ve smyslu konvergence pravidel a postupů na evropské úrovni a rozvíjet spolupráci s orgá-



ny dohledu členských zemí EU i s ostatními zahraničními orgány regulace a dohledu a mezinárodními institucemi činnými v této oblasti.

- *profesionalita a odbornost zaměstnanců:* Neustálý vývoj finančních trhů musí být reflektován v regulaci i v přístupech k výkonu dohledu. ČNB bude důsledně věnovat pozornost vysoké profesionalitě, kvalifikaci, soustavnému vzdělávání a odbornému růstu odpovědných zaměstnanců jako klíčové podmínce efektivního dohledu nad finančním trhem.
- *etika dohledu:* ČNB bude dbát na to, aby její zaměstnanci při výkonu dohledu jednali čestně a svědomitě a aby se důsledně řídili jak právními předpisy, tak i vnitřními předpisy ČNB a zajistili tak nestrannou analýzu a posouzení všech relevantních skutečností s využitím nejen veřejně přístupných, nýbrž i důvěrných informací.

### **Samoregulace**

Všude tam, kde je to účelné z hlediska plnění úkolů dohledu nad finančním trhem, Česká národní banka podporuje samoregulaci prostřednictvím profesních sdružení regulovaných subjektů. Při vědomí toho, že samoregulace ve většině případů nutně vyžaduje adekvátní právní rámec, Česká národní banka spolupracuje s Ministerstvem financí České republiky a dalšími ústředními orgány státní správy na přípravě příslušných zákonů.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup>ČNB: *POSÍLÁNÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY PŘI DOHLEDU NAD FINANČNÍM TRHEM ČESKÉ REPUBLIKY*. [online]. 2007 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_fin\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf) [4]

## 6 Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v ČR

Dohled nad trhem cenných papírů vykonává ČNB, na kterou přešly kompetence dřívější Komise pro cenné papíry. Regulace kapitálového trhu stanoví rámec pro podnikání poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu. Činnost účastníků kapitálového trhu je upravena zejména zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů. Na základě zmocnění v těchto zákonech ČNB vydává vyhlášky, které stanoví zejména bližší podmínky pro vstup na kapitálový trh, obezřetnostní pravidla, pravidla jednání s investory a klienty a pravidla tržní transparency.

Česká národní banka úzce spolupracuje s Ministerstvem financí České republiky a dalšími zainteresovanými ústředními orgány státní správy při vytváření jednotné koncepce a dalších pravidel regulace a dohledu nad finančním trhem.

Regulace v oblasti investičních služeb se týká bankovních i nebankovních obchodníků s cennými papíry (včetně poboček nepocházejících ze zemí Evropského hospodářského prostoru), investičních zprostředkovatelů a vázaných zástupců obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů. V omezené míře tato regulace dopadá i na pobočky obchodníků s cennými papíry ze zemí Evropského hospodářského prostoru.

Regulace zahrnuje problematiku regulovaného trhu s investičními nástroji včetně specifikace právního postavení jako jeho organizátorů, také i subjektů provádějících vypořádání obchodů s investičními nástroji a jejich provozovatelů. Součástí této regulace je i zákaz manipulace s trhem a zneužití vnitřních informací (tzv. insider dealing).

### 6.1 Právní úprava

Právní úprava v této oblasti zahrnuje úpravu vydávání (emise) cenných papírů, právní postavení emitentů cenných papírů, tj. osob, které cenné papíry vydávají, a dále osob, které vedou evidenci cenných papírů (*centrální depozitář – viz níže*). Dále je zahrnuta oblast regulace dobrovolných i povinných nabídek převzetí, veřejného návrhu na koupi nebo směnu cenných papírů podle § 183a obchodního zákoníku a tzv. vytěsnění (squeeze out) minoritních akcionářů v kótovaných společnostech.

## **Zákony a přímo závazné předpisy EU**

- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech
- Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí
- Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
- Vybraná ustanovení obchodního zákoníku (zákon č. 513/1991 Sb.), která se týkají dohledu ČNB
- Nařízení Komise (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů
- Nařízení Komise (ES) č. 2273/2003, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů

## **6.2 Aplikace směrnice MiFID na Český kapitálový trh**

Česká republika stejně jako každý členský stát EU byl povinen zavést do svého právního řádu rámcovou směrnici MiFID a prováděcí směrnice. V případě prováděcího nařízení, které je přímo použitelným evropským předpisem, žádná transpozice proběhnout nemusela. Transpozice směrnice o trzích finančních nástrojů – MiFID a její prováděcí směrnice, přinesla zásadní dopad do oblasti domácího finančního trhu. V České republice bylo primárně zodpovědné za transpozici směrnice MiFID Ministerstvo financí České republiky. Významná část transpozice se také odehrávala ve změně prováděcích vyhlášek, kterou měla v gesci Česká národní banka. Ministerstvo financí České republiky se snažilo transponovat oba evropské předpisy co nejúčelněji, tzn., aby vyhovovaly požadavkům s ohledem na potřeby českého finančního trhu a tak zapojili do svého konzultačního procesu i širokou veřejnost.

Základním cílem transpozice byla právní norma, která tyto evropské předpisy nikoli pouze formálně, nýbrž především materiálně zapracovala. Cílem bylo vytvořit zákon co do celkového pojetí i co do úpravy jednotlivých základních institutů, který by byl plně

v souladu s přístupem evropské úpravy podnikání na finančním trhu. Hlavní přístupová hlediska, o které se ministerstvo financí opíralo, byla konvence a integrita.

Cílem směrnice MiFID je tedy zlepšit transparentnost nabízených služeb, podpořit konkurenční prostředí a zvýšit ochranu investorů. V České republice se změny dotkly nejen burzy cenných papírů, správců majetku a obchodníků s cennými papíry, ale i investičních zprostředkovatelů.

Směrnice MiFID přinesla nejzásadnější změny pro fungování českého kapitálového trhu, kdy se výrazně pozměnila ustanovení týkající se obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů a organizovaných trhů s finančními nástroji. Byla novelizována řada navazujících vyhlášek, které upravují povinnosti obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů či organizátorů trhů s investičními nástroji. Došlo také ke změnám u dalších zákonů, např. zákon o dohledu nad kapitálovým trhem, zákon o kolektivním investování, zákon o bankách nebo živnostenský zákon.<sup>24</sup>

### 6.3 Centrální depozitář (CDCP)

Centrální depozitář cenných papírů vede evidenci cenných papírů vydaných v České republice, provozuje vypořádání a zúčtování obchodů s cennými papíry a zúčtování obchodů uzavřených na energetické burze.

Základní činnost Centrální depozitáře cenných papírů (CDCP):

- **vedení centrální evidence zaknihovaných cenných papírů** - jsou zde evidovány veškeré zaknihované cenné papíry vydané v České republice. Centrální evidence je evidencí dvoustupňovou a tvoří ji evidence vedená CDCP a evidence navazující, kterou vedou tzv. účastníci CDCP, což jsou zejména obchodníci s cennými papíry.
- **vypořádání obchodů s investičními nástroji.**

CDCP vede též samostatnou evidenci cenných papírů, ve které jsou evidovány zejména zahraniční cenné papíry, listinné cenné papíry, sběrné dluhopisy, investiční nástroje derivátového typu a samostatně též státní spořicí dluhopisy pro Ministerstvo financí ČR.

---

<sup>24</sup>MEIXNEROVÁ, Lucie. *Co PŘINÁŠÍ SMĚRNICE MIFID ČESKÉMU KAPITÁLOVÉMU TRHU*. [online]. [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.ekonomikaamanagement.cz> [7]

CDCP zajišťuje finanční vypořádání burzovních i mimoburzovních obchodů s cennými papíry uzavřených na Burze cenných papírů Praha, a to v českých korunách, v případě zúčtování obchodů s elektrickou energií uzavřených na POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE v eurech. Dále funguje na členském principu a služby CDCP spojené s vedením evidence cenných papírů a vypořádáním obchodů jsou poskytovány pouze prostřednictvím jeho účastníků.

CDCP jako instituce kapitálového trhu funguje již od roku 1993. V roce 1993 byl založen Burzovní registr cenných papírů, který se v roce 1996 transformoval na akciovou společnost UNIVYC. V roce 2010 společnost převzala evidence Střediska cenných papírů a zahájila činnost centrálního depozitáře pod novým názvem Centrální depozitář cenných papírů, a. s., a je členem Evropské asociace centrálních depozitářů cenných papírů (ECSDA). CDCP je stoprocentní dceřinou společností Burzy cenných papírů Praha.<sup>25</sup>

#### **6.4 Samoregulační organizace**

V roce 1996 existoval pouze několikačlenný dozor na ministerstvu financí, až o pár let později vznikla Komise pro cenné papíry, která dohled nad kapitálovým trhem převzala. V dubnu 2006 se tato agenda přenesla pod křídla České národní banky.

UNIS (Unie investičních společností) pomáhal obnovovat důvěru v kapitálový trh. Začal provádět samoregulační opatření, která ve své době nebyla samozřejmostí tak jako dnes. Třeba šlo o oceňování majetku v portfoliích či zveřejňování cen podílových fondů. Unie zahrnovala domácí investiční společnosti, které obhospodařovaly podílové fondy. Postupně se v České republice objevily také zahraniční investiční společnosti, kterým, ale do UNISu nebylo dovoleno vstoupit. Založily proto v dubnu 2000 AKAT (Asociace pro kapitálový trh). V roce 2006 se UNIS změnil na AFAM ČR (Asociaci fondů a asset managementu České republiky) a rozšířil činnosti i na zastřešování asset managementu.<sup>26</sup> Dne 9. 1. 2008 došlo ke sloučení těchto dvou asociací a sloučená asociace ponese název ASOCIACE PRO KAPITÁLOVÝ TRH (AKAT).

---

<sup>25</sup> CENTRÁLNÍ DEPOSITÁŘ. *Centraldepository.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.centraldepository.cz/index.php/cz/co-je-cdcp> [7]

<sup>26</sup> DVOJVLÁDÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU. *Peníze.cz* [online články]. 2008 [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.penize.cz/podilove-fondy/40788-dvojvladi-na-kapitalovem-trhu-konci> [11]

## **AKAT**

*Asociace pro kapitálový trh České republiky* sdružuje nejvýznamnější tuzemské investiční společnosti, zahraniční správce fondů nabízející své produkty v ČR a další subjekty, které poskytují služby v oblasti kolektivního investování. Vzájemně si konkurující subjekty se spojily za účelem rozvoje společných zájmů a aktivit, u kterých by nebylo efektivní, aby je jednotliví členové vykonávali samostatně

Asociace pro kapitálový trh ČR usiluje o rozvoj kapitálového trhu a kolektivního investování. Svými aktivitami a samoregulačními předpisy chce rozvíjet povědomí, znalost a důvěryhodnost oblasti kolektivního investování.<sup>27</sup>

## **AFIZ**

*Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců České republiky* byla založena v prosinci 2002 (tehdy pod názvem Asociace registrovaných investičních zprostředkovatelů – ARIZ ČR) jako občanské sdružení, sdružující fyzické a právnické osoby, poskytující službu investičního zprostředkovatele. Založení asociace bylo reakcí na novou právní úpravu, kterou byl vymezen nový předmět podnikání mimo režim živnostenského zákona – investiční zprostředkovatel, registrovaný tehdy Komisí pro cenné papíry.

V roce 2004 došlo k rozšíření působnosti asociace na všechny zprostředkovatelské a poradenské činnosti na finančním trhu. Od té doby mohou být členy všechny právnické a fyzické osoby, které působí na finančním trhu jako zprostředkovatelé či poradci.

Asociace má vlastní profesionální odborné zázemí, díky kterému svým členům poskytuje odborné služby a současně hájí zájmy členů při přípravě nové legislativy na finančním trhu.<sup>28</sup>

## **ČAOCP**

*Česká Asociace obchodníků s cennými papíry* byla založena 17. 6. 2004. Asociace usiluje o odborný růst svých členů na základě sdílení informací, zpracovávání vzorových řešení pro opakující se případy v činnosti obchodníků s cennými papíry, vzorové podoby interních předpisů vyžadovaných dozorovým orgánem i další materiály. Hodlá se

---

<sup>27</sup> AKAT. *Akat.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.akatcr.cz/static.do?page=zakl\\_popis.html](http://www.akatcr.cz/static.do?page=zakl_popis.html) [2]

<sup>28</sup> AFIZ. *Afiz.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.afiz.cz/afiz-osobe/\[1\]](http://www.afiz.cz/afiz-osobe/[1])

aktivně účastnit a spolupracovat na tvorbě obecně závazných právních předpisů a v rozsahu stanoveném platnými právními předpisy.

Cílem Asociace je efektivně napomáhat rozvoji a růstu českého kapitálového trhu. Informujeme o aktuálním dění na českých i zahraničních kapitálových trzích prostřednictvím zpravodajství čerpaného od jednotlivých členů.<sup>29</sup>

## 6.5 Místa obchodování

ČNB řídí a provozuje jediný systém mezibankovního platebního styku v České republice (CERTIS). Zákon o platebním styku předpokládá dohled nad možnými nově vytvořenými platebními systémy, které musí získat licenci od ČNB. Dozor nad všemi systémy vypořádání cenných papírů (SKD, UNIVYC, RM-SYSTÉM) byl od 1. dubna 2006 rovněž převzat ČNB.

ČNB je bankou bank a bankou státu. ČNB vlastní a provozuje systém mezibankovního platebního styku CERTIS, který je nyní jediným systémem mezibankovního platebního styku v České republice.

CERTIS:

- *zpracovává mezibankovní platby v českých korunách*
- *hotovostní vypořádání všech mezibankovních transakcí vyplývajících z obchodů s cennými papíry uskutečněných na Burze cenných papírů Praha (BCPP) a ve RM-SYSTÉMU. UNIVYC (systém pro vypořádání veškerých obchodů uzavřených na BCPP a mimoburzovních transakcí s cennými papíry a jinými investičními nástroji) a RM-SYSTÉM jsou napojeny na CERTIS jako přidružené systémy.*
- *nezpracovává transakce v cizí měně - pro účely mezibankovního platebního styku v České republice vede ČNB účet pro každého přímého účastníka (banky, spořitelni a úvěrní družstva).<sup>30</sup>*

---

<sup>29</sup> ČAOCP. *Caocp.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo\\_jsme](http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo_jsme) [8]

<sup>30</sup> ČNB: *PLATEBNÍ STYK*. [online]. 2007 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/platebni\\_styk/statistika\\_plat\\_styku\\_eu/download/modra\\_kniha\\_text\\_2007\\_srpen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/platebni_styk/statistika_plat_styku_eu/download/modra_kniha_text_2007_srpen.pdf) [3]

## **Burza cenných papírů**

Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP), je největším a nejstarším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Po padesátileté přestávce způsobené druhou světovou válkou a komunistickým režimem byla znovu otevřena v roce 1993. Navázala tak na činnost pražské komoditní a akciové burzy založené roku 1871.

Obchodování na BCPP probíhá prostřednictvím licencovaných obchodníků s cennými papíry, kteří jsou zároveň členy burzy. Jedná se především o významné banky a makléřské firmy. Jestliže se tedy běžný investor rozhodne na burze investovat, je třeba obrátit se na některého z členů burzy.<sup>31</sup>

Na burze mohou tedy přímo obchodovat pouze členové burzy, kteří mají licenci a přístup k burzovnímu obchodnímu systému. Obchodování probíhá dle pravidel, která jsou v souladu s právem Evropské unie. Burza má dva obchodní moduly:

- SPAD – pro velké institucionální investory
- Ostatní moduly pro malé investory (KOBOS, RM – systém)<sup>32</sup>

BCPP tvoří spolu se svými dceřinými společnostmi skupinu PX. Vedle burzy jsou nejvýznamnějšími společnostmi skupiny POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s. (PXE), a Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (CDCP). PXE byla založena v roce 2007 a představuje novou obchodní platformu pro obchodování s elektřinou v České republice, na Slovensku a v Maďarsku. CDCP zaujímá dominantní postavení v oblasti vypořádání obchodů s cennými papíry na českém kapitálovém trhu, vede centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů vydaných v České republice a přiděluje investičním nástrojům identifikační označení podle mezinárodního systému číslování (ISIN).

BCPP je součástí skupiny CEE Stock Exchange Group (CEESEG), jejímiž členy jsou také další tři středoevropské burzy cenných papírů, a to Burza cenných papírů Vídeň (Wiener Börse), Burza cenných papírů Budapešť (Budapesti Értéktőzsde) a Burza cenných papírů Lublaň (Ljubljanska borza). Skupina vstoupila jako nový a silný aktér na mezinárodní burzovní scénu v září 2009 a dnes je největší skupinou burz ve střední a východní Evropě.

---

<sup>31</sup> PROFIL BURZY. *Bcpp.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy> [18]

<sup>32</sup> ŠTÝBR, D. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*, 1. vydání, Praha 2011, str. 22



BCPP je dále členem Federace evropských burz (FESE) a americkou Komisí pro cenné papíry a burzy (US SEC) je zařazena do prestižního seznamu burz bezpečných pro investory (status tzv. „Designated Offshore Securities Market“).<sup>33</sup>

## **RM-SYSTÉM**

RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. je trhem, kde se obchoduje s akciemi nejvýznamnějších českých, ale i zahraničních společností. On-line se zde obchoduje také s akciemi, které se nevyskytují na pražské burze. Česká burza RM-SYSTÉM je zaměřená především na drobné a střední investory, kteří mají zájem o investování na kapitálovém trhu. Velmi snadno získá přístup na trh rovněž institucionální klient. Od 24. května 1993, kdy bylo zahájeno pravidelné obchodování, využilo služeb společnosti více než 3 miliony zákazníků.

Mezi největší výhody obchodování na české burze RM-SYSTÉM patří široká nabídka akciových titulů a certifikátů obchodovaných v českých korunách, on-line vypořádání cenných papírů, nejdelší doba obchodování v České republice, obchodování pokynem EasyClick a inteligentní pokyny Stoploss a Stepper, které jsou evidovány přímo na úrovni burzy v obchodním systému.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> PROFIL BURZY. *Bcpp.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy> [18]

<sup>34</sup> RM- SYSTÉM. *Rmsystem.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace> [19]

## 7 Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v Evropské unii

Evropská unie je společenstvím evropských zemí s tržní ekonomikou, které podepsaly příslušné dohody o spolupráci v ekonomické, sociální a politické oblasti. Od 1. ledna 1993 došlo k naplnění Zákona o sjednocené Evropě z 28. února 1986, který požadoval vytvoření jednotného trhu Evropského společenství jako „územního prostoru bez vnitřních bariér pohybu zboží, služeb, lidí a kapitálu“ (Single European Act; někdy také Zákon o jednotném trhu). Jednotný trh je prozatím nejvyšší formou integrace mezi zeměmi v Evropě.<sup>35</sup>

Současný stav regulace a dozoru nad kapitálovým trhem se vyznačuje velkou rozmanitostí pramenící především z odlišných historických podmínek, za nichž regulační a dozorové systémy vznikaly. Zatímco druhá polovina 19. století a první třetina 20. století považovala za určitý vzor regulace britský systém, od 30. let minulého století, zejména však po 2. světové válce, se uznávaným modelem pro nově vznikající systémy regulace a dozoru nad kapitálovým trhem staly Spojené státy.

Většina evropských zemí s tržní ekonomikou však i během 20. století zachovávala tradiční regulační a kontrolní mechanismy bez větších změn. Regulace a dozor v nich byly spjaty s bankovním dozorem, který nesporně hrál největší roli. Tento stav v podstatě odpovídal úrovni rozvoje kapitálového trhu na evropském kontinentě a jeho postavení ve finančním systému jednotlivých zemí. Je známou skutečností, že kontinentální Evropa z těchto hledisek zaostávala za Spojenými státy i za Velkou Británií. Teprve v poslední třetině minulého století došlo k významnému rozvoji kapitálových trhů i v kontinentální Evropě, přičemž velkou roli v tom hrál proces internacionalizace podporovaný rozvojem počítačové techniky.

Dynamický rozvoj kapitálových trhů přinesl i nutnost zdokonalení systému jejich regulace a dozoru. Tyto snahy se v jednotlivých zemích realizují postupně a rozdílným způsobem.

Regulace finančních institucí je v EU poměrně značně sjednocena směrnicemi EU. Naopak za dohled nad finančními institucemi odpovídají jednotlivé členské země. V rámci Evropské unie také fungují výbory třetí úrovně. V současné době jsou připravovány změny evropského dohledu. Zatím ovšem platí tzv. *Lamfalussyho proces*, který byl za-

---

<sup>35</sup> REVENDA, Z.: *Bankovní regulace a dohled*, Praha 2001 str. 630-631

hájěn v roce 2001. Jeho cílem bylo sblížít regulace a dohled nad finančním trhem v Evropě.

Vznikl 4úrovňový proces:

- legislativa Evropského parlamentu a Rady, která stanoví klíčové principy regulace finančního sektoru (např. směrnice Mifid)
- prováděcí předpisy Evropské komise k 1. úrovni
- sektorové výbory v rámci EU, které stanoví technické detaily aplikace legislativy Evropského parlamentu a Rady – vznik 3 výborů
  - Výbor evropských bankovních dohledů (CEBS – Committee of european bank supervisors)
  - Výbor evropských regulátorů obchodníků s cennými papíry (CESR – Committee of european securities regulators)
  - Evropský výbor pojištění a zaměstnaneckých penzí (European insurance and occupational pensions committee)
- vynucování veškeré legislativy požadující Evropskou komisí.<sup>36</sup>

## 7.1 Aktuální vývoj

Členské státy musely přijmout celkem 9 směrnic, které upravovaly a zaváděly podmínky pro integraci finančních trhů na základě doporučení Lamfalussyho skupiny. Každý ze států si na svém území udržuje tzv. regulované trhy, za které zodpovídá daný správce určující pravidla.

Od chvíle, kdy byly představeny zárodky Akčního plánu finančních služeb, který na tomto poli zahájil postupnou integraci členských států EU, uplynulo pár let. Deklarovaný cíl harmonizace do roku 2005 se nepodařilo splnit, protože vyjednávání naráželo na nové překážky, které zbrzdily samotnou implementaci směrnic členskými státy.

V současné době nelze tvrdit, že integrace finančních trhů EU je ukončena. Ačkoliv je k dispozici potřebná právní úprava, některé členské země se s jejím přijetím opoždují. Pro integritu evropského finančního trhu budou určující především nadcházející roky,

---

<sup>36</sup> JÍLEK, J. - *Finanční trhy a investování*, Praha 2009. str. 153-155

které budou ovlivněny preventivními zásahy v důsledku celosvětové hospodářské krize.<sup>37</sup>

V EU jako celku se postupně krystalizuje mírná převaha integrovaných institucí regulace a dohledu nad finanční sférou, i když s četnými modifikacemi (viz. Příloha č. 3 - Zahraniční orgány dohledu nad finančním trhem).

Úloha centrálních bank se v tomto uspořádání soustřeďuje zejména na funkci věřitele poslední instance. V některých zemích si centrální banky zachovávají svou původní regulatorní úlohu, v jiných zemích je tato role vázána na úzkou spolupráci s jinými orgány (zejména s ministerstvy financí).

Situace v Evropské unii se dosti podstatně liší od ostatního světa: sektorová integrace ve většině zemí zatím zůstává zachována.<sup>38</sup>

**Finanční krize z let 2008/09** byla spouštěčem rozsáhlých regulatorních iniciativ Evropské Komise (EK), která předložila své plány v oblasti regulace ve dvou základních dokumentech:

1. Zpráva EK “Urychlit oživení evropské ekonomiky”(4. 3. 2009)
2. Zpráva EK “Regulace finančních služeb v zájmu udržitelného růstu”(2. 6. 2010)

Dále EK sleduje čtyři základní cíle při regulaci finančního trhu:

1. Zlepšit výkon dohledu ve finančním sektoru
2. Posílit finanční instituce a vytvořit rámec pro jejich případné „uzdravení“
3. Vytvořit bezpečnější a průhlednější finanční trhy
4. Posílit ochranu spotřebitelů finančních služeb<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> EVROPSKÉ PRÁVO. *Euractiv.cz* [online]. 2010 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: <http://www.euractiv.cz/evropske-pravo/analyza/proces-tvorby-evropske-legislativy-na-prikladu-smernice-o-trzich-financnich-nastroju-007091> [14]

<sup>38</sup> KUBÍČEK, Antonín., PAVLÁT, Vladislav. *EKONOMICKÉ STUDIE A ANALÝZY*. periodika, [online periodika]. 2007, roč.1,1 [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.vsfs.cz/periodika/acta-2007-01.pdf> [6]

<sup>39</sup>TOMŠÍK, Vladimír. *VYSTOUPENÍ A PROJEVY PRO VEŘEJNOST*, [online]. 2011 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/tomsik\\_20111021\\_skoda.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20111021_skoda.pdf) [9]

Finanční krize odhalila nedostatky evropského rámce pro dohled, který i po vytvoření jednotného evropského trhu zůstává roztržštěný na úrovni členských států, a poukázala na významnou úlohu celoevropských institucí.<sup>40</sup>

Evropská unie jako celek se stále nachází ve fázi pokračujících intenzivních **reform regulálního a dohledového rámce** finančního sektoru s deklarovaným cílem dosažení vyšší ochrany spotřebitelů a investorů a adekvátního mechanismu pro řešení krizí. Bezprostředním výsledkem reformního procesu bylo od 1. ledna 2011 ustanovení nového *Evropského systému orgánů dohledu nad finančním trhem* (ESFS), který je tvořen *Evropskou radou pro systémová rizika* (ESRB) a *Evropskými dohledovými autoritami* (ESAs). ESRB je instituce odpovědná za makrobezpečnostní dohled nad finančním systémem a má přispívat k prevenci nebo snižování systémového rizika pro finanční stabilitu, resp. stabilitu finančního sektoru v EU. Jedním ze zmíněných ESAs, které jsou zaměřeny na mikrobezpečnostní dohled, je *Evropský orgán pro bankovníctví* (EBA). EBA přebírá veškeré stávající úkoly od *Evropského výboru orgánů bankovního dohledu* (CEBS) a je jí současně přidělena řada nových úkolů. EBA se doposud prezentovala zejména dvěma koly zátěžových testů bankovního sektoru. Do skupiny ESAs dále patří **Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)** a *Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění* (EIOPA).

---

<sup>40</sup> EVROPSKÁ UNIE. *Europe.eu*. [online].2009 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-09-1347\\_cs.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1347_cs.htm?locale=en) [13]

**Obrázek 3 – Centralizace pravomocí a sjednocujících postupů**



zdroj: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/tomsik\\_20111021\\_skoda.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20111021_skoda.pdf)

Koordinace hospodářských politik v EU se vlivem rozsáhlé nové agendy také zřejmě stane z organizačního hlediska náročnější než doposud, nároky na vnitrostátní i unijní zdroje (personální, finanční) vzrostou. To se bude zpočátku týkat především zemí eurozóny vzhledem k omezené aplikaci sankcí na státy stojící mimo společnou měnu. Mimoto není budování záchranných kapacit eurozóny pravděpodobně u konce a nelze vyloučit další podstatné návrhy.<sup>41</sup>

## **7.2 ESMA**

ESMA (European Securities and Market Authority) je nezávislý orgán EU, který přispívá k zachování stability finančního systému Evropské unie o zajištění integrity, transparentnosti, účinnosti a řádného fungování trhů s cennými papíry, jakož i zvýšení

---

<sup>41</sup>ČNB: *MĚNOVÁ POLITIKA*. [online]. 2011 [cit. 2013-03-17]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/analyzy\\_sladenosti\\_2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2011.pdf) [2]

ochrany investorů. ESMA podporuje sbližování dohledu jak mezi regulátory cenných papírů napříč finančními sektory tím, že pracuje v úzké spolupráci s ostatními evropskými orgány dohledu působícími v oblasti bankovníctví (EBA), a pojišťovnictvím a zaměstnaneckým penzijním (EIOPA).<sup>42</sup>

Od 1. ledna 2011 přebírá ESMA veškeré stávající úkoly od Výboru evropských regulátorů cenných papírů (Committee of European Securities Regulators, CESR) a je jí současně přidělena řada nových úkolů.

Má zejména usilovat o:

- lepší fungování vnitřního trhu, včetně především důkladné, účinné a jednotné úrovně regulace a dohledu,
- zajištění integrity, průhlednosti, účinnosti a řádného fungování finančních trhů,
- posílení koordinace dohledu na mezinárodní úrovni,
- předcházení regulatorní arbitráži a prosazování rovných podmínek hospodářské soutěže,
- zajištění toho, aby investování a jiná rizika byla vhodně upravena a podléhala řádnému dohledu, a
- posílení ochrany spotřebitelů
- registrace a dohled nad ratingovými agenturami<sup>43</sup>

ESMA vychází z obecných pokynů a požadavků směrnice MiFID na funkci dodržování a přístupu dohledu. Na základě toho bude pomáhat obchodníkům s cennými papíry, aby jejich činnost byla v souladu s právní regulací, a doufá, že tak dojde k odpovídajícímu posílení ochrany investorů.<sup>44</sup>

Hlavním rozhodovacím orgánem ESMA je rada orgánů dohledu (ČNB má svého zástupce). Členy rady orgánů dohledu jsou předseda, vedoucí představitelé vnitrostátních

---

<sup>42</sup> ESMA. *Europe.eu*. [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné na WWW: <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short> [12]

<sup>43</sup> Mezinárodní aktivity: *Cnb.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/mezinarodni\\_aktivity/iosco.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/mezinarodni_aktivity/iosco.html) [17]

<sup>44</sup> ČNB: *ESMA – OBECNÉ POKYNY EVROPSKÝCH ORGÁNŮ DOHLEDU*. [online]. 2012 [cit. 2013-03-17]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislatni\\_zakladna/obecne\\_pokyny\\_evropskych\\_organu\\_dohledu/esma\\_2012\\_388\\_cs.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislatni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/esma_2012_388_cs.pdf) [1]

orgánů členských států odpovědných za dohled nad účastníky finančního trhu, jeden zástupce Komise, jeden zástupce Evropské centrální banky, jeden zástupce ESRB a jeden zástupce každého ze dvou ostatních evropských orgánů dohledu.

Plnění úlohy orgánu pro cenné papíry a trhy a jemu přidělených úkolů by měla zajistit správní rada složená z předsedy a šesti členů rady orgánů dohledu zvolených členy rady orgánů dohledu. ESMA je navenek zastupována předsedou. Řízení ESMA je pak svěřeno výkonnému řediteli.<sup>45</sup>

### 7.3 IOSCO

Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) vznikla v roce 1983 transformací původně americké regionální asociace v mezinárodní instituci.

Cílem mezinárodní organizace IOSCO je vzájemná spolupráce při podpoře vysokých standardů regulace s cílem udržet spravedlivý, efektivní a finančně zdravý kapitálový trh. Prostřednictvím Mnohostranné dohody o spolupráci v rámci Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry z roku 2002. IOSCO významně přispěla ke zkvalitnění přeshraničního vymáhání a výměně informací mezi orgány dohledu nad kapitálovým trhem. IOSCO má v současnosti 110 řádných členů (ordinary members), 11 přidružených členů (associate members) a 73 ostatních členů (affiliate members).

Česká národní banka je signatářem (březen 2007) Mnohostranné dohody o spolupráci v rámci Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry. V rámci dohody aktivně spolupracuje s konkrétními státy. Zástupci ČNB se účastní prací zejména v European Regional Committee (IOSCO ERC), Emerging Markets Committee (IOSCO EMC) a dále se účastní výroční konference IOSCO.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup>ČNB: *ESMA – OBECNÉ POKYNY EVROPSKÝCH ORGÁNŮ DOHLEDU*. [online]. 2012 [cit. 2013-03-17]. Dostupné na WWW:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislatni\\_zakladna/obecne\\_pokyny\\_evropskych\\_organu\\_dohledu/esma\\_2012\\_388\\_cs.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislatni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/esma_2012_388_cs.pdf) [1]

<sup>46</sup>MEZINÁRODNÍ AKTIVITY: *Cnb.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/mezinarodni\\_aktivita/iosco.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/mezinarodni_aktivita/iosco.html) [17]



## 7.4 MiFID

Směrnice MiFID je základní dokument celého procesu, je směrnicí Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů. Tato směrnice nahrazuje směrnicí č. 93/22/EHS o investičních službách. Směrnice MiFID byla vydána v intencích Lamfalussyho procesu, je tedy směrnicí rámcovou, na kterou navazuje prováděcí úprava. Konkrétně se jedná o nařízení Evropské komise č.1287/2006 a směrnicí č.2006/73/ES. Směrnice MiFID rozšiřuje rozsah služeb regulovaných v Evropské unii. Zahrnuje například nástroje, které v dřívější směrnici o investičních službách zahrnuté nebyly: deriváty, komoditní deriváty, kreditní deriváty a finanční kontrakty na vyrovnání rozdílů.

Jedním z hlavních důvodů vzniku směrnice MiFID je snaha odstranit národní burzovní monopoly, dosáhnout obchodování s cennými papíry konkurenčního prostředí na evropské úrovni a zároveň zvýšit transparentnost probíhajících obchodů s cennými papíry. Změny jsou komplexní a navzájem provázané.

Z pohledů investorů se dají rozčlenit do dvou skupin:

- 1) změny související s tržní strukturou (obchodování s cennými papíry)
- 2) změny související s pravidly pro jednání se zákazníky za nejlepších podmínek tzv. pravidlo Best Execution.

Zásadní změnou s dopadem na oblast finančního zprostředkování je také přesunutí investičního poradenství mezi hlavní investiční služby, což znamená, že tuto službu již není možné nadále poskytovat na základě volné živnosti.

Směrnice MIFID se vztahuje:

- investiční společnosti
- investiční poradce
- banky poskytující investiční služby
- alternativní systémy obchodování
- uznávané burzy

Směrnice MiFID a jí prováděcí směrnice se týká hlavně těchto oblastí:

- zásady pro poskytování investičních služeb
- test běžného investora
- třídění zákazníků pro přístup poskytovatele investičních služeb
- cíle poskytování informací zákazníkům

- časový předpis pro poskytování informací zákazníkům
- aktualizace informací poskytovaných zákazníkům
- zajištění „nejlepších“ podmínek pro provedení pokynů

Nové investiční služby pokryté směrnicí o trzích finančních instrumentů, nazývané MiFID zahrnují:

- investiční poradenství
- provozování tzv. vícestranného (alternativního) obchodního systému (multilateral trading facility)

Na společnosti poskytující investiční služby klientům (například osobní doporučení) se také vztahuje tato směrnice o trzích finančních instrumentů a tyto společnosti musejí splňovat veškeré zákonné požadavky. Směrnice o trzích finančních instrumentů se rovněž vztahuje i na doplňkové služby. Přičemž doplňkové služby uvedené na prvních pěti bodech již dříve do působnosti směrnice spadaly a poslední dva typy jsou do jejího rámce zahrnuty nově:

- zabezpečování a správa finančních instrumentů
- poskytnutí úvěrů investorovi s cílem umožnit mu realizaci transakce v oblasti finančních instrumentů v případě, že se firma transakce účastní
- poradenství podnikům o kapitálové struktuře, průmyslové strategii a souvisejících
- záležitosti a poradenství/služby týkající se fúzí a investic do podniků
- služby v oblasti cizí měny spojené s poskytováním investičních služeb
- služby v oblasti upisování cenných papírů
- investiční výzkum a finanční analýza
- investiční služby a činnosti týkající se podkladových nástrojů derivátů, pokud jsou
- spojeny s poskytováním investičních nebo doplňkových služeb

Směrnice MiFID a ji provádějící předpisy, nestanoví pravidla podnikání veškerým osobám podnikajícím na finančním trhu. Oblast jejich působnosti se vztahuje pouze na některé z těchto subjektů:

- poskytovatelé investičních služeb (obchodník s cennými papíry – může být jak právnická tak fyzická osoba), vázaný zprostředkovatel, popř. též investiční zprostředkovatel a investiční společnost (pokud poskytuje investiční služby)
- organizátoři regulovaného trhu

Členské státy mohou dle MiFIDu uznat za obchodníka cennými papíry i fyzickou osobu a to pro vybrané investiční služby:

a) hlavní investiční služby

- přijímání a předávání pokynů
- investiční poradenství

b) doplňkové investiční služby

- poradenská činnost týkající se struktury kapitálu
- provádění doporučení investičního výzkumu
- provádění finančních analýz
- provádění doporučení týkající se obchodů s finančními nástroji

Směrnice o trzích finančních nástrojů by měla v Evropské unii zajistit zvýšení ochrany investorů. Snahou Evropské komise je zajistit rovnocenné tržní podmínky po celé Evropské unii a dobré fungování trhů s cennými papíry. Zvýšená transparentnost týkající se stanovení cen a obchodních informací by měla skutečně vést k lepšímu propojení finančních trhů v Evropské unii.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> MEIXNEROVÁ, Lucie. *Co PŘINÁŠÍ SMĚRNICE MIFID ČESKÉMU KAPITÁLOVÉMU TRHU*. [online]. [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.ekonomikaamanagement.cz> [7]

## 8 Vybrané země EU

Tabulka 1 - Porovnání dohledu ve vybraných zemích

Země	Měnová politika	Dozor			Cenné papíry (obligace)	Poznámka
		Bankovníctví	Platební systém	Pojišťovnictví		
<b>Velká Británie</b>	Bank of England	Financial Services Authority	Bank of England	Financial Services Authority	Financial Services Authority	Nezávislost CB od 1997 1997 – bankovní dohled odebrán z Bank of England a sloučen v dozorčí orgány
<b>Německo</b>	Deutsche Bundesbank	Federal Banking Supervisory Office			Federal Securities Supervisory Office/ Federal Supervisory Office for Securities Trading	Nezávislost CB vznikla v roce 1957. (European CB)

Zdroj: Mayes David G., Wood Geoffrey E. – The Structure of Financial Regulation str. 3 - 9 (vlastní úprava)

### 8.1 Velká Británie

Ve Velké Británii platil zákon o finančních službách (Financial Services Act), který dával pravomoci státnímu tajemníkovi Velké Británie pro státní pokladnu regulovat kapitálový trh, ale také umožnil převod, tj. delegování funkcí na „jmenovanou agenturu“, pokud jmenovaná agentura splňuje daná kritéria.

Subjekt, na který se funkce převádějí, je známý jako *The Securities and Investments Board Limited (SIB)*, tj Rada pro cenné papíry.

Mezi další nejdůležitější samoregulační se organizace v britském průmyslu patřili IMRO, PIA, SFA.<sup>48</sup>

<sup>48</sup> LIŠKA, V., GAZDA, J. - Kapitálové trhy a kolektivní investování, Praha 2004, str. 207

V roce 1997 britská vláda vyhlásila úplnou reorganizaci britského finanční regulace a supervize. Až do té doby ve Velké Británii působilo šest nezávislých specializovaných regulátorů kapitálového trhu:

- Úřad pro cenné papíry a investice (*Securities and Investment Board – SIB*)
- Úřad pro cenné papíry a futures (*Securities and Futures Authority – SFA*)
- Organizace pro regulaci řízení investic (*Investment Management Regulatory Organisation – IMRO*)
- Organizace pro investice osob (*Personal Investment Authority – PIA*)
- Komise pro stavební společnosti (*Building Societies Commission*)
- Komise pro veřejné úvěrové společnosti (*Friendly Societies Commission*)

Pravomoc těchto specializovaných orgánů postupně přešla do rukou jediného regulátora kapitálového trhu ve Velké Británii – Úřadu pro finanční služby (*FSA – Financial Services Authority*). Tento proces byl po vydání nového zákona o finančních službách a trzích (*Financial Services and Markets Act – FSMA*) v r. 2000 dovršen k 1. 12. 2001, kdy se FSA stal jediným regulátorem finančního sektoru ve Velké Británii. V souvislosti s těmito zásadními reformami došlo i k vymezení pravomoci ústřední banky (*Bank of England*), která si zachovala svou pravomoc v oblasti odpovědnosti za celkovou stabilitu finančního systému a pravomoc dozoru nad kapitálovým trhem přenechala Úřadu pro finanční služby (FSA).<sup>49</sup>

V říjnu 2004 na základě rozhodnutí ministerstva financí převzala FSA zodpovědnost za trh s hypotékami a v lednu 2005 ještě převzala regulaci a dohled nad pojišťovnictvím.<sup>50</sup>

Úřad pro finanční služby (*FSA*) je soukromá společnost se statutární pravomocí. Řídí ji představenstvo jmenované ministerstvem financí složené z předsedy, dvou výkonných členů tohoto vedení a z dalších členů, kteří nejsou výkonnými pracovníky Úřadu. V celkovém počtu členů musí tito členové tvořit většinu. Členy představenstva může ministerstvo odvolávat. Víceguvernér *Bank of England* je členem vedení Úřadu pro finanční služby z titulu své funkce.<sup>51</sup>

---

<sup>49</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. – *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*, Praha: VŠFS, 2004 str. 81-82

<sup>50</sup> FSA. *Fsa.gov.uk* [online]. 2013 [cit. 2013-03-23]. Dostupné na WWW: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/History/index.shtml> [16]

<sup>51</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. – *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*, Praha: VŠFS, 2004. str. 81-82

FSA jako jednotný dohledový orgán je odpovědný za dohled nad bankovníctvím, pojišťovnictvím a investováním na trhu. K dalším jeho úkolům patří potírání obchodování na trhu a potírání finanční kriminality.<sup>52</sup>

Hlavní cíle FSA:

- *důvěryhodné trhy* - zachování důvěry ve finanční systém;
- *finanční stabilitu* - přispět k ochraně a zlepšování finančního systému ve Velké Británii
- *ochrana spotřebitele* - zajistit odpovídající stupeň ochrany spotřebitelů
- *snížení finanční kriminality* - snížení rozsahu spojené s finanční kriminalitou v oblasti podnikání

K dosažení těchto cílů FSA používala soubor zásad regulace mimo jiné i povinnost vzít v úvahu mezinárodní charakter finančních služeb a trhů a nutnost pro udržení jejich konkurenčního postoje UK.<sup>53</sup>

### ***Finanční krize a současný vývoj***

Finanční krize silně prokázala potřebu nového přístupu k regulaci finančních trhů a probíhající hlavní reformy mají za cíl stanovit ve Velké Británii regulační rámec, který je více zaměřen na otázky lepší vybavenosti poskytování finanční stability.

Financial Services Act (2012) vytváří nezávislý *finanční výbor pro politiku (FPC)* u Bank of England a Financial Services Authority (FSA) přestane existovat ve své současné podobě a jeho odpovědnosti budou převedeny do nových subjektů. *Obezřetnostní regulační úřad (PRA)*, který bude součástí Bank of England se zaměřením na otázky obezřetnosti. *Finanční státní dozor* jako samostatný subjekt, bude zodpovědný za podnikání a chování na trhu. Odpovědnosti za dohled nad finančním trhem budou přeneseny z FSA na PRA s účinností od 1. dubna 2013.

---

<sup>52</sup> JÍLEK, J. – *Finanční trhy a investování*, Praha 2009. str. 163-164

<sup>53</sup> FSA. *Fsa.gov.uk* [online]. 2013 [cit. 2013-03-23]. Dostupné na WWW: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/History/index.shtml> [16]

### **Výbor pro finanční politiku (Financial Policy Committee - FPC)**

V únoru 2011 byl vytvořen jako prozatímní výbor, který přispívá k finanční stabilitě, sledování a zveřejňování rizik pro finanční systém, poradenství a vydává opatření k jeho snížení a zmírnění.

Od 1. 4. 2013 bude jeho *primárním cílem* identifikovat, sledovat a přijímat opatření k odstranění nebo snížení systémového rizika s ohledem na ochranu a posílení odolnosti finančního systému Spojeného království. Jako *sekundární cíl* bude podporovat hospodářskou politiku vlády.

### **Obezřetnostní regulační úřad (Prudential Regulation Authority - PRA)**

Je to dceřiná společnost Bank of England, která převezme odpovědnost za dohled nad finančním trhem od FSA dne 1. 4. 2013. Bude tedy zodpovědná za obezřetnostní regulaci a dohled nad bankami, stavebními společnostmi, družstevními záložnami, pojišťovnami a velkými obchodníky s cennými papíry. To stanoví normy a kontrola finanční instituce na úrovni jednotlivých firem. Celkem bude tedy regulovat 1700 finančních společností.

Role PRA je definována ze dvou statutárních cílů na podporu bezpečnosti a spolehlivosti firem a speciálně pro pojistitele s cílem přispět k zajištění vhodného stupně ochrany pojistníků.

PRA se tyto cíle bude sledovat pomocí dvou klíčových nástrojů:

- regulace – nastavit standardy nebo pravidla
- dohledu a posouzení rizika

Na základě těchto nástrojů bude mít 3 vlastnosti:

- přístup založený na úsudku – pro určení zda finanční firmy jsou bezpečné a zdravé, zda pojistitelé poskytují odpovídající ochranu pojistníků a zda podniky stále splňují prahové podmínky
- výhledový přístup – posoudí firmy ohledně současných rizik, ale i budoucích, a pokud PRA posoudí, že je nutné zasáhnout, učiní tak v rané fázi
- zaměřený přístup – kdy se zaměřený na otázky a ty firmy které představují největší riziko pro stabilitu finančního systému Spojeného království a pojistníků.

PRA se v důsledku převzetí role mezinárodního finančního centra bude mít dohled nad zahraničními firmami působící ve Velké Británii a dále se bude podílet i nad přeshraničními obchody těchto firem. Bude udržovat dohody o spolupráci, včetně memoranda a porozumění se zahraničními firmami s cílem umožnit sdílení důvěrných informací přeshraničních firem.<sup>54</sup>

### **Místa obchodování**

**London Stock Exchange Group plc (LSEG)** – korporace registrovaná v Anglii a Walesu s hlavním sídlem v Londýně. Vznikla v roce 2007 na základě fúze londýnské a italské burzy. Tato korporace se zaměřuje především na oddělený provoz evropských burzovních trhů, realizovaný samostatnými společnostmi London Stock Exchange plc a Borsa Italiana S. p. Po implementaci MIFIDu LSEG expandovala i do sféry provozování mnohostranných obchodních systémů. Dále nabízí služby v oblasti vypořádání obchodů, vytváření a provozování obchodních systémů a v oblasti burzovního poradenství. Jedná se tedy o firmu integrovaných burzovních služeb, zaměřenou převážně na evropský prostor.

Obchodování probíhá prostřednictvím několika elektronických obchodních systémů, přičemž největší význam mají SETS, SEAQ, SEATS PLUS a IOB.

- Systém SETS – na burze zaveden v říjnu 1997 pro akcie, které jsou obsaženy v akciovém indexu FTSE
- SEAQ – od října 1986, má charakter elektronického systému řízení kvótami. V současné době pouze pro ty akcie, které nejsou obchodovány v systému SETS.
- SEATS PLUS – elektronický obchodní systém podobný jako systém SEAQ s rozdílem, že u každého obchodovaného titulu je pouze jeden tvůrce trhu.
- IOB – elektronický obchodní systém centrální objednávkové knihy, určený pro obchodování se zahraničními akciemi nebo s depozitními stvrzenkami. Londýnský trh zahraničních akcií je největším na světě.

---

<sup>54</sup> BANK OF ENGLAND. *Bankofengland.uk* [online]. 2013[cit. 2013-03-23]. Dostupné na WWW: [http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/overseeing\\_fs/default.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/overseeing_fs/default.aspx) [5]



Zúčtování a vypořádání obchodů na londýnském trhu se realizuje prostřednictvím společnosti **LCH.CLearnet**.

Jednotlivé obchodní platformy London Stock Exchange Group plc jsou regulovány a dozorovány národními autoritami. Dozor nad licencovanými britskými trhy provádí **FSA** (Financial Services Authority).<sup>55</sup>

## 8.2 Německo

Centrálním regulátorem kapitálového trhu v Německu byl od r. 1995 Spolkový úřad pro dohled na obchodování s cennými papíry (*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel BAWe*) se sídlem ve Frankfurtu nad Mohanem. Tento orgán byl nezávislým federálním orgánem odpovědným federálnímu ministerstvu financí. V čele úřadu stál prezident.

Úkolem Spolkového úřadu bylo zabezpečovat správné fungování finančních trhů – ochrana investorů, transparentnost obchodování a férové trhy.

V německém systému regulace a dozoru nad finančními trhy dále fungovaly tyto regulační orgány v oblasti bank a v oblasti pojišťovnictví:

- Spolkový úřad dohledu na úvěrové instituce (*Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*)
- Spolková banka (*Bundesbank*)
- Spolkový úřad pro dohled na pojišťovnictví (*Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen – BAV*)

V roce 2002 převzal regulaci a dozor nad celým finančním trhem nový jediný regulátor (mega-regulátor) Spolkový ústav pro dohled na finanční služby (*Bundesanstalt für Finanzleistungsaufsicht – BaFin*) a to sloučením dohledu nad bankami, obchodníky s cennými papíry a pojišťovnami. Důvodem byl rostoucí význam integrovaných finančních strategií a finančních konglomerátů.

Tato reforma byla podložena novelizací hlavní předpisů týkajících se finanční sféry:

- zákon o bankách

---

<sup>55</sup> MUSÍLEK, P. -*Trhy cenných papírů*, Praha 2011, str. 69-72

- zákon o dozoru nad pojišťovny
- zákon o obchodování s cennými papíry
- zákon o burze cenných papírů.

Cílem činnosti systému regulace a dozoru:

- zabezpečovat fungování finanční sféry
- zajišťovat solventnost bank, podniků finančních služeb a pojišťoven
- hájit zájmy klientů a investorů.

Mega-regulátor má 3 základní organizační součásti:

- 1) *Dozor nad úvěrovými organizacemi a nad institucemi poskytujícími finanční služby* – úkolem v této oblasti je zajistit fungování bank a také zabezpečit maximální ochranu prostředků deponovaných bank. Kromě zákona o bankách se činnosti dozoru dále opírá o zákon o hypotečních bankách a o zákon o stavebních spořitelnách.
- 2) *Dozor nad pojišťovny* – pečuje o zabezpečení ochrany zájmů pojištěnců podle zákona o dozoru nad pojišťovny.
- 3) *Dozor nad trhy cenných papírů a derivátů, dozor nad fúzí a absorpcemi a regulace činnosti investičních společností* – vychází ve své činnosti ze zákona o obchodování s cennými papíry, ze zákona o akvizicích a fúzích a ze zákona o zahraničních investicích.

*BaFin* mj. zkoumá dodržování předpisů o kapitálové přiměřenosti a solventnosti, posuzuje dodržování limitů rizik, sleduje dodržování předpisů o kvalifikaci zaměstnanců bank aj. Hlavním cílem je, aby bylo zajištěno řádné fungování, stabilita a integrita německého finančního systému. *BaFin* zajišťuje schopnost bank, finančních služeb institucí a pojišťoven plnit své platební závazky. Prostřednictvím svého dohledu nad trhem *BaFin* také prosazuje standardy profesionálního chování, které má zachovat důvěru investorů na finančních trzích. Jako součást své ochrany investorů se *BaFin* také snaží, aby se zabránilo neoprávněnému finančnímu podnikání. Pozornost také soustřeďuje na zkoumání bankovního systému sledování rizik a systémů řízení. Organizuje také vlastní audity v ohrožených bankách, jimž může odejmout licenci nebo propustit nekvalifiko-

vané vedoucí. Ředitel BaFinu je jmenován mistrem financí, tj. BaFin je instituce závislá na vládě.<sup>56</sup>

Cílem dohledu nad cennými papíry je zajistit transparentnost a integritu finančního trhu a ochranu investorů a dále BaFin funguje rovněž jako depositář cenných papírů.

#### **Právní úprava pro dohled nad cennými papíry:**

- Zákon Obchodování s cennými papíry (**Wertpapierhandelsgesetz - WpHG**)
- Zákon o pořízení a převzetí cenných papírů (**Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz - WpÜG**)
- Zákon o cenných papírech (**Wertpapierprospektgesetz - WpPG**)
- Prospekt zákona o cenných papírech (**Wertpapier-Verkaufprospektgesetz - VerkProspG**)<sup>57</sup>

#### **Místa obchodování**

Specifickým rysem německého systému regulace a dozoru je, že dozor nad činností burz cenných papírů je svěřen jednotlivým spolkovým zemím, v nichž jednotlivé burzy působí. Tento dozor se týká obchodování i účastníků trhu. Hlavním úkolem dozoru je zajišťovat soulad cenové tvorby se stanovenými pravidly.

V současné době působí v Německu sedm burz cenných papírů (Frankfurter Wertpapierbörse, Burse Düsseldorf, Börse München, Börse Hamburg, Börse Stuttgart, Börse Berlin, Börse Hannover) jednoznačně nejdůležitější německou burzou cenných papírů je burza ve Frankfurtu, kde se realizuje více než 95% obchodů.

**Deutsche Börse AG** je holdingová společnost, sídlící ve Frankfurtu nad Mohanem. Do holdingové skupiny DB AG patří také EUREX a Cleastream International.

---

<sup>56</sup> PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A. – *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*, Praha: VŠFS, 2004 str. 73-75

<sup>57</sup> BaFIN. *Bafin.de* [online]. 2013 [cit. 2013-03-21]. Dostupné na WWW:

[http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht\\_node.html](http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht_node.html) [4]

V současné době se na frankfurtské burze používá:

- **prezenční obchodní systém** má charakter systému řízeného příkazy - ústně, písemně nebo elektronicky kursovému makléři. Tento systém měl být ukončen v březnu 2012.
- **elektronický obchodní systém** od listopadu 1997 a nese název XETRA (Exchange Electronic Trading) – otevřený systém umožňující přeshraniční vstup různých zemí. Tento systém má charakter modifikované centrální objednávkové knihy.

Jednotlivé obchodní platformy Deutsche Börse AG jsou regulovány a dozorovány národními autoritami. Dozor nad německými licencovanými trhy provádí **BaFin** ve spolupráci s Deutsche Bundesbank a Hessische Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung. Současně burzovní transakce podléhají doзору interní burzovní inspekci.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> MUSÍLEK, P.- *Trhy cenných papírů*, Praha 2011, str. 72-73

## 9 Posouzení hlavních rozdílů v regulaci

Tabulka 2 - Rozdíly v regulaci a dohledu

Země	Česká Republika	Velká Británie	Německo
Dohled a regulace nad kapitálovým trhem – zaměřený na trh cenných papírů	ČNB	FSA (31. 3. 2013) PRA (od 1. 4. 2013)	BaFin

Vlastní úprava

V České republice došlo k integraci dohledu nad finančním trhem 1. dubna 2006, kdy agendu Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním MF a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami převzala ČNB.

ČNB tedy provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizový dohled a dohled nad institucemi elektronických peněz.

ČNB rovněž úzce spolupracuje s Ministerstvem financí a dalšími orgány státní správy na vytváření jednotné koncepce a pravidel regulace a dohledu nad finančním trhem a na dalších důležitých tématech, např. v oblasti krizového řízení a výměny informací, a to jak v domácím, tak i mezinárodním kontextu.

Jak už bylo výše řečeno, dohled nad trhem cenných papírů vykonává ČNB. Činnost účastníků kapitálového trhu je upravena zejména zákonem č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu a zákonem č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů. Právní norma v této oblasti zahrnuje úpravu vydávání (emise) cenných papírů, právní postavení emitentů cenných papírů, tj. osob, které cenné papíry vydávají, a dále osob které vedou evidenci cenných papírů (centrální depozitář).

Česká republika zavedla do svého právního řádu rámcovou směrnicí MiFID a prováděcí směrnice. Za transpozici směrnice bylo odpovědné Ministerstvo financí ČR a ČNB. Směrnice MiFID přinesla nejzásadnější změny pro fungování českého kapitálového trhu, kdy se výrazně pozměnila ustanovení týkající se obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů či organizátorů trhů s investičními nástroji.

Ve **Velké Británii**, kde byl proces integrace dovršen k 1. 12. 2001, došlo v této souvislosti k novému vymezení pravomoci Bank of England, která si zachovala svou pravomoc v oblasti odpovědnosti za celkovou stabilitu finančního systému, avšak pravomoc dozoru nad finančním trhem přenechala FSA. Koordinace činnosti mezi centrální bankou, FSA a ministerstvem financí byla dohodnuta na základě přijatého memoranda.

Finanční krize silně prokázala potřebu nového přístupu k regulaci finančních trhů a probíhající hlavní reformy mají za cíl stanovit ve Velké Británii regulační rámec, který je více zaměřen na otázky lepší vybavenosti poskytování finanční stability.

Financial Services Act (2012) vytváří nezávislý *finanční výbor pro politiku (FPC)* u Bank of England a Financial Services Authority (FSA) přestane existovat ve své současné podobě a jeho odpovědnosti budou převedeny do nových subjektů. Odpovědnosti za dohled nad finančním trhem budou přeneseny z FSA na *Obezřetnostní regulační úřad (PRA)* s účinností od 1. dubna 2013.

V **Německu** instituce vykonávající dohled mají jen omezenou pravomoc vydávat regulační právní předpisy, anebo tuto pravomoc nemají vůbec (tj. jsou pověřeny pouze výkonem přísl. funkcí).

V Německu bylo jednoznačně deklarovaným důvodem pro vznik BaFinu (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, od r. 2002) rostoucí význam integrovaných finančních strategií a finančních konglomerátů. Reforma německého systému regulace a dohledu byla podložena novelizací hlavních právních norem týkajících se finanční sféry: zákona o bankách, zákona o dozoru nad pojišťovnami, zákona o obchodování s cennými papíry a zákona o burze cenných papírů.

BaFin zajišťuje schopnost bank, finančních služeb institucí a pojišťoven plnit své platební závazky. Prostřednictvím svého dohledu nad trhem BaFin také prosazuje standardy profesionálního chování, které má zachovat důvěru investorů na finančních trzích.

Cílem dohledu nad cennými papíry je zajistit transparentnost a integritu finančního trhu a ochranu investorů a dále BaFin funguje rovněž jako depositář cenných papírů.

Konkrétní přístup regulace je zde použit na příkladu „*anonymních akcií*“, které jsou v současné době hodně diskutovaným tématem.

Anonymní akcie existují v řadě zemí světa. Anonymní akcie se mohou vyskytovat buď listinné, nebo zaknihované podobě. Zaknihované akcie jsou akcie evidované na účtu

cenných papírů. Tento účet je obvykle veden bankou obdobně jako peněžní účet. Díky této evidenci u bank lze zaknihované akcie stejně jako jejich konečné vlastníky vždy dohledat.

Naproti tomu anonymní listinné akcie (listinné akcie na doručitele), ani jejich vlastníky nijak dohledat nelze - a to ani pomocí regulací proti praní špinavých peněz a financování terorismu. Tyto akcie a jejich vlastnictví totiž nejsou evidovány v žádné evidenci či rejstříku. Informace o skutečných vlastnících anonymních listinných akcií lze zjistit, pouze pokud tito vlastníci mají zákonnou povinnost informovat společnost o své identitě a počtu vlastněných akcií. Tyto informace ovšem nelze spolehlivě a nezávisle ověřit.

Dohledatelnost konečných vlastníků akcií a ověřitelnost tohoto vlastnictví závisí na dvou konkrétních faktorech:

- kolik je v dané zemi společností s listinnými akciemi na doručitele (majitele) a
- zda existují účinné mechanismy k identifikaci akcionářů společností.

V žádné ze zemí uvedených v tabulce (viz. Obrázek č. 4) nejsou informace o vlastnících akcií volně dostupné.

**Česká republika** obdobně jako řada dalších zemí zná zaknihované akcie. Tyto akcie stejně jako jejich vlastníci jsou vždy dohledatelné. V České republice stejně jako v řadě dalších zemí, musí mít některé společnosti pouze tyto dohledatelné akcie. Těmito společnostmi jsou zejména finanční instituce, jako například banky, pojišťovny, investiční společnosti atd. Dále v České republice podobně jako v některých dalších zemích mají společnosti povinnost zveřejňovat pravidelně v obchodním rejstříku údaje o svých významných vlastnících (s podílem nad 20%). Tato informace o významných vlastnících společností by se měla nacházet v příloze k účetní závěrce, jež mají společnosti zakládat do sbírky listin obchodního rejstříku. Dále na rozdíl od jiných zemí existuje v České republice enormně velké procento akciových společností s neprůhlednými anonymními listinnými akciemi, jež jsou podhoubím pro korupční prostředí a praní špinavých peněz. Důvod existence tohoto vysokého počtu neprůhledných akciových společností v České republice je dvojitý:

- ve většině vyspělých zemí se v minulých letech přeměňovaly listinné cenné papíry na zaknihované kvůli nižším nákladům na převody, větší bezpečnosti a možnosti rychlejších transakcí. Naproti tomu v České republice probíhal jev opačný: zaknihované cenné papíry se měnily na listinné, neboť zaknihování

cenných papírů a jejich převody do roku 2010 provádělo státní Středisko cenných papírů, a to velmi nekvalitně, zdlouhavě, formalisticky a za vysoké poplatky. Kvůli tomu v České republice na rozdíl od všech ostatních ekonomicky vyspělých zemí moderní systém zaknihovaných cenných papírů paradoxně ustupoval zastaralému systému listinných cenných papírů.

- od roku 2010 je v České republice umožněno zaknihování akcií v moderním systému vedeném centrálním depozitářem, tento systém je pro společnosti, jež se neobchodují na burze, pravděpodobně stále příliš nákladný a zbytečně složitý. V České republice není – z neznámého důvodu - umožněna souběžná existence tzv. zprostředkovaných akcií. Zprostředkování akcií znamená uložení listinných akcií u bank (tzv. imobilizace). V bankách se tyto cenné papíry převedou do elektronické formy na účty cenných papírů. K převodu těchto cenných papírů pak dochází "z účtu na účet" jako u bezhotovostních převodů peněz. Tento alternativní systém zprostředkovaných akcií je méně nákladný, umožňuje stejnou dohledatelnost vlastníků akcií jako systém zaknihovaných akcií a úspěšně funguje řadě jiných zemí.

Řešení:

- zavést zaknihování akcií všech společností v současném systému centrálního depozitáře, nebo
- přeměnit listinné akcie na doručitele na tzv. zprostředkované akcie. (tj. uložit listinné akcie u bank a převést je na účty cenných papírů, aby poté mohly být mezi těmito účty převáděny)

Toto řešení mají v současné době „v rukách“ senátoři jako novelu zákona o veřejných zakázkách. Zatím je vše pouze v jednání a jak do budoucna dopadne dohledatelnost a regulace anonymních akcií, nám zatím není známa.

**Ve Velké Británii** Ve Velké Británii mohou existovat jak zaknihované cenné papíry, registrované v konečném důsledku, v registrech vedených centrálním depozitářem (CREST), tak zprostředkované cenné papíry, jež jsou vedeny na účtech prostředníků (depozitářů), avšak nejsou součástí registrů centrálního depozitáře.

Dohledatelnost je zajištěna prostřednictvím tzv. „oznámení se 793“ (*článek/sekce 793 anglického zákona o společnostech*) toto oznámení zašle společnost přes prostředníky (depozitáře) až ke konečným vlastníků akcií. Tito vlastníci se musí společnosti bez



zbytečného odkladu identifikovat, obvykle do 48 hodin od obdržení oznámení. V oznámení uvedou koneční vlastníci své jméno, adresu, počet držených cenných papírů a eventuelně svého prostředníka (depozitáře), u nějž mají na účtu své cenné papíry zapsány.

V **Německu** zaknihované akcie jsou registrovány na účtech cenných papírů vedených obvykle bankami, jež jsou dále reflektovány v evidenci centrálního depozitáře. Centrálním depozitářem je společnost Clearstream Banking, jež je podle německého zákona o úschově cenných papírů bankou oprávněnou přijímat od depozitářů cenné papíry, jež jim zákazníci svěřili do úschovy.

Společnosti, jež nechtějí registrovat své akcie v centrálním depozitáři (tzv. zprostředkované akcie), si mohou vytvořit účet emitenta u prostředníka (depozitáře), jež k takové činnosti má příslušné povolení; akcionáři mohou nabývat akci na své účty cenných papírů prostřednictvím tohoto prostředníka (depozitáře).

Dohledatelnost je u zaknihovaných (zprostředkovaných) cenných papírů, jež jsou vedeny, na účtech cenných papírů u prostředníků (depozitářů), neboť tyto depozitáři (prostředníci) podléhají povinnosti identifikace klientů a konečných vlastníků na základě předpisů proti praní špinavých peněz. U společností s listinnými akciemi na doručitele (majitele), pokud stanovy ukládají akcionářům povinnost sdělit společnosti svou identitu. Tuto povinnost mají i prostředníci (banky), jež drží akcie na účtech pro své klienty-akcionáře. Nesplnění povinnosti identifikace může být sankcionováno správní pokutou udělenou orgánem dohledu.<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> ANONYMNÍ AKCIE VE SVĚTĚ – SROVNÁNÍ V ČR. *Nfpk.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-04-09]. Dostupné na WWW: <http://www.nfpk.cz/srovnani> [3]

**Obrázek 4 - Dohledatelnost vlastníků akcií**

Země / Faktor	Francie	Velká Británie	Belgie	Rakousko	Německo	Česká republika
Mohou existovat listinné akcie na doručitele (majitele)?	NE	ANO	NE**	ANO / (NE)*	ANO	ANO
Počet společností, jejichž vlastníky nelze nijak dohledat (společnosti s listinnými akciemi na doručitele)	žádné	---	žádné**	1.650 (konec roku 2010) / (Žádné, viz pozn. pod *)	---	12.188 (konec roku 2010) (dle agentury ČEKIA)
Existují mechanismy umožňující společnosti dohledat své vlastní akcionáře?	ANO silné.	ANO, silné (zákonná povinnost, trestní postihy za nesplnění)	NE (diskutuje se)	NE, ale viz pozn. pod *	ANO, slabé (volitelné společnostmi, administrativní pokuty za nesplnění)	NE
Stupeň dohledatelnosti skutečných vlastníků společností?	Velmi vysoký	Vysoký	Střední. Všichni dohledatelní na základě pravidel proti praní špinavých peněz.	Střední, u některých společností však vlastníky nelze nijak zjistit. / (Vysoký, viz pozn. pod *)	Střední, u některých společností však vlastníky nelze nijak zjistit	Nízký, vlastníci většiny akciových společností jsou nedohledatelní.

\* Situace v případě, že bude přijata novela akciového zákona navržená rakouskou vládou (návrh č. 246/ME XXIV. GP)

\*\* Plně od 1. ledna 2014. Od 1. ledna 2008 mohou společnosti vydávat pouze akcie na jméno či zaknihované (zprostředkované) akcie. Do 31. prosince 2013 musí všechny společnosti s existujícími listinnými akciemi na doručitele (majitele) převést tyto akcie, na akcie na jméno nebo na zaknihované (zprostředkované) akcie.

zdroj: <http://www.nfpk.cz/srovnani>

## 10 Návrhy na doporučení pro ČR

Kapitálový trh a trh cenných papírů zvláště, je velmi široká oblast působení pro regulaci a dohled a stejně tak je i rozsáhlá je její právní úprava. Po vstupu ČR do EU byla provedena novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu v podobě MiFID. Směrnice MiFID přinesla zásadní změny pro fungování českého kapitálového trhu, kdy se výrazně pozměnila ustanovení týkající se obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů a organizovaných trhů s finančními nástroji. Byla novelizována řada navazujících vyhlášek, které upravují povinnosti obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů či organizátorů trhů s investičními nástroji. Došlo také ke změnám u dalších zákonů, např. zákon o dohledu nad kapitálovým trhem, zákon o kolektivním investování, zákon o bankách nebo živnostenský zákon.

Trhy cenných papírů umožňují nerovné postavení obchodníka s cennými papíry a jeho zákazníků, protože každý kdo chce investovat své volné peněžní prostředky na kapitálovém trhu, musí využít zprostředkovatele, který má přístup na regulovaný trh. Tato skutečnost nedává běžným investorům na výběr, zda obchodníka s cennými papíry využít nebo ne. Existuje sice i on-line přístup na všechny světové burzy, ale ani zde se investoři nevyhnou uzavření smluv s obchodníky s cennými papíry, aby mu on-line přístup byl otevřen. Bohužel pro nás se jedná o důvěru, kterou tzv. Brokerovi, musíme dát. Toto omezení je sice nastavené přísnější regulací, která je na místě, protože tento broker investuje cizí finanční prostředky svých zákazníků, ale ne vždy je přístup obchodníka s cennými papíry férový a odhalit ho je velmi těžké.

Větší kontrolu bych dále navrhla především v situaci, kdy dochází k nekalému poskytování informací a investičních služeb. Jedná se především o situaci, kdy obchodník s cennými papíry zásobuje své zákazníky investičními tipy pro dosažení vyšších poplatků a výnosů na úkor těchto zákazníků. Sice ČNB prověřuje u jednotlivých obchodníků, zda u nich neprobíhá churning (účelové obchodování se snahou maximalizovat zisky obchodníků v podobě poplatků z obchodů), ale i přes tuto přísnou regulaci tyto obchodníci podobné praktiky provozují a nepřispívají dobrému jménu ani u ostatních subjektů na kapitálovém trhu. Určitě by do budoucna měla být tato problematika lépe upravena. Co se týká následné kontroly obchodníků s cennými papíry ze strany ČNB, dochází ke zpětné kontrole všech činností obchodníka za dané období. Pokud obchodník nepřistu-

puje ke všem zákazníkům stejně a nedodržuje pravidla obezřetného poskytování investičních služeb, může být sankcionován. Je to na základě zákona, který ne vždy vznikl na základě reálných možností obchodníků a tak si myslím, že ČNB skutečně neví, jak jednotliví obchodníci fungují.

Navrhnout přímo konkrétní doporučení pro ČR je velmi složitý proces, protože vše musí být především ošetřeno legislativně. Navíc po vstupu do EU se musí ČR podřídit směrnicím, novelám a novým ustanovením EU a zakotvit je do svého právního systému. Navíc oblast kapitálového trhu prochází neustále určitým vývojem regulace a dohledu a po finanční krizi je tato oblast více hlídaná a regulace a dohled je přísnější. Vývoj kapitálových trhů není stále ukončen a i regulace se bude neustále zvyšovat a vyvíjet a určitě se bude muset přizpůsobovat aktuálnímu dění na těchto trzích.

## 11 Závěr

Cílem práce bylo porovnání systému regulace trhu cenných papírů v ČR a EU s cílem navrhnout případné doporučení pro ČR. Kapitálové trhy se rozvíjí značným tempem a mění se i jejich struktura v důsledku rychle probíhajících inovací. Zvláště po finanční krizi se regulace i dohled na kapitálovém trhu zvýšila a zpřísnila nejen v ČR, ale i v Evropské unii a po celém světě. Hlavním důvodem zpřísnění regulace a dohledu je ochrana investorů, především pak před vědomými podvody, nekalými praktikami a také nedostatkem informací.

Práce je rozdělena na dvě části, na teoretickou a praktickou. V teoretické části jsou vysvětleny pojmy jako finanční a kapitálový trh, dohled a regulace kapitálového trhu, klasifikace systému regulace, cenné papíry a důvody jejich regulace. V praktické části byla následně analyzovaná situace dohledu a regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů v České republice a Evropské unii. V závěru je provedeno porovnání dohledu a regulace ve vybraných zemích EU – Velké Británie a Německo – a ČR a návrhy na doporučení pro ČR.

Vývoj regulace a dohledu kapitálového trhu v ČR prodělal během posledních několika málo let poměrně velký vývoj. Opět se začal formovat od 90. let minulého století. Ať už to byl vznik Přípravného výboru pro založení burzy či kupónová privatizace, která pomohla nastartovat tento běh. Po vzniku České republiky 1. 1. 1993 byla zahájena činnost jednotlivých regulátorů – Ministerstva financí, České národní banky a Střediska cenných papírů. 1. 4. 1998 byla zřízena Komise pro cenné papíry jako nezávislý správní úřad, který byl zodpovědný za výkon dozoru nad kapitálovým trhem. 1. 1. 2006 nastala poslední větší změna pro kapitálový trh, která představovala integraci dohledu do ČNB. Týká se to především celého finančního trhu, kdy došlo ke spojení Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním MF a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami.

Dohled nad trhem cenných papírů tedy vykonává ČNB, na kterou přešly kompetence dřívější Komise pro cenné papíry. Regulace kapitálového trhu stanoví rámec pro podnikání poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu. Činnost účastníků kapitálového trhu je upravena zejména zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění

pozdějších předpisů, a zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. Česká národní banka úzce spolupracuje s Ministerstvem financí České republiky a dalšími zainteresovanými ústředními orgány státní správy při vytváření jednotné koncepce a dalších pravidel regulace a dohledu nad finančním trhem. Regulace zahrnuje problematiku regulovaného trhu s investičními nástroji včetně specifikace právního postavení jak jeho organizátorů, tak i subjektů provádějících vypořádání obchodů s investičními nástroji a jejich provozovatelů. Součástí této regulace je i zákaz manipulace s trhem a zneužití vnitřních informací (tzv. insider dealing). Po vstupu do EU byla do naší právní úpravy zakomponovaná směrnice MiFID. Na Českém trhu působí i několik samoregulačních organizací, které sdružují fyzické a právnické osoby, poskytující službu investičního zprostředkovatele.

Evropská unie jako celek se stále nachází ve fázi pokračujících intenzivních **reform regulálního a dohledového rámce** finančního sektoru s deklarovaným cílem dosažení vyšší ochrany spotřebitelů a investorů a adekvátního mechanismu pro řešení krizí. Bezprostředním výsledkem reformního procesu bylo od 1. ledna 2011 ustanovení nového *Evropského systému orgánů dohledu nad finančním trhem* (ESFS), který je tvořen *Evropskou radou pro systémová rizika* (ESRB) a *Evropskými dohledovými autoritami* (ESAs). ESRB je instituce odpovědná za makrobezpečnostní dohled nad finančním systémem a jedním ze zmíněných ESAs, které jsou zaměřeny na mikrobezpečnostní dohled, je *Evropský orgán pro bankovníctví* (EBA). EBA přebírá veškeré stávající úkoly od *Evropského výboru orgánů bankovního dohledu* (CEBS). Do skupiny ESAs dále patří **Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)** a Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA).

Ve **Velké Británii**, kde byl proces integrace dovršen k 1. 12. 2001, došlo v této souvislosti k novému vymezení pravomoci Bank of England, která si zachovala svou pravomoc v oblasti odpovědnosti za celkovou stabilitu finančního systému, avšak pravomoc dozoru nad finančním trhem přenechala FSA. Koordinace činnosti mezi centrální bankou, FSA a ministerstvem financí byla dohodnuta na základě přijatého memoranda. Finanční krize silně prokázala potřebu nového přístupu k regulaci finančních trhů a probíhající hlavní reformy mají za cíl stanovit ve Velké Británii regulační rámec, který je více zaměřen na otázky lepší vybavenosti poskytování finanční stability.

Financial Services Act (2012) vytváří nezávislý *finanční výbor pro politiku (FPC)* u Bank of England a Financial Services Authority (FSA) přestane existovat ve své současné podobě a jeho odpovědnosti budou převedeny do nových subjektů. Odpovědnosti za dohled nad finančním trhem budou přeneseny z FSA na *Obezřetnostní regulační úřad (PRA)* s účinností od 1. dubna 2013.

V **Německu** instituce vykonávající dohled mají jen omezenou pravomoc vydávat regulatorní právní předpisy, anebo tuto pravomoc nemají vůbec (tj. jsou pověřeny pouze výkonem přísl. funkcí). V Německu bylo jednoznačně deklarovaným důvodem pro vznik BaFinu (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, od r. 2002) rostoucí význam integrovaných finančních strategií a finančních konglomerátů. Reforma německého systému regulace a dohledu byla podložena novelizací hlavních právních norem týkajících se finanční sféry: zákona o bankách, zákona o dozoru nad pojišťovny, zákona o obchodování s cennými papíry a zákona o burze cenných papírů.

BaFin zajišťuje schopnost bank, finančních služeb institucí a pojišťoven plnit své platební závazky. Prostřednictvím svého dohledu nad trhem BaFin také prosazuje standardy profesionálního chování, které má zachovat důvěru investorů na finančních trzích.

Cílem dohledu nad cennými papíry je zajistit transparentnost a integritu finančního trhu a ochranu investorů a dále BaFin funguje rovněž jako depositář cenných papírů.

Jako konkrétní příklad regulace v praxi je použit „*dohledatelnost vlastníků anonymní akcií*.“ Ve Velké Británii i v Německu oproti České republice existují mechanismy umožňující dohledat společnosti s anonymními akciemi. Ve Velké Británii je stupeň dohledatelnosti vysoký pod vysokou pokutou, v Německu je tento stupeň střední a může se stát, že některé společnosti nelze zjistit, ale v České republice tito vlastníci akciových společností jsou nedohledatelní. V současné době sice probíhá jednání návrhu na řešení jak změnit tento postoj proti praní špinavých peněz a financování terorismu, kdy mají senátoři „v rukách“ novelu zákona o veřejných zakázkách. Zatím je vše pouze v jednání a jak do budoucna dopadne dohledatelnost a regulace anonymních akcií, nám není známa.

Jedním z výsledků práce je porovnání hlavních rozdílů států – ČR, Velké Británie a Německa. Ve všech státech je zaveden hlavní regulátor nad trhem cenných papírů. V ČR dohled nad celým kapitálovým trhem vykonává ČNB, ve Velké Británii i v Německu nad celým kapitálovým trhem se dělí dohled na hlavního regulátora a centrální

banku. Ale nad trhem cenných papírů je to vždy jeden hlavní regulátor. Ve Velké Británii dochází v současné době obměna regulátora, kdy pravomoc FSA přechází na PRA. Stále ještě není přesně vymezená další pravomoc FSA, ale ta by se měla upravit v nejbližší době.

Druhým výsledkem bylo navrhnout doporučení pro ČR. Návrhy vychází především z poznatků ostatních autorů různých publikací, se kterými mohu jen souhlasit. Týkají se především nerovného postavení obchodníka s cennými papíry a jeho zákazníků. Bez registrace není možné obchodování s cennými papíry jakožto zákazníka samotného. Může docházet ke zneužívání těchto zákazníků, pokud se samy dobře neorientují na trzích cenných papírů, protože ne každý je profesionál. Dále zvýšená kontrola by se měla týkat i v situaci nekalého poskytování informací a informačních služeb, kdy i přes přísnou regulaci, stále dochází k obcházení zákona a obchodníci tyto praktiky stále provozují.

Oblast kapitálového trhu, především i díky finanční krizi, je v posledních letech pod velkým dohledem a dochází k neustálým změnám v regulaci i dohledu kapitálových trhů a zároveň i v oblasti legislativních úprav. Vývoj se tak neustále musí přizpůsobovat aktuálnímu dění, i když při rychlém tempu posledních let to není jednoduché. Zda je, ale vše tak jak má, nám teprve ukáže čas.



## 12 Summary

The topic of my thesis is "The regulation of the capital market with a focus on the securities market. The theoretical part of the terms such as capital market securities, the classification systems of regulation and supervision, and the reasons that lead to the regulation of the capital market. The main objective of this thesis was to compare the regulation of the capital securities market in the Czech Republic and the EU and to suggest possible recommendations for the country.

In the Czech Republic the supervision and regulation of the securities market since 2006 corresponds to the Czech National Bank, which took over the business after the Securities Commission. Like other European Union member states, the Czech Republic had obliged to the EU to introduce into its legal system, the Framework Directive and MiFID implementing directive. In the Czech Republic primarily responsible for the transposition of MiFID was the Ministry of Finance of the Czech Republic. A significant portion of incorporation also took place in the amendment to the implementing regulations, which was coordinated by the Czech National Bank. MiFID has brought the most fundamental changes to the functioning of the Czech capital market, which significantly changed the provisions relating to securities dealers, investment intermediaries and organized markets in financial instruments.

Regulation of financial institutions in the EU is quite extensively harmonized EU directives. To this, on the contrary, for the supervision of financial institutions, where the responsibility is of the member countries. The European Union is also working committees third level. Still the European Union as a whole is still in a phase of intense continuing reforms of the regulatory and supervisory framework of the financial sector. The immediate result of the reform process, from 1 January 2011 of the new European System of Financial Market Supervision (ESFS), which consists of the European Systemic Risk Board (ESRB) and the European supervisory authorities (ESAs). One of these ESAs, which are focused on micro-prudential supervision, is the European Banking Authority (EBA). The group also includes ESAs European Securities Authority and Markets Authority (ESMA) and the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

Similarly in Great Britain ,from 1.12.2001, is overseen by the financial markets Financial Services Authority (FSA). And later after the financial crisis the Prudential Regulatory Authority (PRA) took over from 1.4.2013.

In Germany since 2002 there is a so called (mega-regulator) overseeing the regulation and supervision of the entire financial market as a new single controller called Federal Institute for Financial Services Supervision (Bundesanstalt für Finanzleistungsaufsicht - BaFin) and combines the supervision of banks, securities dealers and insurers. The reason for one main controller was the growing importance of integrated strategies of financial conglomerates and financial activities.

The final part of the thesis is to compare the system of supervision and regulation in the Czech Republic, Great Britain and Germany, as well as to propose recommendations for the Czech Republic.

**Keywords:**

financial market, capital market, regulation and supervision, securities, securities market

## 13 Seznam použité literatury

- 1) JÍLEK, Jos. *Finanční trhy a investování*. Grada Publishing, Praha, 2009. s 648. ISBN 978-80-247-1653-4.
- 2) LIŠKA, V., *Finanční teorie bankovníctví – Cenné papíry a deriváty*, Vydavatelství ČVUT, Praha 1997, s. 191
- 3) LIŠKA, V., GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Professional Publishing, Praha, 2004. s 525. ISBN 80-86419-63-0.
- 4) MAYES, DAVID, G., WOOD, GEOFFREY, E. *The structure of financial regulation*. Routledge, London, 2007. s 439. ISBN 0-415-41380-X; 978-0-415-41380-0.
- 5) MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů, druhé aktualizované a rozšířené vydání*, Praha 2011
- 6) NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Grada Publishing, Praha, 2007. s 222. ISBN 978-80-247-1922-1.
- 7) PAVLAT, VI. a kol. *Kapitálové trhy*, Praha 2003
- 8) PAVLÁT, VI., KUBÍČEK, Ant. *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Vysoká škola finanční a správní, Praha, 2004. s 229. ISBN 80-86754-13-8.
- 9) REVENDA, Zb. *Bankovní regulace a dohled*, Praha 2001
- 10) REVENDA, Zb. *Centrální bankovníctví*. Management Press, Praha, 2001. se 782. ISBN 80-7261-051-1.
- 11) REVENDA, Zb. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Management Press, Praha, 2005. s 627. ISBN 80-7261-131-1.
- 12) SEKNIČKA, P. *Vybrané otázky kapitálových trhů v České republice*. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta v nakl. Vodnář, 2003. se 107, ISBN 80-85889-52-8.
- 13) ŠTÝBR, D. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*, Grada publishing, Praha 2011, s. 156, ISBN 978-80-247-3648-8

### WWW zdroje

- 1) AFIZ. *.Afiz.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: <http://www.afiz.cz/afiz-o-sobe/>
- 2) AKAT. *Akat.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.akatcr.cz/static.do?page=zakl\\_popis.html](http://www.akatcr.cz/static.do?page=zakl_popis.html)

- 3) ANONYMNÍ AKCIE VE SVĚTĚ – SROVNÁNÍ V ČR. *Nfpk.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-04-09]. Dostupné na WWW: <http://www.nfpk.cz/srovnani>
- 4) BaFIN. *Bafin.de* [online]. 2013 [cit. 2013-03-21]. Dostupné na WWW: [http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht\\_node.html](http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht_node.html)
- 5) BANK OF ENGLAND. *Bankofengland.uk* [online]. 2013 [cit. 2013-03-23]. Dostupné na WWW: [http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/overseeing\\_fs/default.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/overseeing_fs/default.aspx)
- 7) CENNÉ PAPIRY. *Epravo.cz* [online článek]. 2001, [cit. 2012-12-26]. Dostupné na WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/cenne-papiry-1785.html>
- 8) CENTRÁLNÍ DEPOSITÁŘ. *Centraldepository.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.centraldepository.cz/index.php/cz/co-je-cdcp>
- 9) ČAOCp. *Caocp.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo\\_jsme](http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo_jsme)
- 10) DOHLED NAD FINANČNÍM TRHEM. *Cnb.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-01-15]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_fin\\_trh/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/)
- 11) DOHLED NAD FINANČNÍM TRHEM. *Cnb.cz* [online]. 2012 [cit. 2012-12-26]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/postaveni\\_dohledu/kapitalovy\\_trh/index.htm](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.htm)
- 12) DVOJVLÁDÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU. *Peníze.cz* [online články]. 2008 [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.penize.cz/podilove-fondy/40788-dvojvladi-na-kapitalovem-trhu-konci>
- 13) ESMA. *Europe.eu*. [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné na WWW: <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>
- 14) EVROPSKÁ UNIE. *Europe.eu*. [online]. 2009 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-09-1347\\_cs.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1347_cs.htm?locale=en)
- 15) EVROPSKÉ PRÁVO. *Euractiv.cz* [online]. 2010 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: <http://www.euractiv.cz/evropske-pravo/analyza/proces-tvorby-evropske-legislativy-na-prikladu-smernice-o-trzich-financnich-nastroju-007091>
- 16) FINANCE. *Finance.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-01-15]. Dostupné na WWW: <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/historie/>

- 17) FSA. *Fsa.gov.uk* [online]. 2013 [cit. 2013-03-23]. Dostupné na WWW:  
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/History/index.shtml>
- 18) MEZINÁRODNÍ AKTIVITY: *Cnb.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné na WWW:  
[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/mezinarodni\\_aktivity/iosco.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/mezinarodni_aktivity/iosco.html)
- 19) PROFIL BURZY. *Bcpp.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>
- 20) RM- SYSTÉM. *Rmsystem.cz* [online]. 2013 [cit. 2013-02-22]. Dostupné na WWW: <http://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace>

### **Elektronické dokumenty**

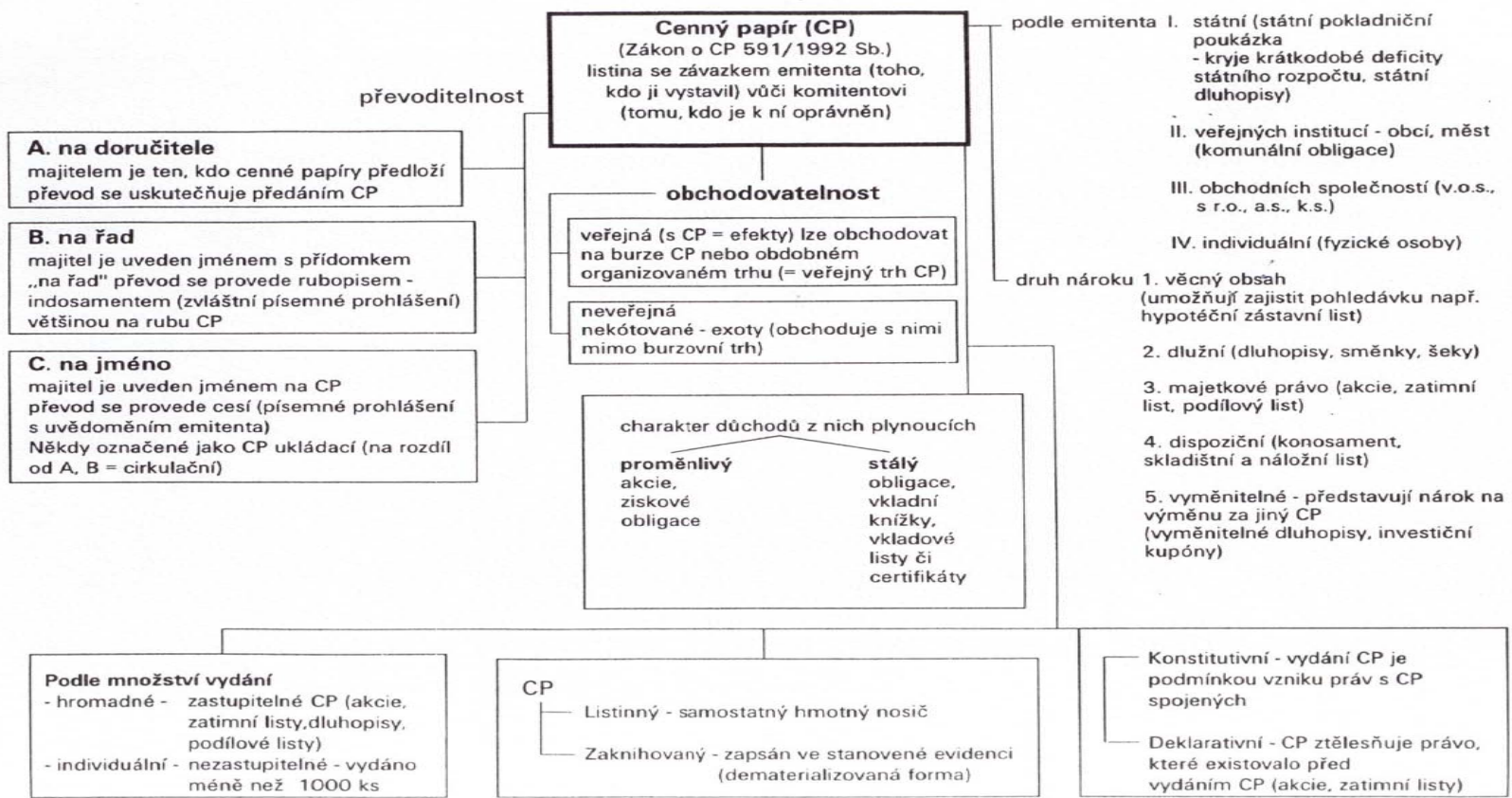
- 1) ČNB: *ESMA – OBECNÉ POKYNY EVROPSKÝCH ORGÁNŮ DOHLEDU*. [online]. 2012 [cit. 2013-03-17]. Dostupné na WWW:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislatni\\_zakladna/obecne\\_pokyny\\_evropskych\\_organu\\_dohledu/esma\\_2012\\_388\\_cs.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislatni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/esma_2012_388_cs.pdf)
- 2) ČNB: *MĚNOVÁ POLITIKA*. [online]. 2011 [cit. 2013-03-17]. Dostupné na WWW:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/analyzy\\_sladenosti\\_2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2011.pdf)
- 3) ČNB: *PLATEBNÍ STYK*. [online]. 2007 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/platebni\\_styk/statistika\\_plat\\_styku\\_eu/download/modra\\_kniha\\_text\\_2007\\_srpen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/platebni_styk/statistika_plat_styku_eu/download/modra_kniha_text_2007_srpen.pdf)
- 4) ČNB: *POSLÁNÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY PŘI DOHLEDU NAD FINANČNÍM TRHEM ČESKÉ REPUBLIKY*. [online]. 2007 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW:  
[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_fin\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf)
- 5) JEŽEK, Tomáš. *NĚKOLIK OHLÉDNUTÍ ZA NOVODOBOU HISTORIÍ PRAŽSKÉ BURZY CENNÝCH PAPÍRŮ*. [online]. 2009 [cit. 2013-01-15]. Dostupné na WWW: [http://www.bhs.cz/Documents/behacko\\_2009\\_1.pdf](http://www.bhs.cz/Documents/behacko_2009_1.pdf)

- 6) KUBÍČEK, Antonín., PAVLÁT, Vladislav. *EKONOMICKÉ STUDIE A ANALÝZY*. periodika, [online periodika]. 2007, roč.1,1 [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.vsfs.cz/periodika/acta-2007-01.pdf>
- 7) MEIXNEROVÁ, Lucie. *Co PŘINÁŠÍ SMĚRNICE MIFID ČESKÉMU KAPITÁLOVÉMU TRHU*. [online]. [cit. 2013-03-19]. Dostupné na WWW: <http://www.ekonomikaamanagement.cz>
- 8) SINGER, Miroslav. *DOHLED NAD FINANČNÍM TRHEM*. [online]. 2008 [cit. 2013-01-15] Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20090630\\_dnft2008.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20090630_dnft2008.pdf)
- 9) TOMŠÍK, Vladimír. *VYSTOUPENÍ A PROJEVY PRO VEŘEJNOST*, [online]. 2011 [cit. 2013-03-20]. Dostupné na WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/tomsik\\_20111021\\_skoda.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20111021_skoda.pdf)

## Seznam obrázků, tabulek a příloh

Obrázek 1 – Schéma finančního trhu.....	5
Obrázek 2 – Integrace dohledu .....	24
Obrázek 3 – Centralizace pravomocí a sjednocujících postupů .....	40
Obrázek 4 – Dohledatlnost vlastníků akcií .....	59
Tabulka 1 - Porovnání dohledu ve vybraných zemích .....	47
Tabulka 2 - Rozdíly v regulaci a dohledu.....	56
Příloha 1 – Cenné papíry .....	66
Příloha 2 – Institucionální investoři.....	67
Příloha 3 – Zahraniční orgány dohledu nad finančním trhem .....	68

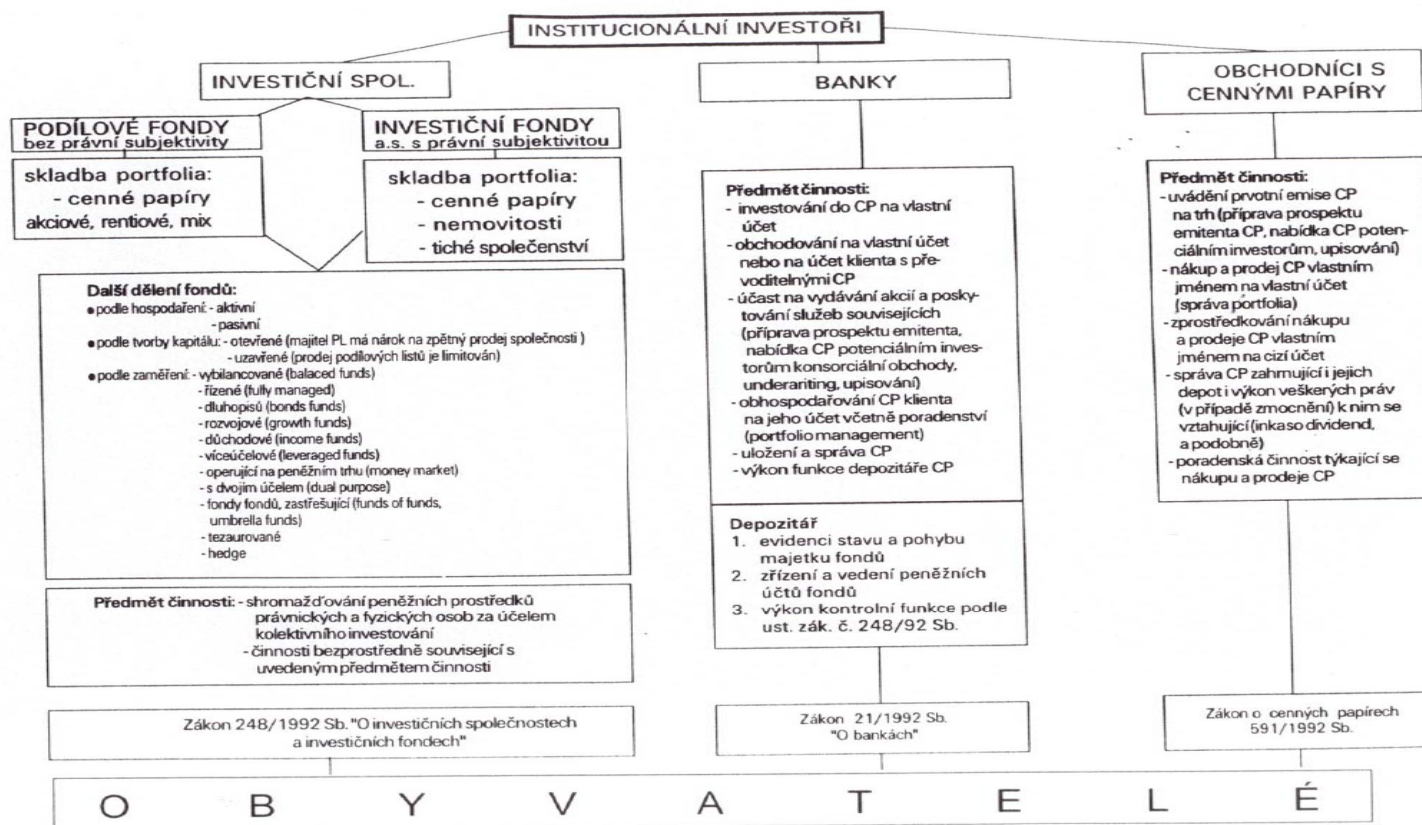
# Příloha č. 1 Cenné papíry



Zdroj: Liška Václav Ing. Finanční teorie Bankovníctví II – Cenné papíry a deriváty Praha 1997, str. 75



## Příloha č. 2 Institucionální investoři



Zdroj: Liška Václav Ing. *Finanční teorie Bankovníctví II – Cenné papíry a deriváty* Praha 1997, str. 75

### Příloha č. 3 - Zahraniční orgány dohledu nad finančním trhem

Země	Bankovníctví	Kapitálový trh	Pojišťovnictví a penzijní fondy
Belgie*	Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA)	Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA)	Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA)
Bulharsko*	Bulgarian National Bank	Financial Supervision Commission (FSC)	Financial Supervision Commission, (FSC)
Dánsko*	Finanstilsynet	Finanstilsynet	Finanstilsynet
Estonsko*	Finantsinspektsioon	Finantsinspektsioon	Finantsinspektsioon
Finsko*	Finanssivalvonta	Finanssivalvonta	Finanssivalvonta
Francie*	Banque de France	Autorité des marchés financiers (AMF)	L'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM)
Irsko*	Financial Regulator Central Bank of Ireland	Financial Regulator	Financial Regulator The Pensions Board
Island	Financial Supervisory Authority - Iceland, FME	Financial Supervisory Authority - Iceland, FME	Financial Supervisory Authority - Iceland, FME
Itálie*	Banca d'Italia	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (COVIP) Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collectivo (ISVAP)
Kypr*	Central Bank of Cyprus	Cyprus Securities and Exchange Commission	Insurance Companies Control Service (ICCS)
Lichtenštejnsko	Finanzmarktaufsicht (FMA)	Finanzmarktaufsicht (FMA)	Finanzmarktaufsicht (FMA)
Litva*	Lietuvos Bankas	Lithuanian Securities Commission of the Republic of Lithuania (VPK)	Insurance Supervisory Commission of the Republic of Lithuania
Lotyšsko*	Financial and Capital Market	Financial and Capital Market	Financial and Capital Market Commis-

	Commission (FKTK)	Commission (FKTK)	sion (FKTK)
Lucembursko*	Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg (CSSF)	Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg (CSSF)	Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg (CSSF)
Maďarsko*	Hungarian Financial Supervisory Authority	Hungarian Financial Supervisory Authority	Hungarian Financial Supervisory Authority
Malta*	Malta Financial Services Authority (MFSA)	Malta Financial Services Authority (MFSA)	Malta Financial Services Authority (MFSA)
Německo*	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Deutsche Bundesbank	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Nizozemsko*	De Nederlandsche Bank	Autoriteit Financiële Markten (AFM)	De Nederlandsche Bank
Norsko	Finanstilsynet	Finanstilsynet	Finanstilsynet
Polsko*	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)
Portugalsko*	Banco de Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)	Instituto de Seguros de Portugal (ISP)
Rakousko*	Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) Oesterreichische Nationalbank	Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)	(Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA))
Rumunsko*	National Bank of Romania	Romanian National Securities Commission (CNVM)	Insurance Supervisory Commission (CSA) Romanian Private Pension System
Řecko*	Bank of Greece	Hellenic Capital Market Commission	Private Insurance Supervisory Committee
Slovensko*	Národná banka Slovenska	Národná banka Slovenska	Národná banka Slovenska
Slovinsko*	Banka Slovenije	Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)	Agencija za zavarovalni nadzor (AZN)

Španělsko*	Banco de España	Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
Švédsko*	Finansinspektionen	Finansinspektionen	Finansinspektionen
Švýcarsko	Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA)	Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA)	Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA)
Velká Británie*	Financial Services Authority (FSA)	Financial Services Authority (FSA)	Financial Services Authority (FSA)

\*státy EU

Zdroj: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/externi\\_odkazy/seznam\\_regulatoru.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/externi_odkazy/seznam_regulatoru.html) (vlastní úprava)