

Evropský systém dohledu finančního trhu[#]

*Petr Musílek**

Rekonstrukce finančního systému, postiženého finanční krizí, je obvykle spojena s institucionálními změnami. Řešení dopadů globální finanční krize na evropský finanční systém nespočívá pouze v realizaci okamžitých záchranných programů, které mají zastavit rozvrat finančních trhů, ale i ve vytvoření podmínek pro stabilnější systém v budoucnosti. V tomto příspěvku bude věnována pozornost evropským reformám v institucionálním uspořádání finančních trhů, které se realizovaly po vypuknutí globální finanční krize, a to nejen z důvodu odezvy na tuto rozsáhlou poruchu, ale i z důvodu dlouhodobého, přirozeného a spontánního procesu konsolidace finančního podnikání. Národní trhy postupně zanikají a přeměňují se na trhy nadnárodního typu, což nutně musí být reflektováno i v novém přístupu k regulatorně-dohledovému uspořádání Evropské unie.

Celosvětová harmonizace regulace a dohledu

Finanční tsunami, které propuklo v polovině září 2008 po pádu investiční banky Lehman Brothers, si vyžádalo rozsáhlé, v posledních dekadách nevídané a globálně koordinované státní intervence do systému finančních trhů. Významnou roli v celosvětově koordinovaných intervenčních programech sehrála zejména skupina zemí G-20¹. I když se ojediněle objevovaly názory, že rozsáhlé a koordinované intervence nejsou potřebné, poněvadž globální finanční krize je pouze jednou z dalších cyklických krizí, představitelé skupiny zemí G-20 byli zcela opačného názoru, poněvadž se obávali dalšího rozšíření finanční paniky. S cílem zabránění propuknutí hluboké systémové krize globálního finančního systému skupina zemí G-20 přijala již v říjnu 2008 ve Washingtonu historicky přelomová rozhodnutí. Země G-20 okamžitě po pádu Lehman Brothers realizovaly rozsáhlé a zcela výjimečné zásahy s cílem podpořit globální ekonomiku a stabilizovat finanční trhy. Reformy světového finančního systému sledují efektivnější regulaci a dohled, přičemž musí být přirozeně v souladu s tržními principy a volným obchodem. Postupně realizované reformy finančních trhů usilují o zvýšení transparentnosti a důvěryhodnosti (zvýšení informační povinnosti finančních institucí a emitentů v oblasti strukturovaných a sekuritizovaných produktů, sjednocení účetních standardů), modifikují regulatorní pravidla (zavedení regulace ratingových agentur, přizpůsobení regulace finančního systému jednotlivým fázím hospodářského cyklu, transparentní hodnocení národních regulatorních systémů), podporují integritu finančních trhů (omezování nepoctivých praktik, zamezování rozšiřování nečestných praktik z nespolupracujících jurisdikcí), posilují mezinárodní spolupráci (harmonizace regulace a dohledu, harmonizace záchranných programů, výměna informací) a reformují mezinárodní finanční instituce, přičemž zejména Mezinárodní měnový fond a Financial Stability Board musí v dynamickém prostředí včas identifikovat zranitelnost globálního finančního systému,

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Nestabilita finančních trhů a efektivnost jejich regulace* registrovaného u Grantové agentury České republiky pod evidenčním číslem P402/10/0289.

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

¹ Skupina zemí G-20 vznikla v roce 1999 s cílem diskutovat a zejména řešit klíčové otázky globální ekonomiky. Členem jsou ministři financí a guvernéři centrálních bank 19 států (Argentina, Austrálie, Brazílie, Kanada, Čína, Francie, Německo, Indie, Indonésie, Itálie, Japonsko, Mexiko, Rusko, Saudská Arábie, Jihoafrická republika, Jižní Korea, Turecko, Velká Británie a USA). Posledním členem je Evropská unie.

anticipovat možné problémy a pro-aktivně předcházet nebezpečí rozvratu finančních systémů. Skupina zemí G-20 přijala již na prvním summitu po pádu Lehman Brothers „Akční plán“ implementace základních principů reformy globálních finančních trhů, a to nejen ve formě krátkodobých opatření (např. úprava výkladu způsobu oceňování strukturovaných, sekuritizovaných a nelikvidních instrumentů, zveřejnění pozic finančních institucí v komplexních (strukturovaných a sekuritizovaných) finančních produktech vůči tržním účastníkům, zpřísnění kapitálových požadavků v oblasti strukturovaných a sekuritizovaných produktů, efektivnější řízení likvidity finančních institucí, vytvoření dostatečného likvidního polštáře významných finančních institucí, úprava modelů pro řízení rizik finančními institucemi, vytvoření dohledových kolegií pro všechny významné přeshraničně podnikající finanční instituce, vytvoření mezinárodního krizového řízení za účasti významných dohledových úřadů), ale i ve formě střednědobých opatření systémového charakteru (např. vytvoření jednotných globálních účetních standardů, rozsáhlejší informační povinnosti finančních institucí, registrace ratingových agentur, monitorování podstatných změn cen aktiv a jejich vlivu na makroekonomickou stabilitu a finanční systém, výraznější role rozvíjejících se ekonomik v mezinárodních finančních institucích).

Následující summity skupiny zemí G-20 (Londýn a Pittsburgh v roce 2009, Toronto a Soul v roce 2010, Paříž a Washington v roce 2011) jasně potvrdily skutečnost, že představitelé nejvyspělejších a nejdůležitějších zemí světa si uvědomují rozsáhlost globální finanční krize, jejíž důsledky chtějí překonat koordinovaným způsobem. Jsme toho názoru, že koordinované intervence skupiny zemí G-20 do finančních systémů v letech 2008-11 a postupně realizované reformy institucionální a regulatorní architektury finančních trhů jsou v zásadě adekvátní odpovědí nejen na příčiny, rozsah a hloubku globální finanční krize, ale i odpovídají dynamické modernizaci finančních trhů v poslední dekádě. Představitelé nejvyspělejších států světa G-20 se v poslední době na několika summitech shodli, že je nutné vytvořit efektivní instituce nadnárodní regulace a dohledu nadnárodních finančních trhů a přeshraničně podnikajících finančních skupin. Jsou toho názoru, že je nutné nejen podporovat integritu finančních trhů, ale i prohloubit charakter mezinárodní spolupráce. Financial Stability Forum se v roce 2009 transformovalo na Financial Stability Board. Experti skupiny zemí G-20 v pracovních skupinách dospěli k závěru, že tyto instituce musí disponovat takovým instrumentáři, který jim adekvátně umožní identifikovat podstatné problémy globálního finančního trhu a monitorovat systémová rizika, a tím omezovat možnosti pro vypuknutí výrazné finanční nestability.

Konsolidace regulace a dohledu v EU

Nejvýraznější snahu o konsolidaci regulace a dohledu finančního trhu můžeme v současné době pozorovat především v Evropské unii. Zavedení společné měny euro koncem 90. let minulého století mělo obrovský vliv na strukturu a fungování světových finančních trhů. Eurozóna se stala jedním z nejdůležitějších segmentů globálního finančního trhu, což potvrzuje tabulka 1. Eurozóna má v současné době největší světový bankovní trh, má rozsáhlý dluhopisový trh, ale zatím nedostatečně rozvinutý akciový trh.

Tab. 1: Porovnání finančních trhů (2008)

Ukazatel	Jednotka	Eurozóna	USA	Japonsko
Kapitalizace akciových trhů	v mld. USD	4 985	11 738	3 209
Tržní hodnota dluhopisů	v mld. USD	23 793	30 658	11 478
Bankovní aktiva	v mld. USD	32 510	13 997	10 027
Podíl akciových, dluhopisových a bankovních trhů na HDP	v %	452,7	390,5	503,3

Zdroj: IMF (2009, s. 183).

Okamžitě po vzniku nové měny došlo k integraci národních peněžních trhů v jednotný euro-peněžní trh. K velmi rychlé integraci začalo rovněž docházet i na trzích cenných papírů. Vliv zavedení eura měl také vysoce pozitivní dopad na evropské finanční investování, poněvadž došlo k poklesu transakčních nákladů, k eliminaci měnových rizik a k rozšíření investičních příležitostí. Postupně začalo docházet i k velmi úzkému propojování dosud samostatně organizovaných sekundárních trhů. Výrazně pozitivní roli v integraci evropských trhů sehrál i „Akční plán finančních služeb“ („Financial Services Action Plan“ – FSAP), schválený de facto v orgánech EU v březnu 2000. Základním cílem FSAP byla vyšší integrace trhu finančních služeb v EU, tedy vytvoření jednotného trhu, a to jak na maloobchodní, tak i na velkoobchodní úrovni. Členské země EU výrazně změnily právní prostředí finančních trhů, a to na základě přijetí desítek opatření v legislativní oblasti. Na základě provedených analýz (např. Baele, Ferrando, Hördahl, Krylova a Monnet, 2008 nebo Malcolm, Tildon a Wilsdon, 2009) se zdá, že základního cíle se podařilo téměř dosáhnout na velkoobchodních finančních trzích. Dosud nižší stupeň integrace je však stále patrný na maloobchodním segmentu.

Rozsáhlé integraci finančních trhů a rozmachu přeshraničního podnikání finančních skupin však neodpovídala odpovídající konsolidace regulatorně-dohledového institucionálního uspořádání. I když někteří ekonomové upozorňovali na nutnost institucionálních změn (např. Enria a Vesela, 2003, nebo Duisenberg, 2004), teprve propuknutí globální finanční krize otevřelo příležitost k překonání zakořeněných národních a lokálních zájmů, zabraňujících realizaci přirozených a nezbytných konsolidačních procesů. Návrh institucionálních změn finanční regulace vypracovala komise tzv. moudrých mužů pod vedením Jacquesa de Larosièra (2009). Tato komise dospěla k závěru, že je nezbytné zreformovat dosud výrazně decentralizované institucionální uspořádání finančního dohledu v EU, což se zejména projevovalo v neefektivním dohledu přeshraničně působících finančních institucí, v nedostatečné výměně informací mezi jednotlivými národními orgány dohledu a v odlišném výkladu regulatorních pravidel včetně jejich vynuovení. Proto v závěrečné zprávě experti navrhli především výrazně centralizovat evropskou dohledovou architekturu. Tuto základní myšlenku převzala i Evropská komise a schválila návrh předpisů pro posílení finančního dohledu dne 23. září 2009. Novou institucionální podobu dohledu nad jednotným evropským finančním trhem přijal po určitých úpravách také Evropský parlament, a to již koncem listopadu 2010. Ihned od začátku následujícího roku vznikl **Evropský systém dohledu finančního trhu** (European System of Financial Supervision – ESFS), mající charakter integrované sítě národních dohledových institucí a orgánů Unie, přičemž jeho hlavním cílem je jednotné uplatňování regulatorních pravidel v zájmu zajištění finanční stability, důvěry a účinné ochrany finančních spotřebitelů. Skládá se z následujících prvků:

1. *Evropská rada pro systémová rizika* (European Systemic Risk Board – **ESRB**) má charakter instituce bez právní subjektivity, monitorující stabilitu finančního systému jako celku a vysílající včasné varování o potenciálních systémových rizicích včetně adekvátních doporučení. ESRB je poměrně úzce propojena s Evropskou centrální bankou, jejíž prezident se také automaticky stal prezidentem ESRB, a to na první pětileté funkční období. ECB má povinnost zajišťovat fungování sekretariátu ESRB, sídlícího ve Frankfurtu nad Mohanem. Sekretariát ESRB zajišťuje potřebnou technickou podporu, a to zejména v oblasti analýz, statistiky a infrastruktury. ESRB vykonává makrobezpečnostní dohled nad celým finančním sektorem EU, přičemž hlavním cílem je předejít výskytu systémových rizik, kterými se rozumí „... narušení kontinuity finančního systému, který může mít závažné negativní dopady na vnitřní trh a reálnou ekonomiku. Všechny typy finančních zprostředkovatelů, trhů a infrastruktury mohou mít do určité míry systémový význam ...“². Na základě analýzy shromážděných dat vydává ESRB varování podle definované rizikové škály a doporučení obecné či konkrétní povahy Evropské unii jako celku, jednomu nebo více členským státům a celoevropským nebo národním dohledovým orgánům. Klíčové rozhodovací pravomoci má generální rada, kde hlasovací právo má prezident a viceprezident ECB, guvernéři centrálních bank členských států EU, zástupce Komise EU, předseda Evropského orgánu pro bankovníctví, předseda Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění, předseda Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy, předseda a oba místopředsedové poradního vědeckého výboru a předseda poradního technického výboru.
2. *Evropské orgány dohledu*, skládající se ze tří nově vytvořených celoevropských a sektorově orientovaných dohledových institucí (Evropský orgán pro bankovníctví – European Banking Authority, **EBA**³, Evropský orgán pro cenné papíry a trhy – European Securities and Markets Authority, **ESMA**⁴, Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění – European Insurance and Occupational Pension Authority, **EIOPA**⁵). Celoevropské dohledové instituce mají vlastní právní subjektivitu, přičemž mezi jejich základní cíle zejména patří zajištění efektivnějšího fungování jednotné regulace a dohledu, omezování možností pro regulatorní arbitráže, zabezpečování rovných podmínek hospodářské soutěže a posilování ochrany spotřebitelů. Evropské orgány dohledu získaly pravomoc vytvářet návrhy regulačních technických norem a prováděcích technických norem⁶, vydávat obecné pokyny a doporučení, koordinovat činnost jednotlivých národních dohledových úřadů, koordinovat činnost kolegií dohledových institucí a vykonávat výlučný dohled ve vybraných oblastech, přičemž tuto pravomoc prozatím získal pouze Evropský orgán pro cenné papíry a trhy, a to pouze v oblasti registrace a dohledu ratingových agentur. Z výše uvedeného přehledu je evidentní, že v současné době nové evropské dohledové orgány jsou tedy spíše regulačními a koordinačními institucemi a dosud vykonávají velmi omezeně operativní

² Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu o makrobezpečnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika, čl. 2, písm. c). (EU 2010a)

³ Zřízení na základě Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1093/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/78/ES, čl. 1. (EU 2010b)

⁴ Zřízení na základě Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES, čl. 1. (EU 2010d)

⁵ Zřízení na základě Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1094/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/79/ES, čl. 1. (EU 2010c)

⁶ Návrhy schvaluje Komise EU.

dohledovou činnost finančních trhů a finančních institucí. Organizační uspořádání celoevropských orgánů je zcela identické. Rozhodující postavení má vždy rada, kde hlasovací právo mají pouze reprezentanti národních dohledových autorit členských států. Běžnou činnost orgánů pak zajišťují správní rada, pracovní komise a panely. Evropské orgány dohledu mají požívat nezávislé postavení, což předpokládá i jejich finanční nezávislost. Financování celoevropských dohledových orgánů je založeno na více-zdrojovém přístupu, skládající se z příspěvků národních dohledových institucí, dotací z centrálního rozpočtu Evropské unie a z jednorázových poplatků, placených tržními účastníky. Nově vytvořené dohledové orgány převzaly infrastrukturu zanikajících poradních finančních výborů CEBS (Committee of European Banking Supervisors), CESR (Committee of European Securities Regulators) a CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors) včetně jejich sídel (EBA – Londýn, ESMA – Paříž a EIOPA – Frankfurt nad Mohanem). Sektorově harmonizovaný přístup celoevropských dohledových úřadů zajišťují některé společné orgány. Jedná se zejména o *Společný výbor evropských orgánů dohledu* (Joint Committee of European Supervisory Authorities), přičemž mezi jeho základní oblasti koordinace patří finanční konglomeráty, účetnictví a audit, analýza mikrobezpečnostního dohledu meziodvětvového vývoje s akcentem pro finanční stabilitu, maloobchodní investiční produkty, boj proti praní špinavých peněz a výměna informací. *Odvolací senát* (Board of Appeal) je dalším společným orgánem celoevropských dohledových úřadů. Je výlučně složen z nezávislých fyzických osob, požívajících vysoké odborné renomé. Skládá se z šesti členů a šesti náhradníků, jmenovaných na funkční období pěti let, přičemž toto období může být jednou prodlouženo. Odvolací senát rozhoduje o odvolání fyzických a právnických osob (i národních dohledových institucí) proti rozhodnutí celoevropských orgánů dohledu. Samozřejmě, že proti rozhodnutí odvolacího senátu lze podat žalobu u Soudního dvora Evropské unie.

3. *Finanční dohledové úřady členských států EU*. Běžná a každodenní dohledová činnost zatím zůstala převážně v pravomoci národních dohledových úřadů, avšak s výjimkou období výskytu finanční krize, kdy některé operativní pravomoci mohou přejít na celoevropské dohledové instituce. Nositeli finančního dohledu jsou v členských státech EU různé orgány a instituce, které požívají nejen odlišný stupeň samostatnosti, ale jsou také různým způsobem financovány. Z důvodu národních odlišností existují v jednotlivých členských státech stále různé varianty institucionálního začlenění finančního dohledu. I když nenajdeme jednotný přístup, lze uvést, že v posledním desetiletí existoval v EU trend ke snižování počtu samostatně operujících dohledových institucí, vytváření jednotných integrovaných dohledových institucí, zvyšování významu centrálních bank při zajišťování finanční stability a rozvoj dohledové činnosti v oblasti ochrany finančních spotřebitelů. V členských státech EU postupně byl opouštěn odvětvový přístup k začlenění dohledu, vycházející z existence relativně nepropojených segmentů finančního trhu a z fungování specializovaných finančních institucí⁷. Specializované segmenty finančního trhu jsou pak dohlíženy odvětvově zaměřeným dohledovým úřadem. Centrální banka dohlíží nad činností bank a specializované dohledové instituce se zaměřují na trh cenných papírů a pojišťný trh. Členské země EU však začaly v poslední dekádě postupně přecházet k integrovaným variantám dohledového uspořádání, přičemž variantami jsou buď jednotný finanční dohled, nebo funkcionální varianta finančního dohledu, zcela zřídka se pak používá varianta finančního dohledu v rámci centrální banky. Variantu jednotného finančního dohledu, zabezpečující koordinovaný přístup k dohledu finančních skupin, nejdříve aplikovalo Norsko, a to již

⁷ Tuto variantu uspořádání např. stále používají Francie nebo Itálie.

v roce 1986. Od té doby podstatná část evropských států převzala toto uspořádání⁸. Institucionální odezva na globální finanční krizi však v některých státech vede k modifikaci této varianty. Částečné selhání britského regulatorně-dohledového systému před- a během globální finanční krize je jedním z důvodů připravované reformy institucionálního uspořádání finančního dohledu ve Velké Británii. Návrh britského ministerstva financí předpokládá, že do konce roku 2012 dojde k převedení pravomocí v oblasti obezřetnostního finančního dohledu z jednotného a nezávislého dohledového úřadu Financial Services Authority (FSA) na dceřinou společnost Bank of England „Prudential Regulatory Authority“. Bank of England bude také prostřednictvím „Financial Policy Committee“ zodpovědná za makrobezpečnostní dohled celého finančního systému. Současně se navrhuje vytvoření nového úřadu („Financial Conduct Authority“), který se bude zaměřovat na ochranu finančních spotřebitelů a převezme zbývající pravomoci FSA. Funkcionální varianta finančního dohledu myšlenkově vychází z obecných mikroekonomických důvodů, které ospravedlňují vměšování státu do tržního mechanismu (šíření záporných externalit a z toho vyplývající nestabilita finančního systému, výskyt informační asymetrie, nepoctivé obchodní praktiky, nedokonalá konkurence). Primárně nejsou předmětem dohledu finanční instituce, ale jednotlivé funkcionální prvky dohledu, napravující selhávání trhu. V některých evropských státech funkcionální varianta uspořádání je realizována ve zjednodušeném uspořádání⁹. Je založena pouze na 2pilířovém systému, kdy první pilíř (centrální banka) je zodpovědný za dodržování pravidel obezřetného podnikání finančních institucí, dohlíží na platební systém a monitoruje stabilitu finančního systému. Druhý pilíř (instituce na ochranu finančních spotřebitelů) je zodpovědný za ochranu spotřebitele včetně zneužívání trhu, osvětu a finanční vzdělávání. Definičním znakem uspořádání finančního dohledu v rámci centrální banky¹⁰ je těsná integrace měnové politiky a dohledové činnosti. V této variantě je dohled bankovního trhu, trhu cenných papírů a pojistného trhu plně integrován do homogenní struktury centrální banky. Tato varianta je charakteristická tím, že existuje velmi úzké personální a informační propojení mezi výkonem měnové politiky a dohledové činnosti, což však může vyústit v nebezpečný konflikt zájmů, a proto není tento přístup nejen ve vyspělých finančních systémech téměř používán, ale ani odborníky příliš doporučován (např. Goodhart, 2000).

Plíživý, ale nutný přesun pravomocí

Vytvoření celoevropských dohledových autorit EBA, ESMA a EIOPA lze považovat za důležitý přelom v dlouhodobém procesu konsolidace evropského regulatorně-dohledového uspořádání. I když by se mohlo zdát, že téměř veškeré pravomoci i nadále zůstávají národním autoritám, avšak přesný opak je skutečností. Pokud bychom totiž pouze izolovaně posuzovali implementaci přijatých institucionálních reforem do české legislativy, mohli bychom nabyt mylného dojmu, že Česká národní banka neztrácí téměř žádné významné regulatorně-dohledové pravomoci. Do novely zákona č. 6/1993 o České národní bance (2011) bylo totiž vloženo pouze ustanovení 2a, znějící následujícím způsobem: „... Česká národní banka je součástí Evropského systému dohledu nad finančními trhy a spolupracuje s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými orgány dohledu nad finančními trhy ...“. Důvodová

⁸ Např. Velká Británie (Financial Services Authority), Německo (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), Rakousko (Finanzmarktaufsicht), Maďarsko (Hungarian Financial Supervisory Authority) nebo Dánsko (Finanstilsynet).

⁹ Např. Nizozemsko.

¹⁰ Tuto variantu např. používá Slovensko nebo Česká republika.

zpráva k novele zákona o ČNB¹¹ (2011) uvádí, že „...Vzhledem k tomu, že ČNB již v současnosti orgánem dohledu je a již nyní spolupracuje s výbory na EU úrovni, nepředstavuje adaptace na nařízení v tomto ohledu výraznou změnu, vyjma případného zvýšení administrativních a personálních nákladů spojených s nutností intenzivnějšího zapojení do nových evropských struktur ...“.

Zapojení České národní banky do Evropského systému dohledu nad finančními trhy je však nutné posuzovat v kontextu pravomocí, které mají nově vzniklé orgány EBA, ESMA a EIOPA. Tyto orgány získaly zejména výraznou pravomoc připravovat návrhy regulačních technických a prováděcích technických norem, které se po schválení Komisí EU¹² stávají závaznými pro výkon dohledové činnosti národními dohledovými úřady. I když dříve fungující poradní výbory CEBS, CESR a CEIOPS také vytvářely výkladová stanoviska, která však měla pouze nezávaznou povahu. Jinak řečeno, pokud EBA, ESMA a EIOPA získávají významný mandát v oblasti koncipování dohledové politiky, pak tento mandát musí někdo ztrácet, což není nikdo jiný než národní dohledové úřady, přičemž rozsah této ztráty pro jednotlivé národní dohledové úřady závisí na jejich schopnostech ovlivnit tvorbu jednotné celoevropské dohledové politiky.

Celoevropsky působící dohledové úřady mají dále pravomoc vydávat obecné pokyny a doporučení, a to „... s cílem zavést jednotné, účinné a efektivní postupy dohledu v rámci ESFS a zajistit společné, důsledné a jednotné uplatňování práva Unie vydává orgán pro cenné papíry a trhy obecné pokyny a doporučení určená příslušným orgánům a účastníkům finančního trhu ...“¹³, přičemž národní orgány a účastníci musí vynaložit veškeré úsilí, aby zveřejněným pokynům a doporučením vyhověly.

EBA, ESMA a EIOPA rovněž mají pravomoc vynucovat odpovídající uplatňování unijního finančního práva příslušnými národními dohledovými úřady včetně rozhodování sporů mezi národními autoritami. Celoevropsky působící dohledové úřady získaly výraznou pravomoc pro mimořádné situace, charakterizované následujícím způsobem: „... nepříznivý vývoj, který může vážně ohrozit řádné fungování a integritu finančních trhů nebo stabilitu celého finančního systému Unie nebo jeho části ...“¹⁴. Pokud se vyskytne mimořádná situace, pak orgány EBA, ESMA a EIOPA mohou vydávat rozhodnutí přímo vůči národním dohledovým úřadům nebo i tržním účastníkům, a to v situaci, kdy příslušný národní úřad nepodniká dostatečně efektivní opatření vůči výskytu nepříznivých událostí.

Na základě tlaku významných evropských tržních účastníků, ztělesněné např. závěry z jednání organizace European Financial Services Roundtable z roku 2006 a v dalších letech¹⁵, se stále více při dohledu přeshraničně fungujících finančních institucí uplatňuje koncept vedoucího orgánu dohledu, a to ve formě kolegií orgánů dohledu, přičemž reprezentanti celoevropských úřadů EBA, ESMA a EIOPA mají klíčové postavení nejen při koncipování jednotného a soudržného fungování těchto kolegií, ale mohou např. i

¹¹ *Důvodová zpráva k návrhu novely zákona*, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, část 6 – stav k 11. 9. 2011 do částky 93/2011 Sb. a 44/2011 Sb. m. s. - RA173.

¹² Komise EU získala výkon přenesené pravomoci na dobu čtyř let od 16. prosince 2010 s možností automatického prodloužení o další 4 roky.

¹³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), čl. 16, odst. 1. (EU 2010d)

¹⁴ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), čl. 18, odst. 1. (EU 2010d)

¹⁵ Aktuální stanoviska lze získat na EFR (2011).

shromažďovat informace, potřebné pro fungování kolegií, nebo i organizovat zátěžové testy klíčových tržních účastníků¹⁶.

EBA, ESMA a EIOPA získávají i rozsáhlé pravomoci v oblasti ochrany finančních spotřebitelů, a to tím, že „... převezmou vedoucí úlohu při prosazování průhlednosti, jednoduchosti a spravedlivých podmínek na trhu se spotřebitelskými finančními produkty či službami v rámci vnitřního trhu ...“¹⁷. K efektivnímu vykonávání této pravomoci mohou celoevropské dohledové orgány např. koordinovat vzdělávací programy finanční gramotnosti, stanovovat standardy odborné přípravy ve finančním průmyslu, vydávat varování před nepoctivými praktikami poskytovatelů finančních služeb nebo dokonce i dočasně zakázat nebo omezit některé finanční aktivity.

Jediným segmentem, kde existuje centralizovaný a jednotný celounijní operativní dohled, je zatím pouze rating. Teprve globální finanční krize přinesla zásadní obrat v pohledu na postavení ratingových agentur ve finančních systémech, což se projevuje nejen zavedením standardní regulace a dohledu těchto specifických finančních institucí, ale také v přijímání etických kodexů ze strany samotných ratingových agentur, což má přispět k obnovení důvěry investičního publika v tento způsob stanovení bonity emitentů dluhových instrumentů a dalších kontraktů. Např. ratingová agentura S&P zřídila funkci ombudsmana, pověřila nezávislou firmu provedením interního auditu a zavedla rotaci analytiků. Ratingová agentura Fitch vyčlenila poradenskou činnost do zvláštní divize, která je důsledně oddělena od vlastní ratingové činnosti. V oblasti regulace pak v Evropské unii v říjnu 2009 nabylo účinnost nařízení o regulaci ratingových agentur¹⁸, které sleduje snahu omezit a zabránit střetu zájmů, zkvalitnit ratingové postupy a zvýšit kvalitu ratingového hodnocení, zvýšit transparentnost a informační otevřenost, a to zavedením registrace a dohledu ratingových agentur. Dohled ratingových agentur v EU je ve výlučné pravomoci celoevropského úřadu ESMA¹⁹.

Z výše uvedených příkladů je zcela evidentní, že vytvoření celoevropských dohledových úřadů není neutrální k postavení národních dohledových úřadů. Jinak řečeno, postupně (a někdy i plíživě) dochází k významnému přesunu některých regulatorně-dohledových pravomocí z národních dohledových úřadů na nové celoevropské instituce EBA, ESMA a EIOPA, což by však mělo podstatně zvýšit efektivnost regulatorně-dohledového mechanismu nejen jednotného evropského finančního trhu, ale především přeshraničně působících finančních institucí. Jsme toho názoru, že stávající institucionální uspořádání je však pouze přechodnou variantou regulatorně-dohledové architektury v EU, poněvadž bude i nadále pokračovat (byť pravděpodobně ještě po poměrně dlouhou dobu) nezbytný konsolidační proces, korespondující s konsolidačním procesem na finančních trzích. Zdá se, že to předpokládá i článek 81 nařízení²⁰, který zavádí institut přezkumu institucionálního uspořádání finančního dohledu v EU, a to ve formě zprávy celoevropských dohledových autorit o zkušenostech při výkonu dohledu. Tyto zprávy (poprvé budou zveřejněny na začátku roku 2014 a pak každé další tři roky) zhodnotí zejména proces sbližování výkonu dohledové

¹⁶ Klíčovým tržním účastníkem finančního trhu nařízení č. 1095/2010 v článku 4, odst. 4 rozumí „... účastník finančního trhu, jehož běžná činnost či finanční životaschopnost mají či by mohly mít významný vliv na stabilitu, integritu nebo účinnost finančních trhů v Unii ...“.

¹⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), čl. 9, odst. 1. (EU 2010d)

¹⁸ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060 č. 1060/2009 ze dne 16. září o ratingových agenturách.

¹⁹ Na základě Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 513/2011 ze dne 11. května 2011, kterým se mění nařízení (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách. (EU 2011)

²⁰ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), čl. 81. (EU 2010d)

činnosti a fungování dohledových kolegií. Posuzovány budou rovněž výhody a nevýhody sektorového dělení celoevropských dohledových úřadů, výhody a nevýhody funkcionálního přístupu, výhody a nevýhody dvoustupňového výkonu dohledu či adekvátnost teritoriálního umístění celoevropských úřadů. Zkušenosti z členských států EU v období před- a během globální finanční krize jasně demonstrují, že institucionální uspořádání finančního dohledu směřuje – především z důvodu tržní konsolidace – stále více k jednotnému celoevropskému regulatorně-dohledovému mechanismu, což však ještě automaticky nezajistí jeho efektivní fungování. Výkonný dohled jednotného evropského finančního trhu totiž předpokládá nejen nezávislou a transparentní instituci, vybavenou kvalitními zaměstnanci a vynuocovacími pravomocemi, ale zejména jednotnou, chytrou, citlivou a dynamickou dohledovou politiku, přispívající k rozvoji finančního trhu při současném snižování transakčních a kapitálových nákladů tržních účastníků.

Závěr

Příspěvek rozebírá institucionální odezvu na globální finanční krizi, a to na příkladu Evropské unie. Tuto institucionální odezvu však nelze zkoumat izolovaně, ale je nutné ji posuzovat v kontextu dlouhodobého procesu tržní konsolidace finančního průmyslu a neadekvátního přístupu k regulatorně-dohledové politice, která nedostatečně reflektovala výrazné změny na finančních trzích v období před vypuknutím globální finanční krize. V éře masivního rozmachu přeshraničního podnikání finančních skupin (často mající i globální rozměr) a dynamického finančního inženýrství se jeví primárně národně orientovaný přístup k regulaci a dohledu, doplňovaný obvykle těžkopádnou mezinárodní spoluprací národních regulátorů, za nepřilíš účinnou metodu napravování tržního selhávání finančních trhů. Omezování výskytu informační asymetrie, potlačování nepoctivých praktik poskytovatelů finančních služeb a obnovování důvěry ve finanční systém v situacích finančních turbulencí lze ve světě nadnárodních trhů mnohem efektivněji realizovat nadnárodně harmonizovaným regulatorně-dohledovým mechanismem.

Literatura

- [1] Baele, L. – Ferrando, A. – Hördahl, P. – Krylova, E. – Monnet, C. (2008): *Measuring European Financial Integration*. In Freixas, X. – Hartmann, P. – Mayer, C. (eds.): *Handbook of European Financial Markets and Institutions*. Oxford, Oxford University Press, 2008, s. 165-194.
- [2] De Larosière, J. (2009): *Brief Summary of de Larosière Report*. [on-line], Brussels, European Commission., c2009, [cit. 10. 4. 2011], <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>.
- [3] Duisenberg, W. (2004): *The Role of the Supervision in Prudential Supervision*. In Kuppens, T. – Prast, H. – Wesseling, S. (2004): *Banking Supervision at the Crossroads*. Cheltenham, Edward Edgar, 2004, s. 59-63.
- [4] Enria, A. – Vesela, J. (2003): *Externalities in Supervision: the European Case*. In Kremers, J. J. M. – Schoenmaker, D. – Wierst, P. J. (2003): *Financial Supervision in Europe*. Cheltenham, Edward Edgar, 2003, s. 60-89.
- [5] EFR (2011): *EFR – A Round Table Organisation of Chairmen and Chief Executives of Europe's Leading Banks and Insurance Companies*. [on-line], Brussels, European Financial Services Round Table, c2011, [cit. 10. 4. 2011], <<http://www.efr.be>>.

- [6] EU (2009): *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září o ratingových agenturách.* [on-line], Brussels, European Commission, c2009, [cit. 10. 4. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:CS:PDF>>.
- [7] EU (2010a): *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika.* [on-line], Brussels, European Commission, c2010, [cit. 10. 4. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:140:0018:0019:CS:PDF>>.
- [8] EU (2010b): *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1093/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/78/ES.* [on-line], Brussels, European Commission, c2010, [cit. 10. 4. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0012:0047:CS:PDF>>.
- [9] EU (2010c): *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1094/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/79/ES.* [on-line], Brussels, European Commission, c2010, [cit. 10. 4. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0048:0083:CS:PDF>>.
- [10] EU (2010d): *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES.* [on-line], Brussels, European Commission, c2010, [cit. 10. 4. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0084:CS:PDF>>.
- [11] EU (2011): *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 513/2011 ze dne 11. května 2011, kterým se mění nařízení (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách.* [on-line], Brussels, European Commission, c2011, [cit. 10. 4. 2011], <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:CS:PDF>>.
- [12] Goodhart, C. A. E. (2000): *The Organisational Structure of Banking Supervision.* [on-line], Basel, Bank for International Settlements, Financial Stability Institute, c2000, [cit. 10. 4. 2011], <<http://www.bis.org/fsi/fsipapers01.pdf>>.
- [13] IMF (2009): *Financial Stability Report 10/2009.* [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c2009, [cit. 10. 4. 2011], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/text.pdf>>.
- [14] Malcolm, K. – Tilden, M. – Wilsdon, T. (2009): *Evaluation of the Economic Impacts of the Financial Services Action Plan.* [on-line], London, CRA International, c2009, [cit. 10. 4. 2011], <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/090707_economic_impact_en.pdf>.

Evropský systém dohledu finančního trhu

Petr Musílek

ABSTRAKT

Cílem příspěvku není pouze vysvětlit institucionální odpověď na globální finanční krizi, ale také zhodnotit, jak efektivně národní a nadnárodní dohledové úřady využívají svěřené pravomoci. Rozvoj přeshraničně působících finančních skupin zesiluje tlak na vytváření nadnárodních dohledových institucí. Existuje více institucionálních variant, které reflektují vývoj v ekonomickém a finančním prostředí. Pozornost je také věnována harmonizaci regulatorní a dohledové politiky v EU, vyúsťující ve vytvoření Evropského systému dohledu finančního trhu. Nicméně, nadnárodní uspořádání však ještě automaticky nezaručuje efektivní regulaci a dohled přeshraničně působících finančních skupin. Racionálnější struktura institucionálního uspořádání může sice pomoci, avšak efektivnější dohled předpokládá nezávislou a transparentní nadnárodní instituci, vybavenou kvalitními zaměstnanci a vynucovacími pravomocemi, což podporuje rozvoj evropského finančního trhu.

Klíčová slova: Finanční trhy; Přeshraničně působící finanční skupiny; Finanční regulace a dohled; Harmonizace dohledu; Evropský systém dohledu finančního trhu.

European System of Financial Supervision

ABSTRACT

The aim of this paper is not only to explain the institutional response to the Global financial crisis, but also to evaluate how effectively the national and supra-national supervisors use entrusted powers. With the emergence of cross-border financial groups, call for supra-national supervisory authorities has strengthened. There are many variants of the institutional responses to the development in economical and financial environment. Particular attention will be paid to the harmonization of regulatory and supervisory policy in the EU, which is characterized by the creation of European system of financial supervision. However, pressure on creation supra-national supervisory authority does not guarantee effective regulation and supervision of cross-border financial groups. More rational structures may support the development of the European financial market, but, fundamentally, more efficient supervision comes from independent and transparent supra-national supervisory body with better-trained staff and more enforcement powers.

Key words: Financial markets; Cross-border financial groups; Financial regulation and supervision; Harmonization of the supervision; European system of financial supervision.

JEL classification: G10, E44.