

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Kapitálová přiměřenost obchodníků s cennými papíry

Vypracovala: Markéta Hlůžková

Konzultant: Prof. Ing. Michal Mejstřík CSc.

Akademický rok: 2001/2002

PODĚKOVÁNÍ

Na tomto místě bych ráda poděkovala Prof. Ing. Michalu Mejstříkovi CSc. za cenné připomínky a průběžné konzultace, které mi poskytoval během psaní této práce.

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně a použila pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 13. května 2002

TEZE DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel: Markéta Hlůžková

Studijního obor: Ekonomie

Specializace: Kapitálové trhy

Název tématu: Kapitálová přiměřenost obchodníků s cennými papíry

Cíl práce:

- zdůvodnění regulace kapitálu obchodníků s cennými papíry a porovnání důvodů regulace kapitálu bank s důvody opodstatňující regulaci kapitálu v případě obchodníků.

Jedna z částí práce bude věnována obecnému zdůvodnění finanční regulace, srovnání bank a obchodníků s cennými papíry z pohledu regulace a přiblížení důsledků mezinárodní harmonizace pravidel kapitálové přiměřenosti. Obchodníci s cennými papíry jsou poměrně heterogenní skupinou finančních institucí a ne všichni jsou vystaveni finančním rizikům stejné intenzity. Důležitým aspektem sledování kapitálové přiměřenosti je proto posouzení rozsahu obchodníkem podstupovaných rizik a dalších specifíků podnikání obchodníků s cennými papíry: funkcí jejich kapitálu, typické struktury aktiv a pasiv či horizontu jejich činnosti apod. Nezbytnou součástí práce bude popis hlavních přístupů k regulaci kapitálu obchodníků s cennými papíry, včetně charakteristiky nového konceptu kapitálové přiměřenosti dle návrhu Basilejského výboru pro bankovní dohled, jež by se v případě přijetí v rámci Evropské unie, měl v budoucnu vztahovat i na obchodníky s cennými papíry.

Konzultant diplomové práce: Prof. Ing. Michal Mejstřík CSs.

Datum odevzdání teze diplomové práce: 18. října 2000

Datum odevzdání diplomové práce: 14. května 2002

ABSTRAKT

Hlavním cílem této práce je nalézt zdůvodnění kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry. Obecně je regulace kapitálu jedním z hlavních nástrojů regulace finančních institucí a v případě bank mezi hlavní důvody této regulace patří existence systémového rizika spojeného s úpadkem bankovní instituce. Systémové riziko stojí v popředí zájmu finanční regulace, protože společenské náklady spojené s úpadkem významné finanční instituce výrazně přesahují soukromé náklady vlastníků a manažerů společnosti. Jedním ze závěrů práce je upozornění na skutečnost, že systémové riziko není v případě obchodníků s cennými papíry tak patrné jako u bank a v některých případech neexistuje vůbec. V souladu s názorem autorky, ze závěrů práce plyne, že u obchodníků, jež nejsou součástí významné finanční skupiny, není regulace kapitálu nezbytně nutná.

The main focus of the thesis is to find the reasons for capital adequacy requirements for securities firms. In general, capital regulation is one of the main tools of financial regulation and the purpose of bank capital regulation is to minimize the systemic risk connected to a bank failure. The systemic dimension enters financial regulation because the social costs of financial distress, notably in the form of contagious effects, can easily exceed the private costs to shareholders and managers of a failing institution. The conclusion is that the systemic risk is not so evident in the case of the securities firm failure and sometimes does not exist at all. In author's opinion the capital regulation of securities firms that do not form a part of a financial group including a bank is not necessary.

OBSAH

OBSAH	6
ÚVOD	8
ČÁST I	
REGULACE FINANČNÍCH TRHŮ A SYSTÉMOVÉ RIZIKO	11
I.I. ZDŮVODNĚNÍ FINANČNÍ REGULACE	11
I.II. ARGUMENTACE PRO A PROTI REGULACI FINANČNÍCH TRHŮ	12
I.III. SROVNÁNÍ BANK A OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY Z POHLEDU REGULACE	16
<i>Bankovní regulace</i>	17
<i>Regulace obchodníků s cennými papíry</i>	18
I.IV. REGULACE FINANČNÍCH TRHŮ NA MEZINÁRODNÍ ÚROVNI	20
<i>Narušení konkurenčního prostředí versus zvýšení systémového rizika</i>	21
<i>Basilejská dohoda 1988</i>	23
ČÁST II	
OSTATNÍ RIZIKA SPOJENÁ S ČINNOSTÍ OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY A ÚLOHA ŘÍZENÍ RIZIK	25
II.I. FINANČNÍ RIZIKA	25
<i>Úvěrové riziko</i>	26
<i>Tržní rizika</i>	28
<i>Operační rizika</i>	31
<i>Právní riziko</i>	32
II.II. VÝZNAM ŘÍZENÍ RIZIK	34
II.III. DEFINICE KATEGORIÍ OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY	36
<i>Kategorie společností s nízkým rizikem</i>	37
<i>Kategorie společností se středním rizikem</i>	38
<i>Kategorie společností s vysokým rizikem</i>	38

ČÁST III

PRAVIDLA KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY

.....	40
III.I. ZÁKLADNÍ FUNKCE KAPITÁLU	40
<i>Miller-Modiglianiho teorém</i>	41
<i>Tržně optimální výše kapitálu versus regulatorní kapitál</i>	41
<i>Individuální přístup ke stanovení pravidel kapitálové přiměřenosti</i>	42
III.II. KAPITÁLOVÁ PŘIMĚŘENOST OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY	43
<i>Rizika obchodníků s cennými papíry vzhledem ke struktuře jejich rozvahy</i>	44
<i>Jedinečnost podnikání obchodníků s cennými papíry</i>	45
<i>Direktiva o kapitálové přiměřenosti</i>	47
<i>Net capital rule</i>	48
<i>Konsolidace a mezinárodní harmonizace</i>	48
<i>Srovnání tří modelů kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry</i>	49
III.III. DOPAD NOVÉHO KONCEPTU KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI NA OBCHODNÍKY S CENNÝMI PAPÍRY V RÁMCI EU	51
<i>Tři pilíře nového konceptu kapitálové přiměřenosti</i>	52
<i>Operační riziko</i>	53
<i>Důraz na kontrolní mechanismy a řízení finančních rizik</i>	56
ZÁVĚR	58
REFERENCE	60
PŘÍLOHY	64

ÚVOD

Regulace kapitálu finančních institucí je v současné době jedním z hlavních nástrojů regulace finančních trhů. Podstatou konceptu kapitálové přiměřenosti je omezení rizikivosti činností finančních institucí, jež díky ochranným prvkům finanční regulace mají sklon k rizikovějším aktivitám, a v důsledku snížení rizika systémového. Banky a ostatní finanční instituce jsou na základě kapitálových pravidel nuceny udržovat takovou výši kapitálu, která by byla schopna pokrýt potenciální budoucí ztrátu spojenou s neočekávaným riziky společnosti, tak aby byla minimalizována pravděpodobnost úpadku společnosti. Možné budoucí ztráty společnosti vyplývají obecně z podstupovaných finančních rizik. Mezi hlavní rizika finančních institucí patří rizika tržní, operační a riziko úvěrové a právní.

V současném konceptu kapitálové přiměřenosti bank¹ je zohledněno pouze úvěrové riziko a rizika tržní. S návrhem na zahrnutí operačních rizik do výpočtu kapitálové přiměřenosti bank přichází až návrh nového konceptu kapitálové přiměřenosti², jež by měl být aplikován v bankovním sektoru s největší pravděpodobností již od roku 2006.

Banky podléhají regulaci kapitálu už delší dobu a jednotlivé národní úpravy se od sebe výrazněji neliší - způsob regulace kapitálu bank je sjednocen na mezinárodní úrovni a konkrétně vychází z doporučení Basilejského výboru pro bankovní dohled³. V případě regulace kapitálu obchodníků s cennými papíry do dnešní doby nedošlo na mezinárodní úrovni ke konsensu, jakým způsobem pravidla kapitálové přiměřenosti pro obchodníky s cennými papíry stanovit. Pokud jsou tato pravidla v dané zemi vůbec upravena, je možné se v praxi setkat se dvěma hlavními způsoby určení kapitálových požadavků. V rámci zemí Evropské unie je to Direktiva o kapitálové přiměřenosti investičních firem a úvěrových institucí⁴, jejíž pravidla se vztahují jak na bankovní instituce, tak na obchodníky s cennými papíry, a v zásadě se shodují s pravidly kapitálové přiměřenosti stanovenými Basilejským

¹ BIS (1996)

² BIS (2001)

³ Basel Committee on Banking Supervision, BIS

⁴ Council directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions

výborem pro bankovní dohled. Druhým způsobem je *Net capital rule*⁵, pravidla používaná zejména ve Spojených státech amerických, v Japonsku, Kanadě apod.

Cílem této práce je najít zdůvodnění regulace kapitálu obchodníků s cennými papíry, porovnat všeobecně uznávané důvody regulace kapitálu bank a možné důvody opodstatňující regulaci kapitálu v případě obchodníků a upozornit na hlavní problémy současného přístupu k regulaci kapitálu obchodníků.

První část práce je věnována obecnému zdůvodnění finanční regulace, srovnání bank a obchodníků s cennými papíry z pohledu regulace a přiblížení důsledků mezinárodní harmonizace pravidel kapitálové přiměřenosti. V souvislosti se snahou o aplikaci stejných pravidel v převážné většině zemí světa je mimo jiné zdůrazněna možnost selhání schopnosti kapitálového poměru věrně vypovídat o skutečné situaci sledované společnosti. Vypovídací hodnota kapitálové přiměřenosti je závislá na likviditě kapitálového trhu a kvalitě regulatorního či právního rámce dané země. V případě rozvojových zemí, jež jsou charakteristické nízkou efektivitou finančních trhů a nízkou úrovní právního rámce, je selhání vypovídací schopnosti kapitálového poměru velmi pravděpodobné.

Druhá část práce je věnována analýze finančních rizik, jež jsou s činností obchodníků spojena. Obdobně jako banky, i obchodníci s cennými papíry během své činnosti čelí rizikům, která by mohla vážně ohrozit nejen jejich vlastní existenci, ale i finanční situaci klientů, tj. investorů, jež jim své prostředky v dobré víře svěřují. K omezování podstupovaných rizik slouží nejen sledování kapitálové přiměřenosti, ale i nepřetržitý proces ohodnocování rizikového profilu finančních institucí, jejich finančního zdraví, risk managementu a dohled nad dodržováním platných zákonných i podzákonných norem.

Obchodníci s cennými papíry jsou poměrně heterogenní skupinou finančních institucí a ne všichni jsou vystaveni finančním rizikům stejné intenzity. V souvislosti s vyžadováním kapitálové přiměřenosti je proto velmi důležité rozdělit obchodníky dle závažnosti následků možného selhání společnosti do několika skupin a pro každou z těchto skupin kapitálová pravidla upravit. Kromě finančních rizik je nutné v rámci ohodnocování rizikovosti jednotlivých institucí vzít v úvahu i riziko systémové. Hlavním cílem regulace kapitálu bank je zamezení úpadku společnosti a tím minimalizace systémového rizika. Ve své práci upozorňuji na skutečnost, že systémové riziko není v případě obchodníků s cennými papíry tak patrné a v některých případech neexistuje vůbec.

⁵ Securities and Exchange Commission Release, 1997 No. 34-38248; File No. S7-7-94 Net Capital Rule

Poslední část práce je věnována specifikům podnikání obchodníků s cennými papíry, uvedení funkcí jejich kapitálu a hlavních přístupů k regulaci kapitálu, včetně jejich srovnání z pohledu teorie portfolia. Závěrečná kapitola je orientována na nový koncept kapitálové přiměřenosti, jež by se v případě přijetí v rámci Evropské unie, měl v budoucnu vztahovat i na obchodníky s cennými papíry.

V zemích západní Evropy se kapitálová přiměřenost stala neoddelitelnou součástí regulace všech investičních firem, aniž by byla konkrétním způsobem teoreticky zdůvodněna její užitečnost. Většina zemí ji považuje za určitý standard v regulaci obchodníků s cennými papíry a investičních společností. Stejně tak Česká republika připravuje přijetí vyhlášky o kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry v souladu s právní úpravou EU. Kapitálová přiměřenost pravděpodobně nevyřeší všechny problémy dohledu nad obchodníky, ale jistě přispěje ke zvýšení úrovně řízení rizik těchto společností a v důsledku i ke snížení rizikovosti jejich činností.

V oblasti právní úpravy podnikání na kapitálovém trhu má Česká republika oproti ostatním zemím západní Evropy široký prostor k napravování chyb způsobených velice liberálním přístupem k regulaci trhu na začátku a v průběhu devadesátých let. Nevytvoření kvalitního právního rámce kapitálového trhu již na počátku transformace a podcenění nezbytnosti kvalitní úpravy ochrany práv investorů a regulace ostatních účastníků trhu vedly k současnému, ne zcela ideálnímu, stavu kapitálového trhu. Aby mohl kapitálový trh fungovat standardním způsobem, je nezbytná důvěra všech účastníků trhu v to, že trh je kvalitním způsobem regulován a že se mohou na dodržování pravidel stanovených příslušnými předpisy spolehnout.

I. REGULACE FINANČNÍCH TRHŮ A SYSTÉMOVÉ RIZIKO

I.I. ZDŮVODNĚNÍ FINANČNÍ REGULACE

Jedním z hlavních cílů regulace finančních institucí je vytvoření systému pravidel v rámci potřeb finančního trhu, která umožňují soukromému sektoru efektivní výkon jejich podnikatelských činností a zajišťují obecnou důvěru ve finanční sektor. Nejčastěji zmiňovaným důvodem regulace je snížená efektivnost kapitálových trhů způsobená mnoha tržními nedokonalostmi.

Tento přístup ke zdůvodnění regulace finančních trhů lze nalézt zejména u zástupců tzv. teorie společenského zájmu (*public interest theory of regulation*)⁶. Kořeny této teorie sahají již k zástupcům ekonomie blahobytu A. C. Pigouovi a P. Samuelsonovi. Druhým přístupem je teorie zájmových skupin (*capture theory* nebo *economic theory of regulation*⁷), jež zdůvodňuje finanční regulaci existencí poptávky jednotlivých zájmových skupin po regulaci s cílem maximalizovat příjmy svých zástupců na úkor ostatních účastníků trhu. Z pohledu druhé z teorií je na regulaci možné nahlížet jako na výsledek vyjednávání zainteresovaných zájmových skupin a regulatorních orgánů.

Obecně používané nástroje regulace finančních trhů lze rozdělit do dvou následujících skupin⁸:

- pravidla obezřetnosti (*prudential regulation*),

⁶ Blíže k jednotlivým teoriím regulace Posner (1974).

⁷ Viz např. práce G. Stiglera, G. J. Benstona, K. Dowda apod.

⁹ Llewellyn (1999)

- pravidla jednání (*conduct of business regulation*).

Pravidla obezřetnosti se týkající zejména solventnosti, likvidity, bezpečnosti a dobré pověsti finančních institucí a pravidla kapitálové přiměřenosti, zaměřené na udržení solventnosti či likvidity finanční instituce, lze zařadit právě do této kategorie.

V případě bankovních institucí a pro finanční sektor významných investičních společností či obchodníků s cennými papíry jsou pravidla kapitálové přiměřenosti navrhována s cílem udržení solventnosti a zamezení úpadku společnosti, u menších obchodníků s cennými papíry jsou pravidla kapitálové přiměřenosti zaměřena spíše na udržení likvidity těchto společností. Likvidita bank a větších obchodníků s cennými papíry je regulována samostatnými pravidly likvidity. Pravidla kapitálové přiměřenosti jednotlivých druhů finančních institucí nejsou zejména z důvodu tohoto rozdílného pojetí zcela jednotná⁹. Odlišnosti lze nalézt i v přístupech jednotlivých zemí.

Pravidla jednání se zaměřují na stanovení základních standardů jednání finančních institucí vůči svým klientům, standardů podnikatelské etiky a pravidel vnitřní organizace. Pravidla jednání se dotýkají všech druhů finančních institucí bez rozdílu a jejich cílem je zejména ochrana klientů.

I.II. ARGUMENTACE PRO A PROTI REGULACI FINANČNÍCH TRHŮ

Dle teorie společenského zájmu jsou důvodem regulace finančního sektoru možná selhání trhu, která by mohla způsobit poškození jednotlivých investorů či v konečném důsledku ochromení celého sektoru. Možné přenesení problémů jedné společnosti na ostatní poskytovatele služeb obecně nazýváme systémovým rizikem. Důvodem proč systémové riziko stojí v popředí zájmu finanční regulace je skutečnost, že společenské náklady spojené s úpadkem finanční instituce výrazně přesahují soukromé náklady vlastníků a manažerů a nejsou zahrnuty do rozhodovacích procesů společnosti.

⁹ Blíže ke srovnání kapitálových pravidel bank, pojišťoven a investičních firem BIS (2001a) nebo pouze v rámci Spojených států amerických např. Jackson (1999).

Tradičně bylo systémové riziko spojováno pouze s bankami, protože bankovní instituce jsou lehce napadnutelné panickou reakcí ostatních účastníků trhu i v případě drobných problémů pouze jedné z nich. I solventní banka se může dostat do vážných problémů, protože většina jejích aktiv je jen málo likvidní a hodnota velké části úvěrů je založena na vnitřních informacích banky, které je jen stěží možné předat třetím stranám a pohledávky prodat za odpovídající hodnotu. Obecně je likvidační hodnota banky mnohem menší než její hodnota za normálních okolností. Typická struktura rozvahy bankovní instituce s sebou nese vnitřní riziko nízké stability celého sektoru.

Přestože je pravděpodobnost výskytu systémového rizika relativně malá, je toto riziko stále více diskutovaným problémem. Následky takové nepříznivé události by mohly být pro ekonomiku jako celek likvidační. Kombinace nízké pravděpodobnosti výskytu a vysoké závažnosti následků je hlavním znakem systémového rizika, jež ho činí velmi nebezpečným a těžko říditelným.

Přes výše uvedené skutečnosti je možné se v poslední době setkat s názory, že systémové riziko je nezanedbatelné i v případě jiných druhů finančních institucí. Rovnováha systému je z tohoto pohledu závislá na všech jednotlivých účastnících trhu, nejen na bankách jakožto hlavních zprostředkovatelích finančních toků v celé zemi, ale i na nebankovních institucích (obchodnících s cennými papíry apod.). Důvodem je vznik a existence velkých finančních skupin, sdružujících různé druhy institucí, a tudíž úzká propojenost bankovních a nebankovních domů¹⁰.

Mezi hlavní priority regulace tak patří zejména udržení celkové stability finančního sektoru a ochrana investorů, resp. klientů finančních institucí. K dosažení uvedených cílů slouží pravidla obezřetnosti, sledování kapitálové přiměřenosti či pravidel likvidity apod.

Příčin možných selhání finančních trhů lze nalézt několik. Nejdůležitějšími z nich jsou však následující:

- existence *asymetrické informace* (informace nejsou dostupné všem účastníkům trhu ve stejnou chvíli a ne všichni účastníci jsou schopni stejným způsobem dostupné informace analyzovat – např. klienti finančních zprostředkovatelů jsou jen velmi těžko schopni z veřejně dostupných informací posoudit finanční zdraví a důvěryhodnost finanční instituce apod.).

¹⁰ V mnohých případech v současné době dochází k vyčleňování obchodování s cennými papíry z organizační struktury bank a provozování této činnosti prostřednictvím dceřiných společností; selhání dceřiné společnosti může ohrozit finanční stabilitu mateřské společnosti – banky.

Regulace vyrovnává informační asymetričnost například tím, že předepisuje minimální objem zveřejňovaných informací či dozoruje licencované subjekty;

- *agency costs* (problém vzniku konfliktu zájmů finančních institucí, investorů, regulatorních orgánů a daňových poplatníků, vlastníků finanční instituce a manažerů). Oddělení vlastnictví od vedení společností je příčinou vzniku konfliktu zájmů, jehož dopady se regulace snaží snížit¹¹. Na finanční regulaci je z pohledu teorie *agency costs* možné pohlížet jako na kontrakty uzavírané za účelem přesvědčit regulované subjekty, aby udržovaly společensky únosnou míru podstupovaného rizika a aby zájmy jedné ze zájmových skupin neúměrně nezvyšovaly podstupované riziko;
- výskyt *negativních externalit* (existence vedlejších nákladů úpadku či jiného selhání finančních institucí, jež nejsou zahrnuty do jejich celkových nákladů a promítnuty tak do stanovených cen, jedná se o společenské náklady spojené s úpadkem finanční instituce, převyšující soukromé náklady finanční instituce, jež nejsou brány v úvahu při jejím rozhodování);
- problém *morálního hazardu* související s ochrannými opatřeními regulace¹², např. pojištění vkladů investorů před úpadkem či jiným selháním finančních institucí (pojištění vkladů u bank či pojištění klientských finančních prostředků svěřených obchodníku s cennými papíry), motivující investory k výběru rizikovějších (výnosnějších) investic. Toto pojištění garantuje investorům návratnost zákonem stanovené částky z uskutečněné investice nehledě na výši podstupovaného rizika. V důsledku jsou zvýhodňovány rizikovější instituce než v případě neexistence regulačních ochranných opatření. S cílem snížit celkové riziko podstupované finančními institucemi jsou zaváděna pravidla obezřetnosti.

¹¹ Na druhou stranu je nutné vzít v úvahu, že např. kapitálová přiměřenost, určující kapitálovou strukturu finanční instituce, zasahuje do problému vztahu manažerů a vlastníků společnosti a prosazování jejich zájmů - Bris, Cantale (1998)

¹² Ochranné prvky finanční regulace jsou příčinou morálního hazardu jež je následně důvodem k zavedení další regulace. Jedná se o začarovaný kruh, z něhož není možné jednoduchým způsobem vystoupit. Jedním z důvodů zavedení kapitálové přiměřenosti u bank byla snaha snížit rizikovost operací bank, jež je podpořena systémem pojištění vkladů apod.

Výskyt popsaných tržních nedokonalostí je hlavním argumentem pro regulaci finančních a kapitálových trhů, resp. subjektů na těchto trzích podnikajících.

Argumentem proti regulaci jsou například zvýšené náklady¹³ finančních institucí podléhajících regulaci, nutné na přizpůsobení se novým pravidlům a dodržování všech platných pravidel, či snížení konkurenceschopnosti finančních institucí v jedné zemi oproti jiným (vedoucí ke vzniku tzv. finančních center mimo oblasti s vysokou mírou regulace). Dalším obecným argumentem proti regulaci finančních trhů je i snížená inovační činnost finančních institucí podléhajících přísnějším pravidlům¹⁴.

Výše zmíněné náklady finanční regulace, jež slouží jako argument pro co nejmenší zásahy regulačních orgánů, jsou obecně přenášeny na konečného spotřebitele. Náklady regulace a společenské náklady úpadku finanční instituce je velmi obtížné a drahé kvantifikovat. V praxi je analýza nákladů a přínosů finanční regulace velmi těžko proveditelná.

V optimálním případě by měla být jednotlivá pravidla regulace stanovovaná na základě konsensu regulatorních orgánů (požadujících vyšší míru regulace) a regulovaných subjektů (požadujících střední míru regulace zajišťující alespoň minimální důvěryhodnost finančního sektoru). V případě vyspělých zemí by tak mohlo docházet k minimalizaci nákladů a zavedení optimální míry regulace. Problémem takového vyjednávání by ale vždy byla nedokonalost jednotlivých zástupců vyjednávacích stran (tvořených zástupci státu, podnikatelské sféry či investorů) a v praxi by pravděpodobně převládly vlastní zájmy představitelů zmíněných skupin nad zájmy celé společnosti, tj. výsledek takového snažení by nebyl zcela ideální.

Skeptický postoj k výše uvedeným důvodům regulace je možné najít např. u G. J. Benstona¹⁵, K. Dowda či G. G. Kaufmana. Dle G. J. Benstona většina způsobů finanční regulace přináší z hlediska spotřebitelů více škody než užítku a jako hlavní důvod zavádění a udržování regulačních opatření ve své práci uvádí užitek vlády, legislativních orgánů a regulovaných finančních institucí, který pro ně obecně z finanční regulace vyplývá (udržování moci nad

¹³ Náklady je nutné v této souvislosti chápat v ekonomickém smyslu, tj. zahrnující i náklady ušlé příležitosti. To, že společnost je povinna dodržovat jistá pravidla, jí přináší náklady spojené s neuskutečněním jiných aktivit atd.

¹⁴ Z jiného pohledu je ale nutné konstatovat, že regulace podporuje jistou formu inovace - velká míra sekuritizace a vývoje kreditních derivátů během poslední desítky let je spojována se zavedením pravidel kapitálové přiměřenosti v bankovním sektoru. Jednalo se o přenášení kreditního rizika na jiný subjekt či posun od tradičních úvěrů k poskytování záruk, na které se kapitálové požadavky v té době nevztahovaly.

¹⁵ Benston (1998).

finančními institucemi, jež jsou klíčovými hráči celé ekonomiky, snižování dopadů bankrotu finanční instituce na stát samotný atd.).

Regulované subjekty mají z finanční regulace užitek ve smyslu následujících bodů:

- díky standardizaci podnikání ze strany státu (např. jednotná forma poskytování informací veřejnosti, právní náležitosti smluv a nabízených produktů apod.) dochází k zefektivnění poskytování daných služeb a ke snížení nákladů jak poskytovatelů služeb, tak spotřebitelů,
- díky regulaci je zvyšována důvěra spotřebitelů ve finanční sektor a jejich ochota svěřit poskytovatelům služeb podléhajícím regulaci své úspory; jedná se zejména o nástroje regulace typu pojištění vkladů či svěřených finančních prostředků, kapitálovou přiměřenost apod.,
- regulace omezuje konkurenci v daném sektoru (omezení vstupu, rozsahu služeb a produktů apod.).

Kromě posledního jsou ale tyto body zároveň ku prospěchu spotřebitelům.

I.III. SROVNÁNÍ BANK A OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPIRY Z POHLEDU REGULACE

Předchozí kapitola byla věnována obecnému zdůvodnění regulace finančních trhů. V této kapitole bych ráda upozornila na některé rozdíly v odůvodnění regulace v případě bankovních a nebankovních institucí, konkrétně obchodníků s cennými papíry.

Obecně je regulace bankovního systému více zaměřena na udržení celkové stability finančního systému, kdežto regulace obchodníků s cennými papíry je směřována zejména k ochraně investorů. Systémové riziko¹⁶ je zvláště hrozbou bankovního dohledu.

¹⁶ Některými ekonomy není systémové riziko považováno za nebezpečný problém ani u bank, viz např. Beston, Kaufman (1995).

Bankovní regulace

Mezi tradiční zdůvodnění bankovní regulace patří:

- jedinečnost role bank v platebním styku a vypořádacím systému dané země;
- role bank ve financování ekonomických subjektů – banky jsou hlavním zdrojem financování mnoha podnikatelských subjektů v zemi¹⁷ a kostrou finančního systému dané země;
- nebezpečí tzv. *run* na banku hrozícího nakažením celého bankovního sektoru (neschopnost jedné banky vyplácet klienty může způsobit paniku šířící se i na ostatní bankovní instituce);
- nesoulad mezi likviditou pasiv a aktiv bank, vyplývající z podstaty jejich podnikání (i solventní banka může být dohnána okolnostmi do situace, kdy bude nucena prodávat méně likvidní aktiva – např. úvěry¹⁸ - pod jejich reálnou hodnotou);
- problémy tzv. *adverse selection* a *moral hazard*¹⁹ spojené s institucí věřitele poslední instance a dalšími ochrannými prvky bankovní regulace (pojištění vkladů například způsobuje, že investoři volí rizikovější investice, než by za normálních okolností volili v souladu s jejich vztahem k riziku, taktéž banky jsou ochotny při existenci ochranných prvků regulace nést vyšší riziko než v případě neexistence bankovní regulace).

V souhrnu je bankovní regulace zaměřena zejména na minimalizaci rizika insolvence bankovních institucí a s ním souvisejícího systémového rizika. Mezi hlavní nástroje regulace s tímto cílem patří pravidla kapitálové přiměřenosti.

¹⁷ V České republice je tato skutečnost pravdivá mnohem více než v některých západních zemích s fungujícím kapitálovým trhem, kde mají podniky možnost získávat kapitál přímo prostřednictvím primárních emisí na kapitálovém trhu.

¹⁸ Sekundární trhy úvěrů se v některých zemích již pomalu objevují. Přesto však například v České republice je předčasné o trendu tzv. sekuritizace mluvit (a to zejména z důvodu nízké kvality úvěrů).

¹⁹ Problém *moral hazard* je jako hlavní důvod k regulaci bankovního kapitálu uveden v Oatley (2001): Zavedení pravidel kapitálové přiměřenosti je reakcí na vzniklé problémy při rozšíření ochranných prvků bankovní regulace.

Regulace obchodníků s cennými papíry

Porovnáním důvodů bankovní regulace, tak jak byly vyjmenovány výše, s důvody regulace obchodníků s cennými papíry, je možné dojít k následujícím závěrům:

- systémové riziko je u obchodníků s cennými papíry méně patrné než u bankovních institucí²⁰, postupem času se však díky vzniku finančních skupin zahrnujících různé druhy finančních institucí stává toto riziko aktuálním i v případě obchodníků (nezanedbatelné je v případech, kdy je obchodník úzce propojen s bankou, kdy banka v rámci své organizační struktury vyčlení činnosti spojené s obchodováním s cennými papíry a obchodování samotné a tyto činnosti pro ni nadále vykonává jedna z jejích dceřiných společností. Tato specializace je čím dál tím patrnější, a to i v České republice. Je to také jeden z důvodů, proč v současné době dochází ke sjednocování regulace bankovních a nebankovních subjektů a ke sledování jednotlivých pravidel, zejména pravidel kapitálové přiměřenosti, na konsolidovaném základě²¹);
- obchodník s cennými papíry není stěžejním účastníkem platebního styku dané země, v případě problémů obchodníka s cennými papíry nehrozí zhroutení finančního systému, který by mohl být silně ohrožen v případě úpadku banky;
- problém morálního hazardu vyvstává v případě obchodníků s cennými papíry v souvislosti s pojištěním²² finančních prostředků svěřených obchodníku do správy²³, které přenáší část rizika na ostatní účastníky trhu. Ostatní ochranné prvky bankovní regulace nejsou v případě obchodníků používány;

²⁰ Mayer (1993)

²¹ Co se týče omezení systémového rizika otázkou je, zda by nebylo dostačující sledovat pravidla pouze u bank, a to na konsolidované bázi. Negativní dopady dceřiných a úzce propojených společností na samotnou banku by tak mohly být podchyceny.

²² Systém pojištění navíc není založen na ohodnocení rizikovosti obchodníka s cennými papíry přispívajícího do fondu, pouze na objemu spravovaného majetku klientů. Tento fakt problém morálního hazardu prohlubuje ještě více.

²³ Svěřené finanční prostředky se však nikdy nestávají součástí majetku obchodníka s cennými papíry, a proto v případě finančních problémů jsou tyto prostředky chráněny – nesrovnalosti zákona o cenných papírech, opatření Ministerstva financí ČR, kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé další finanční instituce, a zákona o konkurzu a vyrovnání nejsou v této práci brány v úvahu.

- z podstaty činnosti obchodníků s cennými papíry vyplývá, že ve svých portfoliích drží zejména likvidní aktiva a jejich aktivity se ve většině případech odvíjejí od krátkodobé investiční strategie, tj. v případě finančních potíží, není problém část likvidních aktiv prodat za aktuální tržní hodnotu (v případě bank je situace naprosto odlišná).

Z výše uvedeného srovnání vyplývá, že regulace obchodníků s cennými papíry (zejména vyžadování kapitálové přiměřenosti) je u těchto institucí méně smysluplná než u bankovních institucí. Tradičně je regulace obchodníků s cennými papíry zaměřena zejména na ochranu klientů, ne na minimalizaci úpadků obchodníků s cennými papíry a s ním souvisejícího systémového rizika. Otázkou tedy zůstává, zda je sledování kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry opravdu nezbytné.

Obecně je hlavním argumentem proti zejména skutečnost, že finanční prostředky a cenné papíry svěřené klientem společnosti se nikdy dle zákona nestávají majetkem obchodníka s cennými papíry²⁴, obchodník není oprávněn tyto prostředky použít ke svým vlastním obchodům, ani k pokrytí ztrát vzniklých ostatním klientům. Tudíž v případě selhání společnosti a vyhlášení konkurzního řízení nespádají tyto prostředky do konkurzní podstaty. Z tohoto pohledu nemůže být regulace kapitálu obchodníků zdůvodněna ochrannou finančních prostředků klientů v případě úpadku společnosti²⁵, ale snížením rizika úpadku společnosti jako takové.

Obchodníci s cennými papíry nesplňují většinu charakteristik bank, jež byly uvedeny jako důvody regulace kapitálu bank. Systémové riziko je obecně u obchodníků méně viditelné a u některých společností neexistuje vůbec²⁶. Zásadním se proto zdá ochrana klientů, která je v případě obchodníků s cennými papíry dosahována zejména pomocí pravidel chování, vyžadování stanovených standardů a zásad obezřetného jednání obchodníka vůči svým klientům. Regulace obchodníků by měla být zaměřena na ochranu klientů a klientských prostředků v souvislosti s nezákonným jednáním obchodníka (zneužitím klientských prostředků k obchodům na vlastní účet obchodníka a jiným selháním pramenícím z operačního rizika).

²⁴ § 47a odst. 2 zákona o cenných papírech.

²⁵ Problémem by mohly být nevypořádané operace k datu, kdy společnost již není schopna plnit své závazky.

²⁶ Dokladem jsou např. úpadky několika obchodníků s cennými papíry v ČR během posledních let, jež, kromě nezanedbatelného poškození klientů, nezpůsobily žádné zásadní problémy ostatním účastníkům trhu.

Přesto však ve většině vyspělých zemích je kapitálová přiměřenost jedním z hlavních nástrojů regulace obchodníků s cennými papíry. Důvody jsou z velké míry politické. Z velké části se jedná o snahu bankovních institucí sjednotit konkurenční podmínky podnikání bankovních a nebankovních institucí. Tradiční činnosti bank a investičních firem se v poslední době začínají prolínat, a proto banky usilují o sjednocení podmínek podnikání obou skupin finančních institucí.

Dále je nutné zmínit rostoucí úlohu kapitálových trhů v rámci finančního systému jednotlivých zemí, rostoucí koncentraci kapitálu a zvyšující se specializaci v rámci finančních skupin během poslední desítky let, jež jsou vše příčiny zvyšujícího se systémového rizika nejen u bank, ale i v případě obchodníků s cennými papíry. Úzké propojení bankovního sektoru s ostatními finančními institucemi hrozí v případě selhání kteréhokoliv z účastníků ohrožením celého systému.

Dalším z důvodů je i vývoj nových technologií umožňujících propojení jednotlivých národních trhů a globalizaci finančních trhů, díky níž se problém systémového rizika přenáší na mezinárodní úroveň.

I.IV. REGULACE FINANČNÍCH TRHŮ NA MEZINÁRODNÍ ÚROVNI

V předchozí části byly uvedeny hlavní důvody vedoucí k regulaci kapitálu obchodníků s cennými papíry. Jedním z nich bylo i systémové riziko vyplývající z propojení národních kapitálových trhů. Finanční sektor země již v současné době není ohrožen pouze subjekty podnikajícími v dané zemi, ale i subjekty aktivními na jiných trzích. Aktuální se proto stává otázka mezinárodní harmonizace finanční regulace.

Kapitálové trhy zažívají v posledních deseti, patnácti letech velmi prudký rozvoj způsobený novými informačními technologiemi, jež umožňují propojení jednotlivých národních trhů a vytváření mezinárodních trhů a nových komplexnějších investičních instrumentů. Těmto změnám by se logicky měl přizpůsobit i systém regulace finančních trhů. Ten je ale ze své podstaty (ve většině případech hraje hlavní úlohu stát a legislativní systém dané země) málo pružný a není schopen se v krátké době s novými tržními trendy vyrovnat.

Ve většině případů regulace stále zůstává na úrovni jednoho státu (či seskupení několika států) a regulační pravidla se od sebe někdy velmi liší. Díky odlišnostem v regulaci jednotlivých druhů finančních institucí v jednotlivých zemích dochází k narušení konkurenčních podmínek²⁷ podnikání ve finančním sektoru, k znevýhodnění některých subjektů oproti jiným a ke snahám obcházet regulaci v jedné zemi přemístěním sídla společnosti do země jiné.

Otázkou zůstává zda je regulace na mezinárodní úrovni žádoucí, protože integrace finančních trhů nevytvořila žádná nová tržní selhání, ale pouze rozšířila dopad systémového rizika na mezinárodní úroveň.

Narušení konkurenčního prostředí versus zvýšení systémového rizika

Podmínky podnikání v různých zemích (právní rámec dané země, systém účetnictví, hodnotový systém apod.) se mohou výrazně odlišovat a jedinečnost daných podmínek je vhodné promítnout do pravidel finanční regulace, aby byl minimalizován negativní dopad regulatorních zásahů do tržního prostředí. Toto je možné pouze na národní úrovni, ne na úrovni mezinárodní. Dalším problémem je i zdlouhavost přijímání nových pravidel či novelizace stávajících pravidel na mezinárodní úrovni. Tento proces je obvykle záležitostí dvou, tří let na úrovni jednoho státu, na mezinárodní úrovni se jedná o minimální časové období od osmi let výše. Tento systém je pak jen velmi pomalu schopen reagovat na nově vyvstalé problémy a přizpůsobovat se novým podmínkám. Úplná harmonizace se proto nezdá zcela vhodná.

Konkrétním argumentem proti mezinárodní harmonizaci mohou být i nezamýšlené důsledky jednotné finanční regulace kapitálu (stanovené Basilejskou dohodou z roku 1988), hlavním z nichž je zvýšení rizikovosti celého bankovního sektoru. Rozdělení rozvahových aktiv dle rizikovosti do poměrně rozsáhlých skupin a přidělení rizikových vah jednotlivým skupinám bylo například příčinou, proč byly banky motivovány investovat obecně do rizikovějších aktiv, než v případě vlastního ohodnocení protistrany kontraktu. Do skupiny spadající pod jednu rizikovou váhu lze zahrnout řadu rozvahových aktiv se značným rozptylem reálného rizika, což stimuluje banky k rizikovějším investicím v rámci dané skupiny s danou rizikovou vahou.

²⁷ Na narušení konkurenčních podmínek je možné nahlížet ze dvou stran. Za prvé dochází ke snížení nákladů společnosti a tím pádem ke snížení poplatků za jednotlivé služby. Na druhou stranu je však na instituce s vyšší regulací možné pohlížet jako na bezpečnější, tj. s menším rizikem úpadku.

Obdobných problémů vzniku morálního hazardu lze v současném konceptu kapitálové přiměřenosti nalézt více²⁸.

Dalším problémem spojeným se současným konceptem kapitálové přiměřenosti je snížená ochota bankovních institucí půjčovat podnikatelským subjektům (vznik tzv. credit crunch, jež může výrazným způsobem ochromit přirozený chod ekonomiky dané země) a obrát ke kapitálově méně náročným aktivitám²⁹. Dalším slabým místem současného konceptu kapitálové přiměřenosti je skutečnost, že bere v úvahu pouze riziko úpadku jednotlivé banky, ale nepenalizuje bankovní instituce za držení portfolií s vysokou mírou korelace výnosů. Kapitálová přiměřenost tak omezuje pouze riziko úpadku jednotlivé instituce, ne systémové riziko vyplývající z investic do stejných sektorů apod.

Zvýšení rizikovosti podnikání finančních institucí a současně i pravděpodobnosti narušení celého systému, vyplývající ze zavedení jednotných pravidel regulace, by mělo být pro regulátory alarmující a mělo by mít větší váhu než narušení konkurenčního prostředí v případě nejednotných pravidel v různých zemích.

Dalším argumentem proti jednotným kapitálovým pravidlům je i skutečnost, že kapitálová přiměřenost nemá ve všech zemích stejnou vypovídací hodnotu³⁰. V případě tzv. rozvojových zemích, obecně zemích s nedostatečně likvidním kapitálovým trhem a nedostatečným právním rámcem v oblasti účetnictví a regulace, nemusí mít kapitálová přiměřenost schopnost upozorňovat na nepříznivou finanční situaci sledované banky či investiční společnosti, tj. může mít výrazně sníženou vypovídací hodnotu.

Nezbytnou součástí mezinárodní finanční regulace však zůstává koordinace, resp. dodržování stanovených principů či cílů regulace finančních trhů, a spolupráce regulátorů v jednotlivých zemích založená na výměně informací týkajících se regulovaných subjektů apod.

²⁸ Oatley (2001)

²⁹ Např. tzv. credit crunch vzniklý na počátku 90 let ve Spojených státech je zdůvodňován zavedením kapitálové přiměřenosti bank. Ke snižování kapitálových požadavků docházelo posunem od tradičních úvěrů podnikatelské sféry k méně rizikovým aktivům typu státních dluhopisů apod. Přestože nebyla spojitost mezi kapitálovou přiměřeností a neochotou bank půjčovat teoreticky dokázána, celá řada studií na tuto spojitost poukazuje. Viz. např. Hancock, Laing, Wilcox (1992), Berger, Undell (1994) nebo Wagster (1999).

³⁰ Rojas-Suarez (2002)

Basilejská dohoda 1988

Jak již bylo uvedeno výše, největší míra mezinárodní harmonizace byla dosažena v regulaci kapitálové přiměřenosti bank. Přestože se o sjednocení kapitálové přiměřenosti bank jednalo již mnohem dříve na úrovni národních regulátorů, konečné rozhodnutí bylo převážně otázkou politickou a reakcí na bankovní lobby snažící se vyrovnat konkurenční podmínky v jednotlivých částech globalizujícího se světa. V oblastech s nižší mírou regulace jsou banky schopny poskytovat své služby za nižší poplatky, a protože v současné době již není využívání ani poskytování bankovních služeb omezeno sídlem společnosti, je pro banky velmi důležité vytvořit stejné podmínky na celém světě.

Během 80 let se díky krizi v Latinské Americe mnoho bank ve Spojených státech amerických dostalo do velkých potíží: devět největších amerických bank zapůjčilo 140 % hodnoty svého kapitálu třem latinsko-americkým zemím, které najednou přestaly být schopné splácet své závazky. Zásluhou amerických politiků bylo navrženo řešení a zorganizována pomoc státům Latinské Ameriky prostřednictvím Mezinárodního měnového fondu.

Přibližně 8,4 miliard dolarů mělo být uvolněno Spojenými státy. Uvolnění těchto prostředků ale bylo podmíněno zpřísněním bankovní regulace ve Spojených státech a zvýšením kapitálových požadavků u komerčních bank. Tento požadavek vyvolal předpokládanou nevoli amerických bank, argumentujících již tak velkými rozdíly v bankovní regulaci ve Spojených státech a ostatních zemích, jmenovitě v Japonsku³¹, jež bylo v té době největším americkým konkurentem. Na základě protestu skupiny amerických bank, bylo zvýšení kapitálových požadavků Kongresem Spojených států spojeno s úspěšným dokončením mezinárodní harmonizace kapitálové přiměřenosti bank. Výsledkem bylo podepsání Basilejské dohody³² na konci roku 1987 všemi představiteli států G-10 a následné zavedení jednotných kapitálových pravidel ve více jak dvou stech zemích světa.

Z výše uvedeného vyplývá, že vytvoření mezinárodně platných regulačních pravidel má jen velmi málo společného se snahou minimalizovat rizika spojená s postupující integrací národních finančních trhů. Z větší míry se vždy jedná o záležitost politickou.

³¹ Wagster (1996): Empirické studie přesto ukázaly, že konkurenční výhody Japonska v podobě nízkých cen, které mu umožnily získat přes jednu třetinu světového trhu s úvěry, nebyly zavedením kapitálové přiměřenosti eliminovány.

³² BIS (1988)

Obdobnou argumentaci lze použít i v případě zavedení jednotných pravidel kapitálové přiměřenosti evropských bank a investičních firem. Direktiva ES o kapitálové přiměřenosti z roku 1993 sjednocuje minimální kapitálové požadavky na banky a všechny ostatní investiční společnosti s cílem sjednotit konkurenční podmínky jejich podnikání.

Díky evropskému modelu univerzálního bankovníctví se některé z činností bank a investičních firem překrývají a kapitálová přiměřenost banky vůči investičním firmám znevýhodňovala. Silná politická moc bankovního sektoru ovlivnila způsob regulace všech investičních firem, bez konkrétního odůvodnění. Podstata regulace kapitálu zaměřená na minimalizaci úpadku finanční instituce a s ním souvisejících společenských nákladů se v podstatě vytratila.

II. OSTATNÍ RIZIKA SPOJENÁ S ČINNOSTÍ OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY A ÚLOHA ŘÍZENÍ RIZIK

II.I. FINANČNÍ RIZIKA

Každá podnikatelská činnost s sebou přináší určitá rizika, která způsobují, že výsledky této činnosti jsou nejisté a původně očekávaný výsledek se může mnohdy výrazně lišit od reality. Specifickou skupinou subjektů, které jsou vystaveny rizikům plynoucím z jejich podnikatelské činnosti, jsou finanční instituce, zejména banky, investiční společnosti či obchodníci s cennými papíry apod. Specifikum této skupiny institucí spočívá především v tom, že ohrožení relativně velké banky či jiné finanční instituce může vážně poškodit celý finanční, resp. kapitálový trh a v konečném důsledku i chod ekonomiky jako celku. Systémovému riziku byla věnována předchozí část práce, tato kapitola je proto zaměřena na ostatní rizika podnikání na finančních trzích.

Obecně rizika, kterým čelí finanční instituce, nazýváme finančními riziky a definujeme je jako neočekávaný budoucí zisk, respektive ztrátu, vyplývající z daného finančního či komoditního nástroje nebo portfolia. Finanční rizika lze rozdělit do dvou základních skupin, z nichž jednu skupinu tvoří rizika, která jsou podstatou tohoto podnikání a finanční instituce je tedy podstupují záměrně. Pro tuto skupinu rizik je charakteristické, že v závislosti na okolnostech mohou instituci přinést jak ztrátu, tak zisk. Management společnosti se tedy nebude snažit tato rizika minimalizovat, ale bude se snažit udržovat tato rizika ve stanovených limitech. Druhou skupinou jsou rizika, jejichž expozice má zpravidla jen negativní důsledek na hospodaření společnosti bez možnosti pozitivního působení.

Další klasifikace druhů rizik není jednotná a v odborné literatuře se setkáváme s několika přístupy. Nejprehlednějším a pro účely sledování rizikovitosti jednotlivých typů finančních institucí nejvhodnějším je následující způsob třídění rizik.

Mezi základní druhy rizik patří:

- úvěrové riziko (*credit risk*), neboli riziko protistrany (*counter-party risk*), riziko ztráty v případě, že partner nedostojí svým závazkům.
- tržní rizika (*market risk*) - úrokové, akciové, komoditní, kursové riziko, riziko ztráty v případě změny úrokových měr, cen akcií, cen komodit či měnových kursů.
- likviditní riziko (*liquidity risk*) - riziko tržní likvidity, riziko cash-flow, riziko ztráty v případě momentální vlastní platební neschopnosti.
- operační rizika (*operational risk*), rizika přímé či nepřímé ztráty vyplývající ze selhání či nedokonalých vnitřních procesů společnosti, selhání lidského faktoru či informačních systémů apod. a dále riziko vyplývající z vnějších událostí, které není společnost schopna ovlivnit (přírodní katastrofy, změny v právním či regulatorním rámci atd.).
- právní riziko (*legal risk*)³³, riziko vyplývající z nedokonalé právní úpravy a obecně špatné vynutitelnosti kontraktů.

Úvěrové riziko

Jedno z nejvýznamnějších rizik finančních institucí je úvěrové riziko, někdy též kreditní riziko či riziko protistrany. Úvěrové riziko spočívá v tom, že klient či obchodní partner nedodrží sjednané podmínky finanční transakce a tím vznikne společnosti neočekávaná ztráta. Toto riziko je závislé na struktuře a kvalitě rozvahových a podrozvahových obchodů a vyplývá z platební neschopnosti či platební nevěle protistrany obchodu. Největší ztráty pocházejí ze splatných úvěrů včetně úroků, dluhopisů, termínovaných obchodů, devizových obchodů atd.

¹⁷ Právní riziko je v některých případech zahrnováno do rizika operačního. Např. koncept nové kapitálové přiměřenosti Basilejského výboru pro bankovní dohled pod pojmem operačního rizika rozumí současně i riziko právní.

Do úvěrového rizika lze dále zařadit tzv. riziko vypořádání (*settlement risk*)³⁴, které spočívá v nedodržení termínu dodání peněz či jiných aktiv. Riziko vypořádání velmi úzce souvisí s rizikem likvidity protistrany, rizikem, že finanční instituce nebude schopna splnit své hotovostní nebo platební závazky v době jejich splatnosti. Tento druh rizika vzniká zejména ve chvíli, kdy peněžní toky na straně aktiv a na straně pasiv dané instituce nejsou z hlediska splatnosti v souladu. Z krátkodobého hlediska likviditou rozumíme schopnost okamžitě dostát závazkům, v dlouhodobém horizontu je třeba pro řízení likvidity sladit časovou strukturu zdrojů a jejich využití, se zřetelem na rentabilitu společnosti. Tento závěr plyne z nepřímou úměrného vztahu mezi likviditou a rizikem na jedné straně a rentabilitou společnosti na straně druhé.

Mezi základní příčiny vzniku úvěrového rizika patří jednak špatné rozhodnutí o alokaci aktiv, tj. příčiny interní, a dále příčiny externí, které jsou dány celkovým prostředím finančního trhu. Jedním z významných faktorů, které mají vliv na růst či pokles úvěrového rizika, je současná fáze cyklického vývoje ekonomiky. Jestliže se ekonomika nachází v recesi, dochází zpravidla k omezení spotřební a investiční aktivity a klesají výnosy společnosti. Obecně také platí, že úvěrové riziko je vyšší při poskytování finančních služeb fyzickým osobám, drobným podnikatelům, malým a středním podnikům, neboť o těchto subjektech nemá finanční instituce zpravidla k dispozici dostatečné množství informací o finanční historii a o schopnostech dostát svým závazkům vyplývajícím z kontraktu. Velké národní a nadnárodní společnosti bývají často předmětem hodnocení ratingových agentur, čímž se úvěrové riziko podstatně snižuje, protože v případě, že výstup ratingových agentur věrně vypovídá o skutečnosti, má finanční instituce dostatek informací a může se pak kvalifikovaně rozhodnout o volbě protistrany.

Úvěrové riziko vyplývá i z obchodů na peněžním a kapitálovém trhu. Zde však již existují účinné metody sloužící k jeho minimalizaci. Úvěrovému riziku vyplývajícimu z vypořádání koupě či prodeje cenných papírů se lze částečně vyvarovat vstupem na organizovaný trh, kde mezi kupujícího a prodávajícího vstupuje třetí strana – tzv. clearingové centrum, organizace specializovaná na vypořádání uskutečněných obchodů. Dalšími nástroji snížení úvěrového rizika je například založení tzv. maržových účtů či využití rámcových dohod³⁵ (*master*

³⁴ BASISPOINT, 2001 Credit Risk and Credit Derivatives, www.basipoint.com.

³⁵ Nejpoužívanějším typem rámcové smlouvy je mezinárodně uznávaný typ smlouvy ISDA Master Agreement (International Swaps and Derivatives Association) pro derivátové obchody, ISMA (International Securities Market Association) či PSA (Public Securities Association) v případě repo obchodů.

agreements), které obsahují klauzule o započtení³⁶ (*netting*) a kolaterálech³⁷. Možným způsobem snižování úvěrového rizika je i analýza způsobilosti klienta, a na základě této analýzy stanovení úvěrových limitů pro jednotlivé klienty.

Stále rostoucí rozmanitost obchodování, včetně vývoje nových trhů a rostoucí dostupnosti těchto trhů, vývojením nových nástrojů a služeb, zvýšila složitost řízení úvěrového rizika. Tato skutečnost vyplývá za prvé z nového zdroje kreditního rizika - trhu s finančními deriváty a za druhé z růstu anonymity účastníků tohoto trhu, která způsobuje vyšší riziko v důsledku obtížného hodnocení protistrany obchodu.

Tradičně se úvěrovým rizikem zabývaly zejména banky, jejichž hlavní činností je úvěrování investičních a spotřebitelských aktivit ostatních subjektů. Díky obrovskému růstu obchodování s deriváty, s nimiž je spjato velké riziko, se identifikace a řízení kreditního rizika staly velmi aktuální i pro jiné druhy finančních institucí (např. pro obchodníky s cennými papíry), jež nakupují finanční deriváty do svých portfolií, a to nezávisle na skutečnosti, zda je daný kontrakt uzavírán za účelem spekulace či zajištění. Důvod proč jsou podnikatelské subjekty přesto ochotni podstupovat tak velké riziko, které je těmito instrumenty v případě spekulace spojeno, je jednoduchý a jsou jím obrovské zisky, které mohou termínované obchody nabídnout. Tento rys derivátů, kdy zisky, respektive ztráty, jsou nepoměrně velké k objemu investovaných finančních prostředků, je obecně nazýván pákovým efektem (*leverage effect*).

V případě zajištění jsou naopak deriváty používány jako instrument k efektivnímu snížení ostatních rizik, v současné době zejména rizika tržního.

V souvislosti s vývojem finančních trhů úvěrové riziko začíná být velmi úzce propojené s tržním a likviditním rizikem.

Tržní rizika

Tržní rizika vznikají následkem pohybu tržních cen finančních aktiv a jsou definována jako nejistota budoucích zisků v důsledku změn tržních podmínek, tj. nepříznivého vývoje cen akcií, úrokových měr, směnných kursů či cen komodit. Z tohoto pohledu tržní riziko můžeme dále dělit na:

³⁶ V České republice není započtení zatím možné díky současnému znění zákona o konkurzu a vyrovnání.

³⁷ Obecně přijímaným kolaterálem je hotovost a cenné papíry.

- měnové (devizové) riziko, riziko ztráty ze změn cen nástrojů citlivých na měnové kurzy; měnové či devizové riziko ohrožuje finanční situaci obchodníka s cennými papíry v případě, kdy se v bilanci nachází rozdílné množství dané měny na straně aktiv vzhledem ke straně pasiv. Při změně kurzů pak instituce realizuje zisk resp. ztrátu v závislosti na tom, jakou má v dané měně otevřenou pozici a jakým směrem se měnový kurz změnil. Mohou mu být vystaveny jak rozvahové položky, tak podrozvahové položky. Obecně je měnové riziko tím vyšší, čím vyšší část aktiv je financována pasivy v jiné měně. Devizové riziko je úzce spojeno s úrokovým rizikem a rizikem likvidity.
- úrokové riziko, riziko ztráty ze změn cen nástrojů citlivých na úrokovou míru,
- akciové riziko, riziko ztráty ze změn cen nástrojů citlivých na ceny akcií,
- komoditní riziko, riziko ztráty ze změn cen nástrojů citlivých na ceny komodit.

Velikost úrokového, akciového, komoditního a devizového rizika je přímo úměrná rozdílu hodnot nástrojů se stejným kvalitativním parametrem (tj. měnou, splatností či durací nástroje v případě úrokového rizika, trhy a emitenty u akciového rizika, měnou u devizového a komoditou u komoditního rizika) v aktivech a pasivech (tzv. otevřená pozice). Při stejné hodnotě daných nástrojů o daném kvalitativním parametru v aktivech i v pasivech není subjekt vystaven žádnému z jmenovaných rizik (tzv. uzavřená pozice).

Úrokové a akciové riziko pak dále můžeme dělit na obecná rizika a rizika specifická. Specifické riziko se vztahuje k emitentům daného nástroje a souvisí s jeho finančním zdravím. Obecné riziko je naopak určeno makroekonomickými podmínkami a souvisí například se změnou úrokových měr v ekonomice, ke které dochází na základě rozhodnutí centrální banky.

V bankovní praxi se většinou věnovala největší pozornost eliminaci úvěrového rizika, jako rizika spojeného s tradiční aktivitou bank - s poskytováním úvěrů. Nicméně dnes se důraz na řízení tržního a úvěrového rizika vyrovnává a u velkých institucí s globálním působením dokonce hraje důležitější roli řízení rizika tržního. U obchodníků s cennými papíry, kteří původně byli vystaveni pouze tržnímu riziku, v dnešní době díky rozvoji termínovaných obchodů rovněž čelí oběma druhům rizik. Důležitost obou rizik se vyrovnává a i přístupy obou zmíněných institucí k řízení tržního a úvěrového rizika se postupem času sjednocují.

Rizika spojená s obchodováním s deriváty

Deriváty obecně nazýváme veškeré finanční nástroje, jejichž hodnota je odvozena od hodnoty podkladového aktiva – investičního nástroje, komodity, indexu či jiného finančního kontraktu. Hlavním charakteristikou derivátových obchodů je v současné době skutečnost, že finančním institucím a ostatním účastníkům kapitálového trhu umožňují identifikovat, izolovat a řídit tržní riziko odděleně od ostatních finančních rizik. Obecně lze říci, že subjekty obchodující s deriváty využívají zmíněného rysu termínových obchodů za účelem zajištění (*hedging*), spekulace, arbitráže či řízení rizik portfolia.

Rizika spojená s obchodováním s deriváty, jak vyplývá již z předchozího textu, zahrnují všechny druhy finančních rizik i riziko právní. Rozdílem od tradičních investičních nástrojů je např. fakt, že velikost rizika derivátů je odvozena spíše od objemu a cenové volatility peněžních toků, které z nich plynou, než od velikosti nominální hodnoty (*notional amount*) uvedené na kontraktu. Odvozené peněžní toky tvoří pouze zlomek celkové pomyslné hodnoty kontraktu.

V souvislosti s deriváty lze do tržního rizika zahrnout další kategorie rizik³⁸, a to

- korelační riziko (*correlation risk*), resp. bazické riziko (*basis risk*), riziko ztráty z porušení historické korelace mezi rizikovými kategoriemi, nástroji, produkty, měnami a trhy; jedná se např. o riziko, že změny úrokových měr na spotovém trhu mají rozdílný dopad na úrokové míry derivátového trhu,
- riziko úvěrového rozpětí (*credit spread risk*), riziko ztráty ze změn rozpětí u cenných papírů (např. dluhopisů) různého úvěrového hodnocení.

Finanční instituce mohou s deriváty obchodovat na svůj vlastní účet nebo mohou tento druh obchodů zprostředkovávat pro klienty na jejich účet. I tato skutečnost je důležitá při identifikaci rizik vyplývajících z těchto obchodů. V této souvislosti je vhodné znovu zdůraznit, že s obchody s deriváty je spojeno velké riziko právní, vyplývající ze současného stavu naší právní úpravy – z poměrně těžké vynutitelnosti smluvního práva a neexistence možnosti započtení³⁹.

³⁸ Jílek (2000) str. 76

³⁹ Viz. oficiální stránky ISDA, Inc. http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html, seznam zemí a jejich legislativních statutů, co se možnosti započtení týče.

Operační rizika

Třetí nejvýznamnější skupinou rizik finančních institucí jsou rizika operační. Tato rizika je možné definovat jako rizika přímé či nepřímé ztráty vyplývající ze selhání či nedokonalých vnitřních procesů společnosti, selhání lidského faktoru či informačních systémů apod. a dále rizika vyplývající z vnějších událostí, které není společnost schopna ovlivnit (přírodní katastrofy, změny v právním či regulatorním rámci atd.).

Z uvedené definice vyplývá, že operační rizika lze rozdělit do dvou skupin:

- vnitřní operační riziko (*operational failure risk*), související s vnitřním provozem společnosti a dalšími okolnostmi, které je společnost schopna ovlivnit,
- vnější operační riziko (*operational strategic risk*), související s vnějšími podmínkami podnikání společnosti, změnou konkurenčního prostředí, změnou právního rámce apod. Obecně platí, že společnost není schopna tyto okolnosti ovlivnit.

Mezi typické příklady vnitřního operačního rizika patří: selhání lidského faktoru - odeslání peněz na špatný účet, ztráta obchodní smlouvy, chybný výpočet velikosti úroků apod., selhání techniky – např. smazání dat v důsledku poklesu napětí v síti. Dále je možné do tohoto rizika zařadit nedostatky v organizační struktuře společnosti, špatný výkon vnitřní kontroly apod.

Z výše uvedeného namátkového výčtu je patrné, že operační riziko je velmi obtížné kvantifikovat a tudíž i řídit⁴⁰. Dalším znakem operačního rizika je i skutečnost, že v převážné většině znamená pro společnost pouze ztráty, ne zisky. Finanční instituce se proto snaží toto riziko minimalizovat. Hlavním způsobem, jak je společnost schopna se proti operačnímu riziku chránit je efektivní snižování tohoto rizika pomocí pojištění (proti technickému selhání apod.) a použitím tzv. outsourcingu, kdy je část operačního rizika přenesena na třetí stranu (jedná se zejména o činnosti technického a organizačního rázu). Částečné pokrytí operačního rizika je zahrnuto do poplatků finanční instituce, tj. tyto náklady jsou přeneseny na klienty společnosti.

Finanční regulace je v současné době zaměřena hlavně na snižování operačního rizika finančních institucí vyžadováním odpovídající organizační struktury společnosti

⁴⁰ Během posledních let se již začínají objevovat i sofistikovanější způsoby měření operačního rizika, využívajících podobných metod jako výpočty velikosti tržního a úvěrového rizika. Blíže např. Alexander (2001)

a dostatečných vnitřních a vnějších kontrolních mechanismů společnosti, technické a personální vybavenosti apod.

Se zahrnutím operačního rizika do konceptu kapitálové přiměřenosti přichází až současný návrh nového konceptu kapitálové přiměřenosti Basilejského výboru pro bankovní dohled. Blíže dopadům nového konceptu kapitálové přiměřenosti na obchodníky s cennými papíry je věnována závěrečná kapitola.

Právní riziko

Právní riziko je rizikem ztráty vyplývající z nedokonalé právní úpravy a regulačního rámce, z právních požadavků partnera nebo z nedokonalé právní vynutitelnosti kontraktů. Velkou měrou se na tomto riziku podílí rozšíření obchodování s deriváty na mimoburzovních trzích, kdy dochází k uzavírání dvoustranných termínových kontraktů. Právní riziko je u tohoto druhu obchodů zřetelnější než u tradičních obchodů uzavíraných na spotovém trhu.

Před sjednáváním jakýchkoliv kontraktů se instituce musí ujistit, že protistrana obchodu má právní a regulační způsobilost k provádění operací a že závazky partnerů vzniklé z těchto kontraktů jsou právně vynutitelné. Legalita a vynutitelnost kontraktů je spojena s otázkou, zda kontrakty mohou být vynutitelné u soudu. Jednotlivé strany musí zhodnotit vynutitelnost kontraktu již před jeho uzavřením. Čím nižší vývojové stádium kapitálového trhu tím vyšší je riziko spojené se selháním jedné ze stran kontraktu.

V oblasti derivátů skupina států G-30 doporučila⁴¹ zákonodárcům a regulátorům spolupracovat spolu s finančními institucemi a konečnými uživateli na identifikaci a odstranění právních nejistot, zejména pokud jde o:

- formu dokumentace požadované ke vzniku právně vynutitelných dohod,
- právní způsobilost stran jako vládních agentur, pojišťoven, penzijních fondů apod. sjednávat tyto kontrakty,
- vynutitelnost bilaterálního započtení a kolaterálu v případě bankrotu,
- možnost pobočkového započtení v případě bankrotu,
- legality a vynutitelnosti derivátů.

⁴¹ Derivatives: Practices and Principles. G-30, Washington 1994

Právní riziko je nepřímo úměrné vývojovému stádiu finančních trhů a je v největším měřítku viditelné na rozvíjejících se trzích, jakým je bez pohyby i kapitálový trh České republiky. V mnoha případech ke snížení právního rizika je třeba provést změny v legislativním a regulačním systému, a tento proces může být nesmírně zdlouhavý. Problémem České republiky je beze sporu i diskontinuita hospodářského vývoje a absence jakéhosi „systému zvykového práva“ a podnikatelské etiky.

Asi největším problémem České republiky bylo nevytvoření kvalitní právní úpravy podnikání na kapitálovém trhu zaměřené zejména na ochranu investorů, jež je z mnoha důvodů pro zdravý rozvoj kapitálového trhu klíčová⁴². Pokud jsou investoři efektivním způsobem právně chráněni proti znehodnocení investovaných prostředků formou jejich vyvlastnění manažery či majoritními vlastníky společnosti⁴³, jsou ochotni dále investovat na trhu s cennými papíry a tím zvyšovat atraktivnost kapitálového trhu i pro nové emise. Kvalitní právní úprava práv akcionářů a jejich vynutitelnost podmiňují vývoj kapitálového trhu z pohledu jeho schopnosti oceňovat jednotlivé akciové společnosti, množství na trhu obchodovaných titulů a uskutečněných primárních emisí.

Obchodní zákoník, zákon o konkurzu a vyrovnání a zákon o cenných papírech obecně podcenily nezbytnost kvalitní úpravy ochrany práv minoritních akcionářů, resp. investorů, a spolu s velmi nízkou úrovní efektivity soudnictví⁴⁴ v České republice vedly tyto skutečnosti k současnému stavu věcí - téměř nefunkčnímu kapitálovému trhu (trhu s velmi malým počtem aktivně obchodovaných titulů a trhu bez primárních emisí) a k velmi nízké kvalitě trhu s úvěry. Srovnáním s Polskem, jehož soudnictví bylo na obdobné úrovni jako soudnictví české, ale jež hned zpočátku zavedlo odpovídající právní úpravu zaměřenou na ochranu minoritních akcionářů, je nutné konstatovat, že polský kapitálový trh je v současné době na mnohem vyšší úrovni než kapitálový trh České republiky.

⁴² Blíže La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1999), shrnutí analýzy jednotlivých právních systémů zemí z pohledu ochrany investorů viz. Příloha č. 1.

⁴³ Obecně je problém zneužití postavení tzv. insiderů spojen s problémem popsáním Jensenem a Mecklingem (1976).

⁴⁴ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1999) však ve své práci upozorňují, že i země s relativně kvalitním soudnictvím, ale nedostatečnými zákony (ve smyslu ochrany investorů), mají relativně nižší kvalitativní úroveň kapitálového trhu.

Protože je vývoj finančních trhů obecně svázán s ekonomickým vývojem dané země⁴⁵, je současný stav kapitálové trhu v České republice velmi nepříznivý i pro ekonomiku jako celek.

II.II. VÝZNAM ŘÍZENÍ RIZIK

Pro výpočet kapitálové přiměřenosti finančních institucí zohledňujeme v současné době první dva druhy z popsaných finančních rizik, konkrétně riziko úvěrové a tržní⁴⁶. Ostatní druhy rizik bývají zahrnovány do ocenění celkového rizikového profilu finanční instituce. Ten závisí zejména na rozsahu poskytovaných služeb a ostatních aktivit společnosti, ale např. i na způsobu řízení rizik, vnitřní organizaci společnosti apod. Celkovou rizikovost finanční instituce výrazně snižuje efektivní způsob řízení rizik.

Řízení rizik zcela jistě není jednoduchou záležitostí - jedná se o komplex mnoha činností a funkcí několika na sobě nezávislých oddělení společnosti, které v případě dokonalé součinnosti jsou s to minimalizovat vnitřní riziko (*inherent risk*) společnosti. Právě na kvalitě řízení rizik závisí výše tzv. čistého rizika (*net risk*) společnosti, jež je funkcí celkového vnitřního rizika a kvality řízení rizik jako celku⁴⁷.

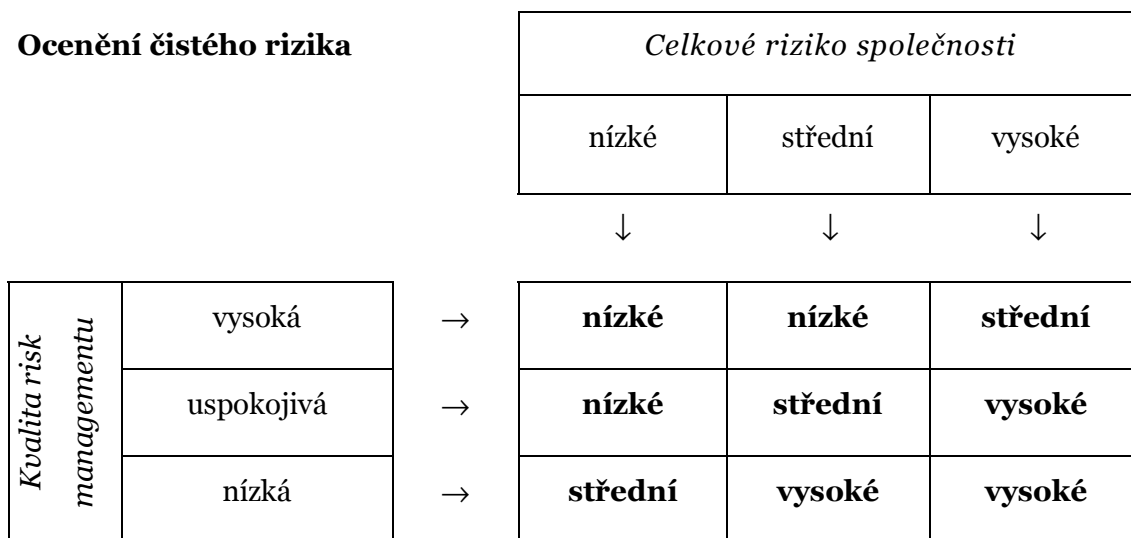
Například investiční činnost finanční instituce může být na základě hodnocení celkového rizika (kombinace vysokého úvěrového, tržního a likviditního rizika) posuzována jako velmi riziková. Čisté riziko společnosti však může být vyhodnoceno jako střední, a to díky vysoce kvalitnímu risk managementu. Pokud kvalitu řízení rizik hodnotíme jako vysokou, uspokoivou a nízkou, následující schéma je jednou z možností oceňování čistého rizika:

⁴⁵ Např. King, Levine (1993)

⁴⁶ Jak již bylo uvedeno výše operační riziko je zahrnuto do kapitálové přiměřenosti až v rámci nového konceptu kapitálové přiměřenosti. Blíže kapitola III.III.

⁴⁷ Blíže např. Supervisory Framework, Office of the Superintendent of Financial Institutions 1999

Ocenění čistého rizika



Hlavními organizačními složkami finanční instituce, které se podílejí na efektivním řízení rizik společnosti jsou zejména: oddělení finanční analýzy, vnitřní kontrola, interní audit, oddělení risk managementu, vedení společnosti (*Senior Management*) a představenstvo.

Hlavní náplní oddělení finanční analýzy je provádění hloubkové analýzy výsledků společnosti a ekonomických podmínek okolí společnosti – podnikatelského prostředí – a report těchto skutečností vedení společnosti. Efektivní vykazování výsledků a poskytování relevantních informací představenstvu společnosti je jednou z klíčových funkcí finanční analýzy, ovlivňující všechna strategická rozhodnutí představenstva společnosti. Organizační oddělení finanční analýzy od ostatních činností však ve většině případech nacházíme pouze ve velkých společnostech.

Vnitřní kontrola je samostatnou organizační složkou nezávislou na ostatních odděleních společnosti, jejíž hlavní činností je úprava vnitřních směrnic a postupů tak, aby splňovaly veškeré požadavky regulátora a aby byly v souladu s platnou právní úpravou. Neméně důležitou součástí činnosti vnitřní kontroly je monitorování vnitřních procesů a podávání průběžných informací vedení společnosti. Na činnost vnitřní kontroly navazuje činnost interního auditu, jehož hlavním úkolem je prověřování efektivnosti veškerých procesů společnosti, tj. i procesů vnitřní kontroly a risk managementu.

Oddělení risk managementu se zaměřuje na identifikaci rizik společnosti, vývoj metod pro měření rizik a stanovení metod řízení rizik. Toto oddělení například stanovuje poziční limity, kontroluje dodržování stanovených postupů a vypracovává zprávy o výsledcích řízení rizik

vedení společnosti, které je na základě těchto informací schopno lépe řídit další vývoj společnosti a stanovovat nové strategie.

Posouzením kvality procesů jednotlivých výše uvedených organizačních složek je regulátor schopen ocenit efektivnost řízení rizik společnosti jako celku a přidělit na základě tohoto posouzení společnosti určitý rating. Tento rating pak dále slouží ke stanovení čistého rizika společnosti (viz. výše) a zařazení společnosti do rizikové kategorie na základě hlubší analýzy společnosti a podnikatelského prostředí jako celku.

V souvislosti s kapitálovou přiměřeností je tento postup regulatorních institucí důležitý v tom ohledu, že pomáhá přesněji identifikovat rizikovost regulovaného subjektu a stanovit tak kapitálovou přiměřenost přesně na míru dané společnosti. Nejedná se samozřejmě o stanovení zcela odlišných kapitálových požadavků, ale například o modifikaci poměru kapitálu k rizikově váženým aktivům, obvykle stanoveného na 8 %.

Tento přístup k regulaci kapitálu finančních institucí vyžaduje velmi časté přeceňování rizik společnosti, a je proto poněkud nákladnější než stanovení univerzálních pravidel kapitálové přiměřenosti. Na druhou stranu, hlavním z kladů tohoto přístupu je skutečnost, že motivuje finanční instituce k vývoji efektivních způsobů řízení rizik a organizačního řízení společnosti. V důsledku má tento přístup vliv na snížení systémového rizika.

Další možností rozlišení rizikových kategorií jednotlivých finančních institucí je rozdělení společností pouze dle rozsahu poskytovaných služeb a provozovaných aktivit⁴⁸. Tento přístup je v případě obchodníků s cennými papíry obvyklejším a je blíže popsán v následující části.

II.III. DEFINICE KATEGORIÍ OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY

Při stanovení optimální výše kapitálu a pravidel kapitálové přiměřenosti regulatorní orgány musí brát v úvahu mimo jiné skutečnost, že zvyšování a udržování stanovené výše kapitálu obchodních společností vyžaduje jisté, ve většině případech nemalé náklady. Optimální výše

⁴⁸ Viz např. Council Directive 93/22/EEC nebo zákon cenných papírech.

kapitálu by měla tuto skutečnost respektovat a stanovit kapitálovou přiměřenost tak, aby se mezní náklady na zvýšení kapitálu a mezní užitek držení dané výše kapitálu rovnaly.

Zmíněné skutečnosti jsou důvodem členění obchodníků s cennými papíry do několika skupin. Toto dělení závisí zejména na rozsahu oprávnění k poskytování služeb zákazníkům - jednotlivé kategorie obchodníků se od sebe navzájem liší zejména výší rizik, které při své činnosti podstupují. Protože náklady jednotlivých kategorií na plnění stejných pravidel kapitálové přiměřenosti nejsou stejné a zároveň nepřinášejí stejný užitek, je toto členění obchodníků také základem stanovení odlišných kapitálových pravidel.

Členěním, které je možné nalézt ve většině právních úprav států Evropské unie⁴⁹, tak i v některých státech východní Evropy, je členění do následující tří kategorií:

- společnosti s nízkým rizikem (*Low risk firms*)
- společnosti se středním rizikem (*Medium risk firms*)
- společnosti s vysokým rizikem (*High risk firms*)

Kategorie společností s nízkým rizikem

Vycházíme-li z úpravy kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry ve Velké Británii obchodník s cennými papíry, patřící do této kategorie, musí splňovat následující podmínky:

- je oprávněn pouze k provozování poradenské činnosti a k zprostředkování obchodů týkajících se investičních nástrojů s výjimkou obchodů s deriváty a obchodů, z nichž vyplývá povinnost obchodníka plnit v případě úpadku klienta,
- není oprávněn přijímat peníze zákazníků ani disponovat se zůstatky na jejich bankovních účtech,
- pouze dočasně, v souvislosti se zprostředkovaným obchodem, je oprávněn držet cenné papíry klientů.

⁴⁹ Například ve Velké Británii kategorizaci obchodníků s cennými papíry je možné nalézt v dokumentu vydaném FSA. The Financial Supervision (Amendment) Rules 1995. Obecně jsou jednotlivé kategorie definovány v Evropské direktivě 93/6/EEC.

Obchodníci s cennými papíry spadající do výše definované kategorie nejsou vystaveni takovému riziku jako ostatní obchodníci splňující definici dalších dvou rizikových kategorií, nemohou tedy významným způsobem ohrozit ani klienty, ani ostatní účastníky kapitálového trhu, s kterými spolupracují. Z tohoto důvodu nejsou tyto subjekty povinny splňovat pravidla kapitálové přiměřenosti, ani žádná detailní likviditní pravidla.

Kategorie společností se středním rizikem

Kategorie obchodníků s cennými papíry se středním rizikem jsou společnosti, které splňují následující podmínky:

- mají příslušné oprávnění k poradenské činnosti ve vztahu ke všem investičním nástrojům, k provádění pokynů týkajících se všech investičních instrumentů na cizí účet a ke správě portfolia,
- jsou oprávněny přijímat finanční prostředky a cenné papíry zákazníků.

Kapitálové požadavky na obchodníky s cennými papíry této rizikové kategorie jsou konstruovány s úmyslem zajistit jejich dostatečnou finanční stabilitu, která v případě nutnosti umožní ukončit podnikání obchodníka bez zbytečných ztrát. Obchodník je v souladu s tímto záměrem povinen v každý okamžik disponovat dostatečným množstvím prostředků, které v případě ukončení obchodování je možné použít k pokrytí všech vzniklých závazků, zejména závazků vůči klientům.

Ve Velké Británii jsou obchodníci této rizikové kategorie povinni splňovat požadavky modifikovaného testu čistých likvidních aktiv (*net liquid assets test*). V porovnání s obdobným testem určeným pro nejrizikovější skupinu obchodníků s cennými papíry je v tomto případě upřednostňován liberálnější přístup k posuzování některých nelikvidních aktiv (aut, nemovitostí apod.). Dodatečným požadavkem je sledování běžné likvidity (*current liquidity test*) – schopnosti pokrýt krátkodobé závazky běžnými aktivy.

V ostatních zemích EU se na všechny společnosti vztahují stejná pravidla, týkají se však jen vlastních pozic obchodníka s cennými papíry, tj. pouze pozic vzniklých uzavřením obchodů na vlastní účet.

Kategorie společností s vysokým rizikem

Tato kategorie zahrnuje všechny ostatní typy obchodníků s cennými papíry, které není možné zahrnout do předchozích dvou skupin.

Hlavním znakem této skupiny obchodníků jsou tato oprávnění:

- oprávnění přijímat finanční prostředky a cenné papíry zákazníků,
- oprávnění obchodovat na svůj vlastní účet.

Obchodníci s cennými papíry spadající do této kategorie jsou povinni plnit pravidla kapitálové přiměřenosti v plném rozsahu a sledovat svou kapitálovou přiměřenost na denní bázi.

III. PRAVIDLA KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY

III.I. ZÁKLADNÍ FUNKCE KAPITÁLU

V každé obchodní společnosti má kapitál svou nezastupitelnou úlohu. Mezi základní funkce kapitálu a zároveň hlavní důvody k regulaci výše kapitálu u finančních institucí patří zejména:

- schopnost kapitálu absorbovat neočekávané ztráty,
- zabraňovat nepřiměřenému nárůstu rizikivosti aktiv,
- zvyšovat důvěru veřejnosti v danou instituci,
- chránit klienty finančních institucí před případnými ztrátami.

Dostatečný objem kapitálu umožňuje společnosti pokračovat v podnikání i v neziskových obdobích a umožňuje tak překonat období dočasného vývojového útlumu. Objem kapitálu je jedním ze způsobů, kterým finanční instituce ujišťují veřejnost o jejich schopnosti dostát v budoucnu svým závazkům navzdory dočasně nepříznivému hospodářskému vývoji.

Na dostatečné kapitálové vybavenosti jednotlivých společností podnikajících na finančních a kapitálových trzích navíc díky systémovému riziku závisí celková stabilita finančního sektoru a důvěra v něj⁵⁰.

⁵⁰ Viz výše popsané systémové riziko; týká se zejména velkých bank a investičních společností: blíže např. Diamond, Dybvig (1983).

Hledání optimální míry regulace kapitálu finančních institucí a pravidel kapitálové přiměřenosti se nutně odvíjí také od těchto základních funkcí kapitálu.

Miller-Modiglianiho teorém

Stěžejní prací o kapitálové struktuře společnosti a výchozím bodem hledání optimální kapitálové struktury jakékoliv obchodní společnosti je práce ekonomů Millera a Modiglianiho⁵¹ z roku 1958, jejímž závěrem bylo zjištění, že hodnota společnosti je za určitých předpokladů⁵² nezávislá na kapitálové struktuře společnosti.

V případě platnosti uvedených předpokladů v reálné světě by situace regulatorních orgánů byla o mnoho snadnější, protože by měly možnost stanovit výši kapitálu tak, aby zcela minimalizovala pravděpodobnost finančních problémů regulovaných subjektů, aniž by zvyšovala jejich náklady.

Postupným vypuštěním jednotlivých předpokladů Millera a Modiglianiho modelu bylo ale jejich následovníky⁵³ i jimi samotnými ukázáno, že tržně optimální kapitálová struktura přece jen existuje a je možné ji na základě matematických výpočtů přibližně stanovit.

Tržně optimální výše kapitálu versus regulatorní kapitál

Při neexistenci finanční regulace je dle zmíněných modelů optimální kapitálová struktura určena v závislosti na výši nákladů jednotlivých forem financování určených trhem. Nedodržení takto určené optimální kapitálové struktury je, na rozdíl od nedodržení pravidel stanovených regulátorem, „sankcionováno“ v obou směrech, tj. i v případě kdy je výše kapitálu vyšší než optimální. V obou případech dochází ke zvýšení průměrných nákladů na financování aktivit dané společnosti a tudíž ke snížení celkové hodnoty společnosti.

Ochranné prvky finanční regulace (typu pojištění vkladů u bank, věřitele poslední instance či pojištění klientských prostředků u obchodníků s cennými papíry) snižují tržní požadavky na výši kapitálu finanční instituce. Důvodem je přesun části rizik, které by za normálních podmínek nesli pouze akcionáři společností, věřitelé a ostatní klienti finančních institucí, na

⁵¹ Miller, Modigliani (1958)

⁵² Hlavními předpoklady jsou: neexistence daní, asymetrické informace a transakčních nákladů a platnost hypotézy dokonalých trhů.

⁵³ Např. Jensen, Meckling (1976) nebo Myer, Majluf (1984).

stát, resp. daňové poplatníky, či v případě obchodníků s cennými papíry na ostatní účastníky trhu.

Tuto skutečnost je nutné vzít při analýze optimální kapitálové struktury finančních institucí v úvahu⁵⁴. Je jedním z důvodů proč výše regulatorního kapitálu je v převážné většině případech stanovena nad úrovní tržně optimální výše kapitálu. Regulatorní orgán, jako součást státu, se tímto způsobem zajišťuje proti nepříznivému dopadu úpadku finanční instituce na stát samotný.

Dalším důvodem stanovení regulatorních kapitálových požadavků nad úroveň kapitálu určené trhem je skutečnost, že tržní požadavky, na rozdíl od požadavků stanovených regulatorními orgány, neberou v úvahu sociální náklady spojené s úpadkem finanční instituce. Kapitálové požadavky jsou regulátory stanovovány s cílem minimalizovat sociální dopady úpadku finanční instituce způsobené negativními externalitami bankrotu finanční instituce.

Extrémním řešením regulace kapitálu finančních institucí by mohlo být požadování kapitálu ve výši, která by minimalizovala pravděpodobnost úpadku společnosti na minimum. Ale jak již bylo uvedeno dříve, jakékoliv zvýšení kapitálu nad optimální hranici stanovenou trhem snižuje hodnotu finanční instituce a zvyšuje průměrné náklady na financování. Z výše uvedeného vyplývá, že by rozdíl mezi optimální výší kapitálu a výší kapitálu stanovenou regulátorem měl být minimální. Z podstaty věci ho však nelze zcela eliminovat. Znamená to tedy, že díky regulaci jsou finanční instituce nuceny udržovat výši kapitálu nad úrovní, kterou by udržovaly v případě neexistence finanční regulace. Z tohoto pohledu finanční regulace obecně zvyšuje náklady finančních institucí.

Protože většina nákladů finančních institucí jsou přenášeny na klienty těchto společností, má regulace kapitálu do určité míry nepříznivý dopad i na spotřebitele. V optimálním případě jsou však tyto náklady vyrovnány snížením celkových společenských nákladů spojených s bankrotem finanční instituce.

Individuální přístup ke stanovení pravidel kapitálové přiměřenosti

Velikost společenských nákladů a užitku není samozřejmě konstantní, ale liší se v závislosti na čase a charakteristice dané instituce. Optimálním přístupem ke stanovení pravidel kapitálové přiměřenosti by proto byl individuální přístup spočívající v ohodnocení

⁵⁴ Blíže viz. Berger, Herring, Szegö (1995).

systemového rizika každé instituce odděleně a v závislosti na určitém období. Bohužel tento systém není v praxi uskutečnitelný. Způsob vyčíslení společenských nákladů úpadku finanční instituce by byl velmi problematický a drahý. Navíc regulátor není schopen kontinuálně přizpůsobovat kapitálové požadavky změnám na trhu.

V praxi je proto dávana přednost stanovení jednotných minimálních kapitálových požadavků, jejichž nedodržování je sankcionováno, a tyto pravidla zůstávají dlouhodobě stabilní.

Minimálním standardem by však mělo být ohodnocování celkové rizikovosti společnosti (jak bylo uvedeno v předcházející kapitole, se zahrnutím systémového rizika) a stanovení požadovaného poměru na základě výsledku tohoto hodnocení. V žádném případě se však nejedná o požadavek na přizpůsobování pravidel jako takových.

III.II. KAPITÁLOVÁ PŘIMĚŘENOST OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPIŘY

První část práce byla věnována odůvodnění regulace kapitálu obchodníků s cennými papíry. Jako hlavní důvody byly uvedeny: ochrana proti systémovému riziku, politické důvody a částečně ochrana klientů⁵⁵. U obchodníků jež nejsou součástí finanční skupiny, v níž je zastoupen i bankovní subjekt, není regulace kapitálu zcela nezbytná⁵⁶. Pokud jsou obchodníkem dodržovány veškeré právní a vnitřní předpisy, nemělo by v případě úpadku obchodníka s cennými papíry dojít k poškození klientů. V takovém případě by ve výše uvedeném odůvodnění zbyly pouze důvody politické.

Hlavní myšlenkou koncepce kapitálové přiměřenosti je požadovat takovou výši kapitálu, která je schopna pokrýt potenciální budoucí ztráty spojené s neočekávanými riziky společnosti tak, aby ztráty společnosti byly hrazeny z vnitřních zdrojů společnosti. Kapitálová

⁵⁵ Kapitálová přiměřenost obecně snižuje míru podstupovaného rizika. Tato skutečnost je jistě přínosem i pro klienty společností. Ochrana klientů je však v případě obchodníků s cennými papíry, jak již bylo uvedeno výše, zajišťována zejména jinými nástroji finanční regulace.

⁵⁶ Úpadek obchodníka s cennými papíry, který není součástí finanční skupiny s bankou, může v krajním případě ohrozit finanční situaci další obchodní společnosti, ale v žádném případě se nejedná o riziko systémové.

přiměřenost je ukazatelem finanční síly finanční instituce a má mnohem větší vypovídací schopnost než ostatní poměrové ukazatele, jež neberou v úvahu žádné z finančních rizik popsané v druhé kapitole. Kapitálová přiměřenost je zaměřena směrem do budoucnosti, kdežto ostatní ukazatelé informují pouze o aktuálním stavu společnosti.

Jak již bylo uvedeno výše, v případě obchodníků s cennými papíry, u kterých je nezbytné kapitálovou přiměřenost sledovat (tj. u obchodníků, u kterých záleží na udržení solventnosti a minimalizaci rizika úpadku) je při sledování kapitálové přiměřenosti kladen důraz zejména na riziko tržní. Dalším v poslední době velmi diskutovaným rizikem je i riziko operační, které se do konceptu kapitálové přiměřenosti dostává s novým konceptem kapitálové přiměřenosti Basilejského výboru pro bankovní dohled, a to díky nově vytvořeným modelům měření tohoto rizika.

Rizika obchodníků s cennými papíry vzhledem ke struktuře jejich rozvahy⁵⁷

V podmínkách fungujících kapitálových trhů je převážná část rozvahových aktiv obchodníků s cennými papíry tvořena pohledávkami zajištěnými cennými papíry (vypůjčené cenné papíry, cenné papíry držené v rámci reverzních repo-operací či cenné papíry zajišťující klientské obchody ve smyslu tzv. margin půjček poskytnutých klientům - první dvě z jmenovaných variant jsou 100% jistěny, v posledním případě je v převážné většině případů zajištění více jak stoprocentní.) Druhou největší částí aktiv obchodníků s cennými papíry tvoří nakoupené finanční instrumenty zachycované aktuální tržní hodnotou.

Z výše uvedeného vyplývá, že obchodník s cennými papíry je v případě klasických spotových operací jen minimálně vystaven nezajištěnému úvěrovému riziku a riziko tržní je schopen minimalizovat díky tržním přeceněním a diverzifikaci drženého portfolia. Úvěrové riziko je nutné vzít v úvahu v případech, kdy je obchodník aktivním účastníkem na trhu s deriváty, a to konkrétně na trhu mimoburzovním. V tomto případě mezi prodávající a kupující strany nevstupuje tzv. clearingové centrum, zajišťující řádné vypořádání uzavřeného obchodu, a obchodník s cennými papíry je plně vystaven riziku protistrany. V případě termínovaných operací je nutné brát v úvahu jak tržní tak úvěrové riziko.

Na straně rozvahových pasiv jsou největší skupinou závazky vůči klientům a závazky plynoucí z prodejů na krátko. Největší část rizika tak u obchodníků s cennými papíry vyplývá z rozdílů cenové citlivosti a likvidity jednotlivých dlouhých a krátkých pozic.

⁵⁷ Struktura rozvahy charakteristická pro investiční firmy viz. Příloha č. 2

Kromě tržního a úvěrového rizika je u obchodníků významné i operační riziko. Součástí aktivit převážné většiny obchodníků s cennými papíry jsou i činnosti správa portfolia, poradenství či analytická činnost, které jsou hlavním zdrojem tohoto rizika.

S cílem čelit finančním rizikům, je obchodník s cennými papíry povinen udržovat kapitál ve výši, která je schopna absorbovat případné neočekávané ztráty.

Jedinečnost podnikání obchodníků s cennými papíry

Pravidla kapitálové přiměřenosti je nezbytné uzpůsobit podmínkám podnikání obchodníků s cennými papíry. Jedinečnost těchto podmínek je dána zejména:

- časovým horizontem aktivit obchodníků s cennými papíry,
- tvorbou pouze zákonných rezerv,
- důrazem na ochranu klientů přednostně před finanční stabilitou celého systému.

Časový horizont aktivit obchodníků s cennými papíry

Časový horizont je úzce propojen se splatností a likviditou aktiv obchodníka s cennými papíry. Z podstaty obchodování s cennými papíry vyplývá, že se jedná o činnost s velmi krátkým časovým horizontem a vysokou likviditou držených aktiv. Většina aktiv obchodníků jsou oceňována tržní hodnotou a jejich cena se může změnit během jediného obchodního dne. Proto dochází k velmi častému přeceňování všech pozic, tak aby odrážely aktuální hodnotu aktiv obchodníka. Je tím zaručeno částečné zajištění proti tržnímu riziku.

K výpočtům očekávaných cenových změn využívají obchodníci různých statistických modelů založených na minulých cenách a korelačních koeficientech jednotlivých finančních instrumentů. Tyto metody slouží k stanovování pozičních limitů a k analýze celkového tržního rizika, nejsou však dokonalé, protože vycházejí z historických dat, která nemusí vždy pravdivě vypovídat o budoucnosti. Ta se může v některých případech dosti výrazně lišit od predikcí daného modelu. Kapitálová přiměřenost je zaměřena na pokrytí neočekávaných ztrát a proto je při využití vnitřních modelů při výpočtu kapitálové přiměřenosti výsledek těchto modelů násoben určitým koeficientem stanoveným regulátorem.

Účinným prostředkem proti tržnímu riziku zůstává diverzifikace portfolia, zaujímání opačných pozic a zajišťování portfolia pomocí finančních derivátů. Likvidita finančních instrumentů je dalším z klíčových faktorů a v souvislosti s výpočtem kapitálové přiměřenosti

jsou tržní hodnoty jednotlivých nástrojů upravovány s ohledem na stupeň likvidity daného instrumentu.

Z krátkého časového horizontu činností obchodníka s cennými papíry vyplývá skutečnost, že dodržování kapitálové přiměřenosti je nutné sledovat kontinuálně na denní bázi.

Tvorba rezerv

Dále je nutné vzít v úvahu skutečnost, že obchodníci s cennými papíry netvoří jiné než zákonem stanovené rezervy. Je to dáno zejména tím, že většina aktiv obchodníka s cennými papíry jsou pravidelně a často přeceňována na základě aktuálních tržních cen na denní bázi, tzv. *marking-to-market*. Tento proces zaručuje, že pravděpodobnost poklesu či růstu ceny je identická, a finanční výkazy jsou věrným obrazem skutečnosti. K absorbování ztrát z případných náhlých a neočekávaných tržních změn tak slouží pouze základní kapitál. Společnost je povinna udržovat adekvátní výši kapitálu, aby byla zaručena kontinuita podnikání společnosti.

Hlavní cíl regulace obchodníků s cennými papíry

Tradičním cílem finanční regulace byla ochrana spotřebitele. Postupem času se stejně důležitým a z pohledu regulátora mnohdy důležitějším cílem stává udržení finanční stability celého systému. Jak již bylo uvedeno výše, důvodem je hlavně vysoký stupeň propojenosti finančních institucí a koncentrace ve finančním sektoru. Nehledě na to zda se jedná o bankovní či nebankovní instituci, může úpadek velké společnosti způsobit oslabení celého systému⁵⁸.

Kapitálová přiměřenost je jedním z nejdůležitějších nástrojů regulace určeného k minimalizaci pravděpodobnosti úpadku obchodníka s cennými papíry.

V praxi se setkáváme s dvěma hlavními způsoby určení kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry. V rámci zemí Evropské unie je to Direktiva o kapitálové přiměřenosti investičních firem⁵⁹, jejíž pravidla se vztahují jak na bankovní instituce, tak na obchodníky s cennými papíry, které se v zásadě shoduje s pravidly kapitálové přiměřenosti stanovenými Basilejským výborem pro bankovní dohled. Druhým způsobem je *Net capital rule*⁶⁰, pravidla

⁵⁸ Přesto však existují názorové nejednotnosti co se systémového rizika obchodníků s cennými papíry týče.

⁵⁹ Council directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions

⁶⁰ Securities and Exchange Commission Release, 1997 No. 34-38248; File No. S7-7-94 Net Capital Rule

používaná zejména ve Spojených státech amerických, v Japonsku, Kanadě apod. Důraz je u těchto pravidel kladen hlavně na udržování likvidity obchodníka s cennými papíry.

Direktiva o kapitálové přiměřenosti

Direktiva Evropské unie o kapitálové přiměřenosti obecně vychází z návrhu basilejského výboru⁶¹ z roku 1993⁶² na zahrnutí tržního rizika do výpočtu kapitálové přiměřenosti velkých bank. V rámci EU se však týká nejen bank, ale i všech investičních společností, obchodníků s cennými papíry apod. Hlavním cílem bylo vytvoření společných standardů kapitálové přiměřenosti s ohledem k tržnímu riziku (tj. zejména ve vztahu k obchodování s finančními instrumenty) a sjednocení konkurenčních podmínek podnikání bank a ostatních investičních podniků. Důraz je v tomto případě kladen zejména na solventnost regulovaných subjektů.

Dle direktivy tržní riziko zahrnuje úrokové riziko, akciové riziko, komoditní riziko, měnové riziko a riziko vypořádání. K výpočtu kapitálového požadavku k tržnímu riziku jsou stanoveny následující dvě metody:

– standardní metoda

Používá se přesně stanovený postup výpočtu kapitálových požadavků ke všem kategoriím tržního rizika, tzv. *building block approach*, rozlišující obecné a specifické riziko. Do výpočtu vstupuje celková tržní hodnota otevřené úrokové a akciové pozice (včetně derivátů) a celková měnová a komoditní pozice.

– metoda vnitřních modelů⁶³

Podmínkou používání vnitřních modelů k výpočtu kapitálového požadavku k tržnímu riziku, je sledování VaR minimálně na denní bázi a použití následujících parametrů modelu: 99% intervalu spolehlivosti a minimálně 10-denní doby držení na základě historického období minimálně jeden rok. Výsledný kapitálový požadavek je pak ten větší z VaR minulého dne a třikrát průměrné hodnoty VaR za posledních 60 dní.

⁶¹ Blíže BIS (1996), aplikovatelný od roku 1997.

⁶² Aplikovatelný od roku 1997.

⁶³ Blíže k použití vnitřních modelů obchodníky s cennými papíry: IOSCO, 1995 The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms a BIS 1996 Supervisory framework for the use of back-testing in conjunction with the internal models approach to market risk capital requirements.

Net capital rule

Hlavním cílem tohoto předpisu je stanovení minimálních likviditních pravidel obchodníků s cennými papíry, která umožní obchodníku v případě úpadku společnosti okamžitě a v plné výši uspokojit požadavky všech klientů. Důraz je tedy kladen zejména na likviditu obchodníků, ne na jejich solventnost, jak tomu je u direktivy Evropské unie, a schopnost rychle uhradit pohledávky klientů.

Obchodníci s cennými papíry jsou na základě tohoto pravidla povinni udržovat minimální výši čistého kapitálu (*net capital*), která je stanovena jako ta vyšší z následujících dvou částek: 250 000 \$ nebo hodnoty vypočtené pomocí podílových ukazatelů.

K druhé z uvedených částek je možné dospět dvěma způsoby:

- základní metodou (*basic method*): obchodník je povinen udržovat celkovou zadluženost (*aggregate indebtedness*) do 1500% svého čistého kapitálu,
- alternativní metodou (*alternative method*): obchodník je povinen udržovat čistý kapitál minimálně ve výši 2% z celkové hodnoty pohledávek ke klientům (*debit item*).

Součástí předpisu je i definice čistého kapitálu obchodníka s cennými papíry. Nejprve je vypočítáno čisté jmění obchodníka s cennými papíry dle platných účetních postupů. Z této částky jsou následně odečteny málo likvidní aktiva (např. fixní aktiva, nezajištěné pohledávky) a přičtena schválená část podřízeného dluhu. Výsledkem tohoto výpočtu je částka, která je nazývána *tentative capital*. Čistý kapitál obdržíme, odečteme-li od této částky dané procento z tržní hodnoty (tzv. *haircuts*) investičních instrumentů držených na účtu obchodníka s cennými papíry.

Toto pravidlo je kromě USA, Kanady a Japonska v drobných obdobách používáno ke stanovení kapitálové přiměřenosti v několika dalších neevropských státech.

Ve Spojených státech amerických jsou navíc odděleně stanovena pravidla kapitálové přiměřenosti pro společnosti obchodující pouze s mimoburzovními deriváty (zejména swapy a opcemi s velmi dlouhou splatností). Jedná se o upravené *net capital rule*, jak bylo popsáno výše, princip však zůstává stejný.

Konsolidace a mezinárodní harmonizace

Pravidlo čistého kapitálu není tradičně sledováno na konsolidované bázi. Hlavním cílem regulátorů uplatňujících toto pravidlo je zejména ochrana spotřebitele a v případě problémů

úspěšná a rychlá likvidace společnosti, proto toto pravidlo není sledováno za celou finanční skupinu. Na druhé straně například v Kanadě jsou obchodníci s cennými papíry ve většině případech dceřinou společností některé z bank a podléhají tak zároveň bankovním pravidlům kapitálové přiměřenosti (dle basilejské dohody), a to díky požadavku konsolidace u bank.

Evropská unie vyžaduje po svých členských státech sledování pravidel kapitálové přiměřenosti na konsolidované bázi jak v případě bank tak v případě obchodníků s cennými papíry. Existují však značné rozdíly v konsolidovaném dohledu: některé země uplatňují úplnou konsolidaci (spočívající v tom, že se dají dohromady obchody všech poboček a dceřiných společností a výpočty se provedou bez ohledu na to, kde byl obchod proveden), jiné země zavedly metodu „agregace plus“ (spočívající ve stanovení kapitálových požadavků za jednotlivé pobočky a dceřiné společnosti odděleně a v následné agregaci) a některé země nestanoví metodu konsolidace žádnou.

Přes četné snahy o sjednocení pravidel kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry v rámci členských zemí mezinárodní organizace IOSCO⁶⁴, nedošlo v této věci do dnešních dnů ke shodě. Výše uvedené přístupy jsou založeny na velmi odlišných principech, které znemožňují dosažení konsensu vycházejícího stejnou měrou z obou přístupů.

Srovnání tří modelů kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry

Neúspěch v harmonizaci přístupů regulace kapitálu obchodníků s cennými papíry je částečně způsoben značnými odlišnostmi jednotlivých přístupů či modelů kapitálové přiměřenosti, z nichž nejdůležitějšími jsou následující:

- všeobecný přístup (*comprehensive approach*) uplatňovaný americkou Securities Exchange Commission,
- stavebnicový přístup (*building-block approach*) uplatňovaný v rámci Evropské unie,
- a portfoliový přístup (*portfolio approach*) prosazovaný Velkou Británií.

Důležitým faktorem vytvoření rozdílných přístupů je rozdílné uspořádání bankovní soustavy - ve Spojených státech je investiční bankovníctví od komerčního bankovníctví odděleno, kdežto v Evropě převládá model univerzálního bankovníctví. Tato skutečnost vedla ke snaze vytvořit v Evropě jednotné podmínky pro banky podnikající též v investiční oblasti a

⁶⁴ IOSCO (1990)

investiční společnosti. Úprava kapitálové přiměřenosti zde sleduje minimalizaci úpadku jakékoliv finanční instituce. Ve Spojených státech zůstala pro obchodníky s cennými papíry v platnosti jednodušší pravidla zaměřená na udržení likvidity společnosti a na bezproblémovou likvidaci společnosti v případě finančních problémů.

Hlavním sporným bodem vyjednávání o jednotné kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry byl problém stanovení kapitálových požadavků vzhledem k tržnímu riziku jednotlivých položek obchodního portfolia.

Ze závěrů předcházející části této kapitoly lze vyvodit, že kapitálové požadavky by měly odpovídat velikosti rizika (resp. volatilitě) obchodního portfolia obchodníka s cennými papíry. Z obecné teorie portfolia⁶⁵ vyplývá, že společnost s diversifikovaným portfoliem postupuje menší riziko než společnost s koncentrovaným portfoliem. Dále lze tržní riziko snížit vybalancováním portfolia, tj. vyrovnáním dlouhých a krátkých pozic. Se znalostí těchto teoretických závěrů je rozumné očekávat, že koncept kapitálové přiměřenosti by měl z těchto myšlenek vycházet.

Modelem kapitálové přiměřenosti založeným na zjednodušeném Markowitzovu modelu portfolia je poslední z výše uvedených modelů – tzv. portfoliový přístup, který byl s relativním úspěchem používán během 90 let ve Velké Británii⁶⁶ a delší dobu Velkou Británií prosazován i v rámci Evropské unie.

Výsledkem empirického srovnání⁶⁷ portfoliového přístupu a dalších dvou metod jsou následující:

- mezi kapitálovými požadavky stanovenými na základě přístupu používaného ve Spojených státech amerických a rizikem sledovaného portfolia existuje nulová kolerace;
- lepších výsledků bylo docíleno použitím building-block přístupu, protože bere v úvahu snížení rizika spojené s vyrovnáním dlouhých a krátkých pozic. Ale protože je opominuto snížení rizika v případě diverzifikovaného portfolia, kolerace mezi kapitálovými požadavky a rizikem stále není tak silná;

⁶⁵ Markowitz (1952)

⁶⁶ Securities and Investment Board (SIB), The Financial Supervision Rules 1990

⁶⁷ Dimson, Marsh (1994)

- nejsilnější pozitivní korelace byla zjištěna u posledního z výše jmenovaných přístupů. Je tomu tak, protože portfoliový přístup bere v úvahu snížení rizika jak v případě diverzifikace, tak v případě vybalancování sledovaného portfolia.

Z výše uvedených závěrů studie vyplývá, že portfoliový přístup je z hlediska efektivity využití kapitálu a pokrytí tržního rizika nejlepším ze všech tří metod. Pro stejné obchodní portfolio jsou touto metodou stanoveny pro obchodníky s cennými papíry nejméně nákladné kapitálové požadavky⁶⁸.

Důvodem proč byl Evropskou unií zvolen druhý přístup jako vhodnější, je skutečnost, že portfoliový přístup je založen na mnoha zjednodušujících předpokladech, které nemusejí vždy v praxi platit. V případě takového selhání britského modelu pak mohou zbylé dva modely být mnohem přesnější. V určité situaci by se mohlo stát, že stanovené kapitálové požadavky by pokrývaly riziko společnosti pouze z malé části.

III.III. DOPAD NOVÉHO KONCEPTU KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI NA OBCHODNÍKY S CENNÝMI PAPÍRY V RÁMCI EU

V lednu 2001 uveřejnil Basilejský výbor pro bankovní dohled druhou verzi nového konceptu⁶⁹ kapitálové přiměřenosti bank, s předpokladem, že definitivní verze by měla být hotova v roce 2003 a praktická implementace v bankovním sektoru by měla následovat v roce 2006.

Nový koncept kapitálové přiměřenosti směřuje k přesnějšímu a citlivějšímu řízení rizik a výpočtu kapitálových požadavků a je v první řadě určen pro mezinárodně aktivní banky. Koncept vychází z nových technik měření rizika vyvinutých finančními institucemi během posledních deseti let.

⁶⁸ Dimson, Marsh (1994)

⁶⁹ BIS (2001)

Mezi hlavní cíle tohoto konceptu patří sblížení regulatorních kapitálových požadavků s měřením rizik, které si provádějí banky samy, zavedení průběžného revidování řízení bank (zejména řízení rizik) a zvyšování motivace bank k rozsáhlejšímu zveřejňování informací o podstupovaných rizicích.

Nejdůležitějšími změnami jsou:

- zavedení sofistikovanějších metod výpočtu kapitálových požadavků vzhledem k úvěrovému riziku,
- zohlednění kreditních derivátů ve výpočtu kapitálové přiměřenosti,
- zavedení metod výpočtu kapitálových požadavků ve vztahu k operačnímu riziku,
- individualizace přístupu regulátora k jednotlivým bankovním institucím, důraz na ohodnocení vnitřních kontrolních a řídicích procesů banky.

Tři pilíře nového konceptu kapitálové přiměřenosti

Nově je koncept založen na 3 pilířích. První se soustřeďuje na metody měření rizik a stanovuje minimální poměr kapitálu k rizikově váženým aktivům.

Pro úvěrové riziko rozlišuje koncept tři přístupy ke stanovení kapitálového požadavku: standardní, který je modifikací současného modelu, a dvě úrovně sofistikovanějšího, tzv. přístupu vnitřních ratingů (základní a pokročilý), kde se rizikové váhy subjektů budou odvíjet od ratingů klientů stanovených bankami samými. Implementace tohoto přístupu je podmíněna souhlasem regulátora na základě posouzení kvalit používaného modelu.

Tržnímu riziku je věnována pouze malá část nového konceptu týkající se změn v obchodním portfoliu. Metody měření tržního rizika nejsou předmětem nové úpravy. Finanční instituce a regulátoři se budou i nadále řídit stávajícími postupy. Stále více se prosazuje trend využití vlastních modelů měření tržního rizika.

Poprvé v historii kapitálové přiměřenosti se v novém konceptu objevují výpočty kapitálových požadavků vzhledem k operačním rizikům bank. Návrh umožňuje celkem tři přístupy k měření tohoto rizika.

Dalším významným posunem konceptu kapitálové přiměřenosti je vytvoření druhého a třetího pilíře, soustřeďujících se na zkvalitnění procesů řízení rizik ve finančních institucích a standardizaci obsahu bankami zveřejňovaných informací o rizicích společnosti. Druhý pilíř (*Supervisory review*) se konkrétně zabývá kvalitativní kontrolou technik alokace kapitálu a

procesem ohodnocování rizik v bankách, jeho sladěním se standardy a stanovením rizikového profilu banky a případně individuální kapitálové přiměřenosti (limit 8 % bude však nadále považován za jakési absolutní minimum). Třetí pilíř (*Market discipline*) je věnován nástrojům k udržování tržní disciplíny všech účastníků trhu. Hlavním z nich je zvýšení transparentnosti činnosti bankovních institucí pomocí zveřejňování informací o kapitálové struktuře banky, jejích rizicích apod. Podstatou třetího pilíře je přenesení části odpovědnosti regulatorních orgánů na trh samotný.

Banky budou muset po zavedení nových pravidel více dbát na sledování svých klientů, zajištění expozic, zvýší se technická náročnost používaných postupů, vzroste úloha vnitřní kontroly a auditu a v důsledku toho i náklady finančních institucí. Růstu nákladů se nevyhnou ani banky, které si vyberou nejjednodušší metodu měření kapitálové přiměřenosti, protože se zvýší jejich kapitálový požadavek. Nejjednodušší metody jsou novým konceptem znevýhodňovány vyššími požadavky na kapitál s cílem zvýšit motivaci bank na zavádění kvalitních vnitřních modelů řízení rizik a zvyšování úrovně vnitřních kontrolních mechanismů.

Protože nový koncept počítá s individuálním přístupem k jednotlivým finančním institucím, zvýší se také nároky na odpovědnost regulátora. Aby posuzování probíhalo transparentně, budou muset být principy postupů finančního dohledu zkvalitněny a zveřejněny.

Stejným směrem jako nový koncept kapitálové přiměřenosti bank by se měla vydat i nová direktiva Evropské unie o kapitálové přiměřenosti investičních společností a úvěrových institucí. Znamenalo by to, že v rámci Evropské unie by se návrh vztahoval na všechny banky, obchodníky s cennými papíry i investiční společnosti. V současné době však není jasné, zda všechny státy EU dají tomuto konceptu svůj hlas. Termín implementace nových pravidel kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry a jejich konečnou podobu není proto v tuto chvíli jednoduché odhadnout.

Operační riziko

Z pohledu obchodníků s cennými papíry je jednou z nejdůležitějších změn nového konceptu zohlednění operačního rizika při výpočtu kapitálových požadavků. Řízení a měření tohoto rizika je poměrně novou oblastí, na kterou se v poslední době soustřeďuje pozornost všech finančních institucí i regulátorů.

Tradičně byly kapitálové požadavky stanovovány s cílem pokrýt neočekávané rizika. U operačního rizika Basilejský výbor počítá s pokrytím jak očekávaných ztrát, které jsou

současně zahrnuty do poplatků za jednotlivé služby a částečně tedy pokryty klienty, tak neočekávaných ztrát.

Dle návrhu je měření operačního rizika možné třemi způsoby, z nichž nejjednodušší metoda počítá s kalkulací kapitálového požadavku jako pevného procenta z hrubého příjmu. Při stanovení této základní metody vycházel výbor pro bankovní dohled ze vzorku relativně malého počtu bank a závěrem bylo zjištěno, že operační riziko v průměru představuje 20 % kapitálu těchto bank.

Nejjednodušší metoda je v současnosti navrhována jako 30 % z hrubého příjmu (sumy čistých příjmů z úroků plus čistých ostatních příjmů). Ve Velké Británii však byly zveřejněny studie⁷⁰ poukazující na skutečnost, že 30 % hrubého příjmu banky je v převážné většině případech větší než 20 % kapitálu, tj. že současný návrh výpočtu kapitálového požadavku vzhledem k operačnímu riziku není pro banky výhodný. Ale jak již bylo uvedeno výše jednoduché metody jsou v návrhu Basilejského výboru obecně znevýhodňovány, tak aby banky byly motivovány používat sofistikovanější metody výpočtů.

Dalšími dvěma metodami jsou následující:

- standardizovaná metoda (*standardized approach*),
- metoda vnitřních modelů (*internal measurement approach*).

U standardizované metody je kapitálový požadavek ve vztahu k operačnímu riziku stanoven na základě objemového ukazatele u každého druhu činnosti samostatně (například u poradenství se tento výpočet odvíjí od hrubého příjmu, u správ portfolií od celkovému objemu spravovaných aktiv apod.). Jednotlivé kapitálové požadavky jsou následně sníženy vynásobením stanoveným koeficientem⁷¹ (tzv. *haircuts*) a konečné výsledky sečteny.

Návrh stanovuje podmínky použití složitějších modelů, spočívající v tom, že je banka povinna prokázat:

⁷⁰ Murphy (2001)

⁷¹ V současném návrhu Basilejského výboru nejsou tyto koeficienty přesně stanoveny, je stanoveno jen určité rozpětí. Na základě analýzy dat týkajících se operačního rizika finančních institucí v dané zemi mají jednotlivé regulační orgány možnost stanovit vlastní koeficienty. Hlavním problémem stanovení přesných koeficientů je skutečnost, že současný návrh byl testován a přizpůsoben malému vzorku bankovních institucí. Pro různorodou skupinu ostatních bank a evropských investičních firem budou muset být koeficienty stanoveny na základě analýzy konkrétních dat.

- zainteresovanost a odpovědnost vedení společnosti na řízení operačního rizika,
- existenci kvalitních kontrolních mechanismů a informačních systémů používaných k řízení operačního rizika,
- stanovení kritérií pro rozdělení jednotlivých činností společnosti pro účely výpočtu kapitálového požadavku.

V případě využití metody vnitřních modelů je nezbytné prokázat:

- přesnost, konzistentnost výstupů řízení operačního rizika během několika posledních let,
- pravidelné revidování a kontrolu stávajících postupů řízení operačního rizika zajišťující jeho neustálou aktuálnost a přesnost,
- personální zabezpečení kvalitního řízení operačních rizik,
- začlenění výstupů metod měření operačního rizika do rozhodovacích procesů společnosti apod.

Zahrnutí operačního rizika do konceptu kapitálové přiměřenosti je jistě zásadním příspěvkem ke snížení celkové rizikovosti finančních institucí a zvýšení motivace bank zefektivnit vlastní metody řízení rizik. Návrh však přesto není úplně nekonfliktní.

Jedním z problémů je potenciální snížení konkurenceschopnosti evropských nebankovních institucí, v případě kdy by byl návrh basilejského výboru převzat Evropskou unií a aplikován na veškeré finanční instituce v EU v té podobě, v které byl popsán výše. Studie⁷² FSA ukazuje, že v tuto chvíli většina investičních firem, poskytujících zejména poradenství či správu portfolií, jsou nedostatečně kapitálově vybaveny a po přijetí návrhu by byly nuceny výrazně zvýšit svůj kapitál či snížit objem poskytovaných služeb. Pravděpodobně by je to velmi znevýhodnilo například vůči americkým společnostem poskytujícím téměř identické služby. Vzhledem k tomu, že většina investičních firem, jak bylo uvedeno v první kapitole, s sebou nepřináší systémové riziko (jež by mělo být hlavním důvodem k regulaci kapitálu), je toto zjištění velmi alarmující.

Asi největší znepokojení ale přináší relativně velká přesnost nastavení modelů výpočtu operačního rizika, bez možnosti obchodníků s cennými papíry přizpůsobit model svým

⁷² Murphy (2001)

konkrétním podmínkám. Přestože je operační riziko součástí finančního sektoru již od jeho počátků, řízení operačního rizika je velmi mladá oblast a většina teorií je pouze v počátcích. V tuto chvíli se proto zdá velmi předčasné pevně stanovit určitý způsob měření operačního rizika bez dalšího testování na skutečných datech daného sektoru. Návrh Basilejského výboru je založen na otestování relativně malého vzorku mezinárodně podnikajících velkých bank. V případě drobnějších společností v rámci Evropské unie, na než by se měl současný návrh taktéž vztahovat, by mělo před přijetím tohoto návrhu dojít k porovnání metod používaných samotnými společnostmi a přizpůsobení návrhu s ohledem na odlišnosti nebankovních institucí od bankovních.

Jak bylo uvedeno výše současný návrh obsahuje tři přístupy k výpočtu kapitálových požadavků vzhledem k operačnímu riziku. Všechny tyto přístupy jsou založeny na lineárním vztahu operačního rizika a objemu poskytovaných služeb. V mnoha případech lze ukázat, že tento předpoklad v praxi neplatí. Zkušenosti mezinárodně podnikajících společností ukazují, že ztráty spojené s operačním rizikem rostou mnohem pomaleji než zvyšující se objemy obchodů či jiných poskytovaných služeb. Důvodem je zejména zvyšující se příjem, jež umožňuje zkvalitnění kontrolních mechanismů, použití sofistikovanějších metod měření rizika apod.

Praxe ukazuje, že oblasti s největším operačním rizikem jsou nově zaváděné služby s relativně malým objemem a činnosti, jež nejsou hlavní oblastí zájmu dané společnosti, tj. nejsou na tuto činnost vyčleňovány prostředky na zvýšení kontrolních a řídicích mechanismů, jež napomáhají snížení operačního rizika.

Dalším problematickým bodem je možnost společností snížit operační riziko využitím outsourcingu. I samotný návrh tento způsob snížení rizika přijímá jako důvod ke snížení kapitálových požadavků. Znamenalo by to přenesení velké části rizik na společnosti stojící mimo regulatorní pravidla. Problémem by mohla být tendence využívat outsourcingu například v případě zúčtování či vypořádání obchodů. S největší pravděpodobností by došlo k vytvoření skupiny několika málo společností, které by tyto činnosti pro finanční instituce vykonávaly. V konečném důsledku by nedošlo ke snížení celkového operačního rizika, ale k jeho přenesení, a výsledkem by mohlo být zvýšení rizika systémového.

Důraz na kontrolní mechanismy a řízení finančních rizik

Z pohledu regulace obchodníků s cennými papíry se v případě přijetí nové evropské direktivy ve smyslu nového konceptu kapitálové přiměřenosti jeví nejpřínosnějším zavedení druhého a třetího pilíře. Obchodníci s cennými papíry jsou velmi různorodou skupinou společností

s rozdílným rozsahem činností a tedy i různým rozsahem rizik s danou činností souvisejících. Zavedení principu individuálního přístupu regulátora k jednotlivým obchodníkům s cennými papíry je zcela jistě pozitivním krokem k vytvoření systému regulace respektující požadavky trhu.

Současně vyšší požadavky na rozsah zveřejňovaných informací přenáší část odpovědnosti regulátora na trh samotný a umožňují třetí straně kontrolu regulatorních postupů uplatňovaných v rámci druhého pilíře. Lze konstatovat, že druhý pilíř by bez existence třetího pilíře ztratil svůj smysl. Zavedení nového konceptu se proto zdá velmi problematické v zemích s rozvíjejícím se kapitálovým trhem, nedostatečnou tržní disciplínou a finanční regulací.

V těchto zemích bude nutné v rámci regulace finančních trhů investovat nemalé částky do lidských zdrojů. Regulatorní orgány budou nuceny získat odborně zdatné zaměstnance, jež by byli schopni se podílet na ohodnocování procesů alokace kapitálu finančních institucí a vyhodnocování celkového rizikového profilu jednotlivých obchodníků s cennými papíry. Podstatou nového konceptu kapitálové přiměřenosti je zásadní posun přístupu k regulaci finančních trhů od regulace založené na sledování dodržování stanovených pravidel k regulaci založené na hodnocení procesů ve společnosti.

Zavedení a dodržování kontrolních mechanismů ve finanční instituci a zefektivnění řízení rizik je mnohem důležitější než pouhé sledování stanovených ukazatelů a limitů, které je společnost povinna dodržovat. Tímto způsobem lze předejít mnohým pochybením finančních institucí, jež v důsledku vedou k poškození klientů a jež lze i v případě sledování kapitálové přiměřenosti nezaznamenat.

Schopnost regulatorního orgánu dozorovat chování společnosti a motivovat finanční instituce k zavedení vnitřních kontrolních a řídicích mechanismů je v dnešní době klíčovým problémem finanční regulace, a to nejen v zemích s rozvíjejícím se kapitálovým trhem. V době rychlého rozvoje nových finančních instrumentů a nových technik měření finančních rizik může regulatorní orgán jen těžko konkurovat trhu při vývoji nových metod řízení těchto rizik. Jak bylo uvedeno výše, regulace finančních trhů je jen velmi málo flexibilní a přizpůsobivá novým tržním podmínkám.

ZÁVĚR

Řada empirických studií prokázala velkou závislost efektivitu kapitálového trhu na kvalitní právní úpravě regulace poskytovatelů služeb a současně ochrany investorů a klientů finančních institucí. Kapitálová přiměřenost patří dnes již k standardnímu způsobu regulace finančních institucí ve většině vyspělých zemích světa, a proto snaha zavést regulaci kapitálu obchodníků i v České republice se jeví jako velmi přínosná. Hlavním přínosem však asi bude spíše zavedení standardních metod řízení finančních rizik těchto společností, jež úzce se zavedením konceptu kapitálové přiměřenosti souvisí, než schopnost nového předpisu poskytnout regulátorovi ukazatel s velkou vypovídací hodnotou a schopností indikovat konkrétní finanční problémy obchodníků s cennými papíry.

Nezbytné je proto zhodnotit závažnost následků úpadku obchodníka s cennými papíry a vzít v úvahu zvýšené náklady společností na zavedení systémů určených ke sledování kapitálové přiměřenosti a taktéž zvýšené náklady v případě nutnosti uvést jejich kapitál do souladu s novými pravidly a udržovat kapitál v dané výši. Obecným zdůvodněním regulace kapitálu je minimalizace úpadku finančních institucí a s ním souvisejícího systémového rizika, jež bylo tradičně spojováno pouze s bankami. U obchodníků je systémové riziko obecně méně viditelné a u některých společností neexistuje vůbec.

Závěrem je možné konstatovat, že důvody k regulaci kapitálu obchodníků s cennými papíry jsou z velké míry politické - snaha bankovních institucí sjednotit konkurenční podmínky finančních institucí, protože tradiční činnosti obchodníků s cennými papíry a bank v poslední době začínají prolínat a jejich pole působnosti překrývat. Nejpatrnější je tato tendence v oblastech s univerzálním bankovníctvím, tj. zejména v Evropě.

Regulace obchodníků by měla být zaměřena zejména na ochranu klientů pomocí vyžadování stanovených standardů poskytovaných služeb, pravidel chování a zásad obezřetného jednání obchodníka vůči svým klientům. Pokud jsou obchodníkem dodržovány veškeré právní a vnitřní předpisy, nemělo by v případě úpadku obchodníka s cennými papíry dojít k poškození klientů. U obchodníků jež nejsou součástí finanční skupiny, v níž je zastoupen i bankovní subjekt, není regulace kapitálu zcela nezbytná.

V současné době rychlého rozvoje nových finančních instrumentů a nových technik měření finančních rizik, kdy regulatorní orgán může jen těžko konkurovat trhu při vývoji nových

metod řízení těchto rizik, je klíčová schopnost regulatorního orgánu dozorovat chování společnosti a motivovat finanční instituce k zavádění a dodržování kontrolních mechanismů společnosti a efektivních systémů řízení rizik. Posun od regulace založené na sledování dodržování určitých pravidel k regulaci založené na hodnocení procesů ve společnosti je podstatou nového konceptu kapitálové přiměřenosti. Konkrétně v případě obchodníků s cennými papíry se tento přístup zdá vhodnějším, než pouhé sledování stanovených ukazatelů. S největší pravděpodobností je možné tímto způsobem předejít mnohým pochybením finančních institucí, jež v důsledku vedou k poškození klientů a jež lze i v případě sledování kapitálové přiměřenosti nezaznamenat.

REFERENCE

- Alexander, C., 2001 *Mastering Risk*, Volume 2: Applications, Financial Times
- Basel Committee on Banking Supervision (BIS), 1988 *The Capital Accord*, <http://www.bis.org>
- Basel Committee on Banking Supervision (BIS), 1996 *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risk*, <http://www.bis.org>
- Basel Committee on Banking Supervision (BIS), 2001a *Risk Management Practices and Regulatory Capital*, Cross-Sectoral Comparison, November 2001, <http://www.bis.org>
- Basel Committee on Banking Supervision (BIS), 2001b *The New Basel Accord*, <http://www.bis.org>
- Benston, G. J., 1998 *Regulating Financial Market: A Critique and Some Proposals*, Hobart Paper 135, The Institute of Economic Affairs, www.iea.org.uk
- Beston, G. J., Kaufman, G., 1995 *Is the Banking and Payment System Fragile?*, Journal of Financial Services Research 9
- Berger, A. N., Herring, R. J., Szegö, G. P., 1995 *The Role of Capital in Financial Institutions*, Journal of Banking & Finance 19 (1995) 393-430
- Berger, A. N., Udell, G. D., 1993 Did risk-based capital allocate bank credit and caused a credit crunch in the U.S.?, Journal of Banking and Finance 15, 825-846
- Bris, A., Cantale, S., 1998 Bank Capital Requirements and Managerial Self-Interest, <http://www.ssrn.com>
- Crouhy, M., Galai G., Mark R., 2001 *Risk Management*, McGrawHill
- The Economist, 2001 *The Basel Perplex*, November 10th 2001
- Diamond, D. V., Dybvig, P., 1983 *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, Journal of Political Economy
- Dimson, E., Marsh, P., 1994 *Capital Requirement for Securities Firms*, Journal of Finance 50(3), 821-51

- George, E. A. J., 1996 *Some thoughts on Financial Regulation*, Bank of England Quarterly Bulletin, May 213-15
- George, E. A. J., 1997 *Financial Regulation: Why, How and by Whom?*, Bank of England Quarterly Bulletin, February 107-112
- George, E. A. J., 1997 *Are Banks Still Special?*, Bank of England Quarterly Bulletin, February 113-118
- Goodhart, C. A. E., Hartmann, P., Llewellyn, D. T., Rojas-Suarez, L. and Weisbrod, S. R., 1998 *Financial Regulation: Why, How and Where?*, Bank of England
- Hancock, D., Laing, A. J., Wilcox, J. A., 1995 *Bank capital shocks: Dynamic effects on securities, loans and capital*, Journal of Banking and Finance 19, 661-677
- IOSCO, 1989 *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, A Report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commission, <http://www.iosco.org>
- IOSCO, 1990 *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*, A Report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commission, <http://www.iosco.org>
- IOSCO, 1998 *Risk Management and Control Guidance For Securities Firms and their Supervisors*, A Report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commission, <http://www.iosco.org>
- Jackson, H. E., 1999 *Regulation in a Multi-Sectored Financial Services Industry: An Exploratory Essay*, <http://www.ssrn.com>
- Jensen, M., Meckling, W., 1976 *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3, 305-360
- Jílek, J., 2000 *Finanční rizika*, GRADA Publishing
- Kane, E. J., 1997 *Ethical Foundations of Financial Regulation*, NBER Working paper series 6020, <http://www.ssrn.com>
- Karacadag, C., Taylor, W. M., 2000 *The New Capital Adequacy Framework*, SUERF Studies No. 8
- King, R., Levine, R., 1993 *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*, Quarterly Journal of Economics 108, 717-38

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1999 *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*, NBER Working Paper Series 7428, <http://www.nber.org/papers/w7428>

Llewellyn, D. T., 1999 *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA Occasional Paper, April 1999

Markowitz, H., 1952 *Portfolio Selection*, Journal of Finance, 7, 77-91

Mayer, C., 1993 *The Regulation of Financial Services: Lessons from the UK*, European Banking in the 1990s, Oxford

Miller, M., Modigliani, F., 1958 *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*, American Economic Review (June) 261-297

Myer, S. C., Majluf, N. C. 1984 *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics 13, 187-221

Oatley, T., 2001 *The Dilemmas of International Financial Regulation*, 2001 Regulation Volume 23, No. 4

Pilbeam, K., 1998 *Finance & Financial Markets*, MacMillan Business

Posner, R. A., 1974 *Theories of Economic Regulation*, NBER Working Paper Series 41, <http://www.ssrn.com>

Richardson, J., Stephenson, M., 2000 *Some Aspect of Regulatory Capital*, FSA Occasional Paper, March 2000

Rojas-Suarez, L., 2002 *Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?*, Institute for International Economics Working Paper No. 01-10, <http://papers.ssrn.com>

Wagster, J. D., 1996 *Impact of the 1988 Basel Accords on International Banks*, Journal of Finance, vol. 51, n. 4, 1321-1346

Wagster, J. D., 1999 *The Basle Accord of 1988 and the International Credit Crunch of 1989–1992*, Journal of Financial Services Research, March 1999, Volume 15, Number 2, pp. 123-143

Předpisy

Council directive 93/22/EEC of 10 May 1993 *on Investment Services in the Securities Field*, Official Journal of the European Communities No. L 141 of 11 June 1993, p. 27

Council directive 93/6/EEC of 15 March 1993 *on Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions*, Official Journal of the European Communities No. L 141 of 11 June 1993, pp. 1-26

Directive 98/31/EC of the European Parliament and of the Council of 22 June 1998 *amending Council directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions*, Official Journal of the European Communities No. L 204 of 21 July 1998, pp. 13-25

Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada, 1999 *Supervisory Framework*

Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada, 2001 *Guideline: Capital Adequacy Requirements*

Opatření České národní banky č. 3 ze dne 28. června 1999, o kapitálové přiměřenosti bank zahrnující úvěrové a tržní riziko

Securities and Exchange Commission Release, 1997 No. 34-38248; File No. S7-7-94 *Net Capital Rule*

Zákon č. 591/1992 Sb., *o cenných papírech*, ve znění pozdějších předpisů