

1. FINANČNÍ TRH

Pro účely této publikace bude pracováno s termínem finanční trh, nikoliv v množném čísle finanční trhy, a to z toho důvodu, že se nedomnívám, že by existovalo více finančních trhů, ale je jen jeden mezinárodní, globalizovaný finanční trh v rámci kterého se vyskytují různé národní finanční trhy. Je tomu tak zejména proto, že globalizace smazává v oblasti financí hranice nejen mezi jednotlivými státy, ale také mezi jednotlivými finančními instrumenty poskytovanými na finančním trhu. To vše platí i při vědomí toho, že samozřejmě jednotný, kompletně propojený finanční trh není realitou, avšak provázanost a mezinárodní vazby v této oblasti jsou silné a umožňují tvrzení o existenci finančního trhu.

Na finanční trh se lze dívat jednak z pohledu ekonomického a také jej podle toho definovat, anebo z pohledu právního. Právní vymezení finančního trhu však pravděpodobně nebude nikdy úplně přesné, neboť právo obecně upravuje společenské vztahy a nevymezuje společenské systémy. V tomto případě takové systémy, které se realizují při jisté cirkulaci volných finančních prostředků od těch subjektů, které jich mají přebytek k těm, které jich mají nedostatek. Lze také konstatovat, že právně vzato je **finanční trh determinován okruhem právních norem upravujících ekonomicko-právní vztahy obdobných subjektů, které poskytují obdobné finanční služby.**

Pokud však chceme určit, jak peněžní prostředky na finančním trhu cirkulují a jaké vztahy tím vznikají, je třeba využít ekonomie. Samotné právo, jakožto etablovaný společenský systém v souvislosti s finančním trhem, relativně přesně vymezuje, resp. upravuje interakce mezi subjekty finančního trhu, jakožto segmentu ekonomiky. Samotná regulace finanční trh vymezuje, avšak jen částečně. Kotáb⁴ definuje finanční trh jako systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky. Finanční trh umožňuje redistribuci dostupných peněžních zdrojů na dobrovolném smluvním principu.

Takovéto vymezení je spíše abstraktní, není ani úplně striktně právní a neposkytuje přesnou definici samotného finančního trhu. Pokud se však podíváme na finanční trh jako na oblast ekonomiky nebo ekonomického systému, pak lze pravděpodobně najít vymezení přesnější. Rejnuš⁵ definuje finanční trh pomocí jeho členění na peněžní trh, kapitálový trh, trh s cizími měnami a trh drahých kovů. Jedná se

⁴ KOTÁB, P., KARFÍKOVÁ, M., VONDRÁČKOVÁ, P. Základní finančněprávní instituty. In BAKEŠ, M. et al. *Finanční právo*, 6. upravené vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 102.

⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, 4. vyd., Praha: GRADA 2014, s. 61.

o definici a členění dle základních druhů finančních investičních instrumentů, avšak ani takové vymezení není přesné, neboť nepostihuje celou škálu interakcí subjektů ještě předtím, než na samotný trh vstoupí, např. tím, že investují. Členění a dělení finančního trhu je samozřejmě možné podle různých kritérií a bude provedeno dále v textu, avšak nikdy neposkytuje nejpřesnější obraz toho, co ve skutečnosti finanční trh je.

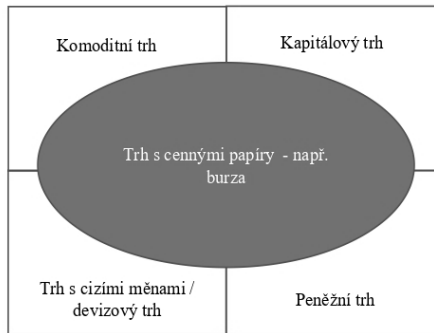
Podle mého názoru nelze úplně přesně finanční trh definovat, a to už jen s odkazem na skutečnost, že se vlastně definice finančního trhu neustále vyvíjí a rozšiřuje, neboť jsou stále nové a další oblasti, které do finančního trhu spadají či zasahují. Lze se však pokusit o nalezení definice, která bude co nejbližší přesné, avšak stále přehledné specifikaci finančního trhu. Pro tento účel je velmi vhodné rozvést a rozšířit právě to, co bylo už zmíněno výše, že finanční trh je místo, kde dochází k cirkulaci volných finančních prostředků, o ekonomický pohled, jak tyto prostředky cirkulují, resp. odkud kam a prostřednictvím koho. Pokud bychom zůstali jen u tohoto obecného, relativně abstraktního vymezení cirkulace financí od přebytkových subjektů k těm nedostatkovým, nedostaneme odpověď na otázku, které subjekty se v této cirkulaci vyskytují a kde přesně k takové cirkulaci dochází. Současně lze pak také dospět k závěru, že k takové cirkulaci dochází jen na nějakém trhu spojeném s investováním. To je sice pravda, ale jen částečně, protože finanční cirkulace se odehrává ani nemůže odehrávat pouze na investičním trhu, ale je třeba si uvědomit, že zde hrají významnou roli zprostředkovatelé, kteří mohou být ti finální investoři, avšak s cizími finančními prostředky. Takovými zprostředkovateli jsou nejčastěji banky, přestože však vztah mezi vkladatelem a bankou nelze primárně považovat za investiční, lze jej vnímat jako počátek cirkulace volných finančních prostředků, které banka následně dále využívá a posílá je v rámci ekonomické cirkulace jinam, aniž by to svému klientovi musela ve většině případů sdělovat. Pak je zde samozřejmě i ta druhá strana oné finanční cirkulace, a to je poptávka subjektů, které mají finančních prostředků nedostatek a ty samozřejmě poskytují jisté protiplnění.

V této souvislosti **můžeme vymezit finanční trh v užším smyslu a v širším smyslu**, kdy to užší vymezení by nejlépe vymezovalo členění finančního trhu dle Rejnuše⁶ výše, avšak nereflktuje subjekty vstupující na finanční trh, ale pouze finanční trh jako místo, kde různé subjekty investují své volné finanční prostředky a jiné subjekty právě tyto prostředky poptávají. V širším pojetí, a podle mého názoru nejpřesnějším pojetí finančního trhu, **lze finanční trh vymezit právě kombinací ekonomického a právního pohledu. Z ekonomického pohledu jde o cirkulaci finančních prostředků v ekonomickém systému a z právního pohledu se jedná o společenské vztahy odehrávající se v rámci cirkulace financí v ekonomickém systému.** Nejlépe a nejpřehledněji lze definovat finanční trh graficky na následujících schématech.

⁶ Peněžní trh, kapitálový trh, trh s cizími měnami a trh drahých kovů.

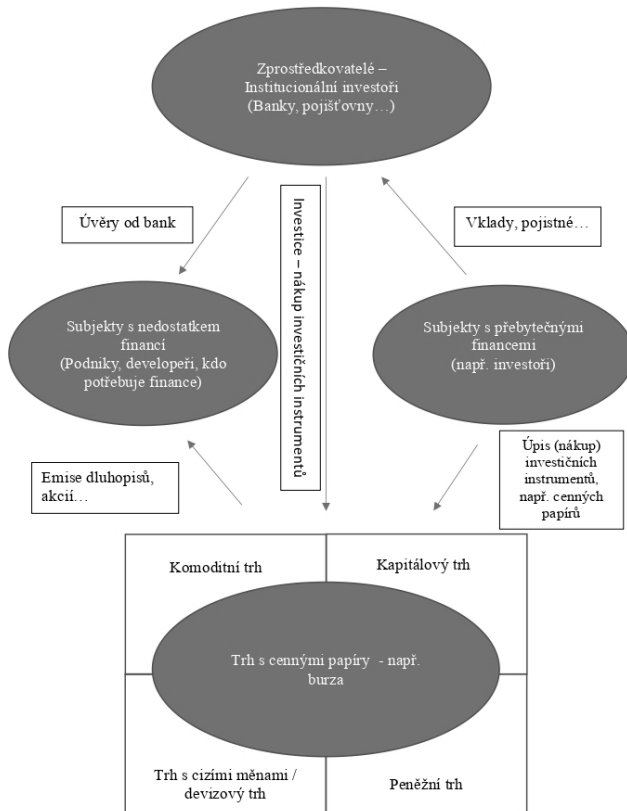
⁷ V rámci této publikace je použit pojem „cirkulace finančních prostředků“ pro vyjádření toku finančních prostředků od subjektů s jejich přebytkem k těm, kteří jich mají nedostatek, a to včetně vztahů spojených s finančním zprostředkováním realizovaným na finančním trhu.

Obr. č. 1: Finanční trh v užším smyslu – základní členění dle finančních instrumentů



Zdroj: Vlastní zpracování

Obr. č. 2: Finanční trh v širším smyslu



Zdroj: HUSTÁK, Z., vlastní zpracování⁸

⁸ Na základě soukromých konzultací s HUSTÁK, Zdeněk.

Je jednoznačné, že vymezení finančního trhu v širším smyslu poskytuje reálný a celkový obrázek toho, co to vlastně finanční trh je a jak zhruba ona cirkulace volných finančních prostředků probíhá. Vymezení prostřednictvím finančního trhu v užším smyslu nám nedodá kompletní přehled vztahů, které vznikají ještě před samotným vstupem – investicí na jednom ze segmentů finančního trhu, a tím pádem nepokryjeme kompletní cirkulaci volných finančních prostředků.

Na první pohled se může zdát, že vztahy mezi bankou a vkladateli nemají ani nemůžou mít nic společného s finančním trhem, stejně tak jako vztahy mezi bankou a příjemci úvěrů od banky. To ale není správný úhel pohledu. Pokud bychom nezahrnovali do finančního trhu bankovní služby, tedy vztahy mezi bankou a jejími klienty, a oddělovali regulačně a dohledově tyto služby od investičních aktivit banky, ohrozíme tím stabilitu bankovního sektoru.⁹ Z logiky věci je nejprve nutné dostatečně upravit způsob, jak se finanční prostředky do banky dostávají, aby s nimi mohlo být následně dále nakládáno. Není možné štěpit regulaci a dohled jedné entity (banky) na různé segmenty její činnosti, zejména když se jedná z pohledu ekonomického systému o nejdůležitějšího finančního zprostředkovatele. Takového štěpení dosáhneme právě v případě, že nezařadíme komplexní bankovní činnost do finančního trhu. To by vedlo k rozdílnému přístupu zákonodárce a regulátora k bankovním činnostem. Rozhodně platí premisa, že **finanční trh, jakožto zásadní oblast ekonomického systému, je třeba precizně regulovat**. Pokud by na vztahy mezi klienty a bankou nebyl kladen takový důraz, neboť by nebyly součástí finančního trhu, tak by nastala jistá dvoukolejnost v regulaci a dohledu v rámci jedné entity, a to je zcela jistě systémově nežádoucí. Navíc to ani není technicky možné. A ještě jako další a možná hlavní důvod je ten, že prostřednictvím těchto vztahů se dostávají peněžní prostředky do banky a bez nich žádná další regulace není nutná, neboť nejsou jen základním stavebním kamenem tvorby kapitálu bank, ale i základním pilířem celého ekonomického systému. To stejné samozřejmě platí pro další finanční zprostředkovatele – poskytovatele finančních služeb, jako jsou například pojišťovny.

Proč je však definice finančního trhu důležitá? Zejména proto, že nám poskytne jistý rozsah společenských vztahů, které jsou právem regulovány jako vztahy tvořící finanční trh. Právní úpravu těchto vztahů poté můžeme nazývat právem finančního trhu. Dále také přesně určení toho, čím je finanční trh, poskytuje základ a následně i vodítko pro komplexní nastavení stabilizačních prvků jako jsou regulace a dohled na finančním trhu. Jen pokud víme, jaké se odehrávají společenské vztahy v určité oblasti a jaký je jejich charakter, můžeme si následně odpovědět na otázku, co přesně potřebujeme regulovat a nad čím je třeba dohlížet, a hlavně jakými způsoby. Toto je důvod pro co nejpřesnější definici a pochopení finančního trhu jako takového.

⁹ Tím však není dotčena povinnost tvorby „čínských zdí“ na oddělení útvarů úvěrových a investičních obchodů v bankách, což bylo zakotveno již historicky prvotně ve Spojených státech amerických v podobě Glass-Steagal Act (oficiálně The Banking Act of 1933) v reakci na velkou hospodářskou krizi.

Kromě finančního trhu je v odborné literatuře využíván termín obsahově a významově velmi podobný, a to je **finanční systém** a s tím související **právo finančního systému**. V rámci práva EU se tento pojem začal objevovat v kontextu stability finančního systému.¹⁰

Finanční systém je obsahově širší pojem oproti pojmu finanční trh, přestože mohou být používány tyto termíny jako synonyma.

Finanční systém lze definovat jako:¹¹

- souhrn všech trhů (peněžního, kapitálového, devizového a derivátového),
- souhrn všech subjektů poskytujících finanční služby na uvedených trzích, které vytvářejí infrastrukturu umožňující vznik, změnu a zánik právních vztahů, jejichž předmětem je nakládání s finančními fondy,
- problematiku měny a péči o ni (výkon monetární politiky).

Finanční systém je následně dotvářený orgány regulace a dohledu (všeobecnou právní regulací anebo individuální rozhodovací činností).

Hlavním rozdílem finančního systému oproti finančnímu trhu je zařazení měnového práva v rámci finančního systému, což víceméně „kopíruje“ definici nefiskální části finančního práva v rámci které je právo finančního trhu významnou oblastí. O systematickém zařazení je pojednáno níže. Z výše uvedeného mimo jiné vyplývá i konstatování, že obecně nelze zaměňovat pojem finanční systém s finančním trhem.

Je zajímavé zamyslet se nad vztahem stabilita finančního systému – stabilita finančního trhu – stabilita bankovního systému.

Bankovní systém lze definovat jako soustavu institucí, které poskytují bankovní služby. V ČR je tvořen centrální bankou a komerčními bankami a mluvíme proto o dvoustupňovém bankovním systému. **Bankovní systém** zahrnuje vztahy mezi bankami navzájem, dále vztahy mezi ČNB a jednotlivými bankami. Součástí bankovního systému mohou být ale také vztahy mezi bankami a třetími subjekty, kdy banka funguje jako finanční zprostředkovatel.

Je jednoznačné, že stabilita finančního trhu je jedním ze základních předpokladů pro stabilitu finančního systému, jakožto širšího pojmu. Měnové právo a problematika s tím spojená je ale natolik zásadní a komplexní, že nelze hovořit o tom, že pro stabilitu finančního systému je hlavním předpokladem stabilita finančního trhu, nicméně je předpokladem velmi podstatným. Dominantním sektorem na finančním trhu je jednoznačně bankovní systém, který je oproti ostatním oblastem finančního trhu natolik zásadní, že je tento termín samostatně užíván. V tomto případě je stabilita bankovního systému určujícím kritériem pro stabilitu finančního trhu. Lze konstatovat, že stabilita finančního trhu je zásadně determinována stabilním bankovním systémem.

¹⁰ ČUNDERLÍK, L. *Právo finančního trhu*. Bratislava, Wolters Kluwer, Univerzita Komenského v Bratislave 2017. s. 18.

¹¹ Podle KOHAJDA, M. Právo finančního systému jako podobor finančního práva? In *Daně a finance*. 2016, Supplementum, s. 37–38.

Vztah těchto tří systémů je vztahem velmi úzkým a provázaným a ve výsledku tvoří vzájemné podmnožiny, kdy nejobecnějším pojmem je finanční systém.

1.1 Základní vymezení práva finančního trhu v systému práva

Právní odvětví a výčet oblastí, které pod ně spadají je a vždy bude do jisté míry rozdílné v různých zemích, a proto bude tato systematika rozebírána v rámci českého právního prostoru. Právo finančního trhu není obecně přijímáno jako samostatné odvětví, přestože zejména v anglo-americkém právním prostředí jisté známky samostatnosti jsou evidovány, nejčastěji ve spojení s právem kapitálového trhu. Nicméně otázka samostatnosti není zásadní a pro determinaci práva finančního trhu podstatná.

1.1.1 Právo finančního trhu jako právo veřejné

Právo finančního trhu je víceméně právem veřejným vzhledem k důležitosti finančního trhu pro ekonomický systém, neboť veřejný zájem na úpravě tohoto odvětví je silný. S tím je spojena existence většinově kogentní právní úpravy. Na druhou stranu soukromoprávní prvky a vztahy v oblasti finančního trhu jsou, přestože se nějak vztahují k veřejnému zájmu. Jsou součástí celého systému finančního trhu, protože minimálně část právní regulace finančního trhu směřuje k ochraně soukromoprávních vztahů a k zajištění jejich bezporuchového průběhu. Pak tedy veřejnoprávní prvky finančního trhu (jako je dohled, ochrana investorů, ochrana před manipulací trhem) mají ochrannou funkci vůči těmto soukromoprávním vztahům. V této souvislosti je tak třeba poukázat na Knappův skepticismus¹² ve vztahu k rozlišování veřejného a soukromého práva, který právě ochranné působení veřejného práva na soukromoprávní vztahy na finančním trhu potvrzuje.

V tomto kontextu je zcela jistě relevantní položit si otázku, zda má soukromoprávní sektor nějaký zásadní význam v celém systému finančního trhu a pokud ano, tak jak ovlivňuje veřejnoprávní regulaci v této oblasti. V oblasti finančního trhu se setkávají a prolínají prvky veřejného i soukromého práva, vzájemně se ovlivňují a doplňují a je tomu tak jistě proto, že samostatně nebo odděleně nemohou upravovat velmi komplexní vztahy na finančním trhu vznikající a realizující se. Taková oddělená právní úprava v oblasti finančního trhu by nemohla fungovat efektivně, protože by bez pochyb vznikaly mezery v právu, které by velmi složitě

¹² Knapp je velmi skeptický k významu rozlišování soukromého a veřejného práva a dívá se skepticky i na třídění práva do jednotlivých právních odvětví. Srov. KNAPP, V. *Teorie práva*. C. H. Beck. Praha 1995, s. 68 a násl.

musel vyplňovat dohledový orgán například pomocí soft law instrumentů anebo také judikatura. Ony mezery v právu existují i tak, ale v momentě, kdy se soukromé a veřejné právo prolíná a překrývá a dochází k významné a kontinuální interakci, je jejich výskyt omezen na akceptovatelné minimum. Odpovědět na otázku, jaký mají soukromoprávní prvky význam ve vztahu k veřejnoprávní regulaci, je pak nasnadě. Je to právě potřeba cirkulace finančních prostředků v ekonomice, kterou mimo jiné zajišťují soukromé subjekty v rámci soukromoprávních vztahů na finančním trhu. Tuto cirkulaci finančních prostředků, tj. jednu ze základních funkcí finančního trhu, potažmo ekonomiky, je třeba veřejnoprávní regulací ochraňovat. Stejně tak je třeba ochraňovat jednotlivé slabší účastníky těchto vztahů v podobě ochrany spotřebitele, ochrany před manipulací na finančním trhu a dalšími negativními jevy. Lze do jisté míry zobecnit, že veřejnoprávní regulace přichází až poté, kdy už jsou soukromoprávní vztahy realizovány.

1.1.2 Právní normy a právní vztahy finančního trhu

Právní normy veřejného práva jsou převážně kogentní. Jedná se o veřejnoprávní oblast, která i v případě institutů teoreticky soukromoprávních, přisuzuje takovým institutům charakter a význam veřejnoprávní nebo využívá veřejnoprávních regulačních postupů, aby naplnila funkce, které se od regulace očekávají, v tomto případě ochrana slabší smluvní strany.

Soukromoprávní vztahy na finančním trhu tedy jednoznačně existují a jsou významné, avšak stejně tak významná a nutná je ingerence veřejného práva do těchto vztahů i do prostředí ve kterém se realizují. Bez veřejnoprávní ingerence do soukromoprávních vztahů zejména u bank a pojišťoven by docházelo ke zneužívání jejich postavení, profesionálního zázemí a celkové převahy v těchto vztazích. Jejich primární právní zakotvení je v oblasti, kterou můžeme nazvat sektorem finančního podnikání. Ten je natolik významný pro celou ekonomiku právě proto, že pomáhá významně zajišťovat cirkulaci finančních prostředků v ekonomice nebo v případě pojištění také jistou ochranu vlastnictví. Podnikání v těchto oblastech dosáhlo takového významu pro celou ekonomiku, že je veřejným zájmem velmi precizně chránit a podporovat stabilitu tohoto podnikatelského prostředí. Sice se stále jedná o podnikání a realizaci soukromých zájmů, ale ty jsou v tomto případě do jisté míry „povýšeny“ na veřejnoprávní úroveň v tom smyslu, že jejich existence musí být veřejnoprávními prostředky zajištěna, tj. podporována a chráněna. Je to zajímavá situace, kdy se tomuto podnikatelskému prostředí poskytuje specifická podpora a ochrana právě proto, že podnikání v tomto odvětví zajišťuje ekonomický veřejný zájem. Samotná ochrana se na jedné straně projevuje přísnými podmínkami vstupu do odvětví, ale také přísnými podmínkami výkonu podnikání s dohledem nad tímto podnikáním. To podnikatelskou volnost jednotlivých subjektů ale spíše omezuje, přestože prostředí samotné to chrání. Na druhou stranu ochrana poskytuje veřejnoprávní regulační a dohledovou podporu

fungování finančního trhu¹³ s garantovanými unikátními a lukrativními podnikatelskými možnostmi, které jiné ekonomicky aktivní subjekty nemají (přijímání vkladů, poskytování úvěrů, pojištění atp.).

Na základě výše uvedeného lze shrnout, že právo finančního trhu je právem víceméně veřejným. Význam rozlišení, jestli veřejné nebo soukromé právo, není pro právo finančního trhu až tak významné, resp. neposkytuje mnoho specifických informací o této oblasti.

Zájem státu v tomto případě je zajistit nejen postavení jednotlivých účastníků finančního trhu, ale zejména zajistit řádné fungování ekonomického systému. Ekonomický systém je tedy třeba udržet stabilní, avšak nikoli ve smyslu „stagnace“, ale ve smyslu stability jisté úrovně ekonomické prosperity, nejlépe v podobě ekonomického růstu. Zájem státu je v tomto případě zájmem veřejným a jeho činnost spočívá ve veřejné finanční činnosti směřující k zajištění výše specifikovaných aktivit a cílů, tj. zejména zajištění stability finančního trhu, ochrany spotřebitelů nebo rovné postavení všech subjektů na trhu působících.

1.1.3 Prameny práva finančního trhu

Zkoumání pramenů práva tvoří základ vědeckého poznání jakéhokoliv právního odvětví anebo institutů práva. Prostřednictvím pramenů lze poznat jednotlivé normativní zdroje práva a ty nám zprostředkují možnost dozvědět se odkud se dané právní odvětví nebo instituty berou, co jim dává aktuální podobu a právní sílu. Specifikum pramenů práva napomáhá poznání konkrétní právní úpravy a poskytuje dostatečné informace o dané oblasti, a také možnosti jednotlivých subjektů realizujících se v dané výšce práva. **Zásadním prvkem a velkým specifikem je role soft law ve finančním trhu**, která je velmi významná. Prameny práva lze dělit podle právní povahy na právní předpisy, instrumenty soft law jako jsou doporučení, standardy atp., a dále pak je to judikatura soudů a rozhodování dohledových orgánů, která napomáhá právo dotvářet.

Níže je uveden přehled pramenů práva a podotýkám, že z daného přehledu a rozsahu soft law instrumentů je evidentní jejich vliv a význam na finančním trhu. Podle mého názoru, právě soft law vztahující se k finančnímu trhu je velkou oporou finanční stability a to proto, že pomáhá operativně a efektivně právní normy v této oblasti doplňovat. Inovace jsou na finančním trhu velmi rychlé, a proto je mnohdy třeba reagovat regulačně rychle, což standardní zákonodárny proces přijímání právních norem spíše neumožňuje. Pak tu máme ještě judikaturu a ta je takovým instrumentem, který pomáhá vyplňovat mezery v právu, nejasnosti při aplikaci a interpretaci právních norem, ale také v případě soft law instrumentů.

¹³ Regulační a dohledová podpora je v tomto smyslu myšlena nikoliv tak, že by se tvořila regulace a vykonával dohled vyloženě ku prospěchu a na míru jednotlivým subjektům, ale spíše, že existuje jistá regulační a dohledová pružnost v reakci na potřebné změny v tomto prostředí.