



Český model  
amerického kongresu

---

# The U.S. Securities and Exchange Commision

Zpráva Výzkumné služby Kongresu

---

Adam Štorek



UNIVERZITA  
KARLOVA





## Úvod

*The U.S. Securities and Exchange Commission* (Komise pro obchod s cennými papíry a valutami) je nezávislá agentura Federální vlády Spojených států amerických. Jejím posláním je (1) ochrana investorů; (2) udržení spravedlivých, spořádaných a efektivních trhů s cennými papíry a valutami; (3) celkové usnadnění tvorby finančního majetku. Role SEC jako hlavního výkonného orgánu pro trh s cennými papíry a valutami roste, neboť čím dál více investorů právě na tyto trhy vstupuje.

Zodpovědný přístup k regulaci jakéhokoliv tržního odvětví je klíčem k udržitelnému ekonomickému růstu. V tomto případě je však zejména klíčová provázanost finančních trhů a celé americké ekonomiky: téměř jednu pětinu amerického HDP tvoří dohromady finanční průmysl, trhy s nemovitostmi a s nimi spojenými pronájmy. Právě americká hypoteční krize, kterou způsobila především deregulace finančních a úvěrových derivátů a nekalé obchodní praktiky bank, odstartovala celosvětovou finanční krizi v letech 2007–2008. Tyto účelně neprůhledné hypoteční produkty, mezi něž patří například nechvalně známá zajištěná dluhová obligace (CDO – *collateralized debt obligation*), banky použily k nalákání investorů na produkt se zdánlivě vysokým možným ziskem a nízkým rizikem. Zajištěná dluhová obligace, tedy komplexní portfolio tisíce různých hypoték, měla být natolik diverzifikovaná, aby se v případě insolvence některého z dlužníků minimalizovalo riziko pro investora.

Zde si již lze povšimnout jasných známek takzvané informační asymetrie, tedy stavu, kdy investor/kupec/zákazník apod. neví, co přesně kupuje a jakou má tento produkt skutečnou hodnotu. Dalo by se říci, že si investor kupuje „zajíce v pytli“. Samozřejmě téměř nikdy si ve skutečnosti nemůže být zákazník vědom skutečného stavu produktu: za jak dlouho přesně se porouchá motor v tomto autě? Nestane se náhodou, že by v některém z kupovaných jablek byl červ? V těchto případech je zákazník do jisté míry ochráněn, jelikož existuje státem určená minimální povinná záruka nebo stanovení minimální doby trvanlivosti. Tím pádem má zákazník, v případě zjištění skryté informace o produktu, možnost chybu napravit.

Právě na tomto příkladu si lze ukázat, že je důležité, aby existovala agentura, která dbá na dodržování pravidel ze strany emitentů cenných papírů; ohled je brán především na zveřejňování potřebných informací pro investory, aby se tak mohli lépe rozhodnout, zda do konkrétního produktu investovat. Zákony a nařízení Spojených států v oblasti finančního průmyslu vycházejí z prostého konceptu: každý investor by měl mít přístup ke zdroji základních informací o produktu, do kterého se rozhodne investovat. Jedině tak může investor zdravě uvážit, zda koupit, prodat, či držet nějaké aktivum.

Do kompetence SEC spadá především dozor nad všemi členy trhu s cennými papíry: od burz, přes makléře, prodejce, investiční poradce, až po podílové fondy. SEC se soustředí především na kontrolu uveřejnění všech důležitých informací týkajících se obchodovaných produktů: u akciových (obchodovaných) firem jsou to například čtvrtletní a výroční zprávy týkající se chodu firmy, výkonu na trhu, budoucích projektů apod. Dále je povinností SEC



ochránit investory před podvody a nekalými obchodními praktikami. SEC meziročně prošetřuje a stíhá stovky jednotlivců a společností podezřelých z porušení finančních regulací. Typickými prohřešky jsou obchodování zasvěcených osob, podvody v účetnictví či poskytování lživých nebo zavádějících informací.

Hlavním pilířem pro zahájení vyšetřování nezákonného jednání ze strany SEC jsou investoři. Proto SEC kromě jiného poskytuje investorům všechny potřebné informace, které jsou firmy komisi zákonem vázány poskytovat, v online databázi EDGAR. Třebaže je SEC primárním dozorcím a regulatorním orgánem amerického trhu s cennými papíry, SEC samozřejmě úzce spolupracuje i s dalšími orgány státní moci: tedy s Kongresem, federálními úřady a agenturami apod. Předseda SEC je zároveň členem nadřízené Rady pro dohled nad finanční stabilitou – *Financial Stability Oversight Council*.

## 1. Založení SEC

SEC byla založena v reakci na Velkou hospodářskou krizi ve 30. letech. Před krachem na newyorské burze v roce 1929 byla podpora pro regulaci trhu s cennými papíry na federální úrovni relativně nízká. To platilo zejména pro dobu po skončení první světové války, kdy se aktivita na trhu s cennými papíry znatelně zvýšila. Návrhy, aby federální vláda vyžadovala zveřejnění majetkového přiznání, a tak předcházela podvodnému prodeji akcií, nebyly brány vážně.

Většina investorů se příliš nezamýšlela nad systémovým rizikem plošného zneužívání marginálního obchodu (spekulací s cennými papíry podpořených úvěrem). Ani samotní investoři často pořádně nevěděli, do čeho investují; jenom pár totiž dokázalo odolat představě rychlého zbohatnutí – od nuly ke hvězdám. A tak není divu, že se ve dvacátých letech přes 20 milionů malých i velkých akcionářů rozhodlo využít poválečné prosperity a investovat do trhu s akciemi. Z množství cenných papírů nabízených v této době – o objemu zhruba 50 miliard dolarů – se přibližně polovina stala bezcennými.

Když v říjnu 1929 došlo ke krachu burzy, důvěra veřejnosti v trhy prudce poklesla. V následující Velké hospodářské krizi ztratili obří částky nejen malí i velcí investoři, ale i banky, které jim poskytly úvěry. Všichni aktéři se shodovali v jednom: aby se ekonomika znovu postavila na nohy, bude třeba, aby se navrátila důvěra veřejnosti ve finanční trhy. Slyšení pořádaná Kongresem měla za cíl identifikovat problémy a posléze najít řešení.

V závislosti na těchto slyšeních byl v nejpálčivějším roce Velké hospodářské krize schválen *Securities Act of 1933*. Tento zákon, společně se *Securities Exchange Act of 1934*, který zřídil SEC, měl za cíl obnovit důvěru investorů v americké kapitálové trhy tím, že investorům poskytne důvěryhodné informace a jasná pravidla poctivého obchodu.

Za těmito zákony stojí dvě klíčové myšlenky:



1. Společnosti veřejně nabízející cenné papíry výměnou za peníze investorů musí veřejnosti sdělit pravdu o svých obchodních aktivitách, o svých cenných papírech a o míře rizikovosti investice.
2. Jedinci, kteří prodávají cenné papíry – makléři, prodejci, a burzy, musí s investory jednat slušně a upřímně a upřednostnit jejich zájmy před svými.

K dohledu nad trhy s cennými papíry v roce 1934 Kongres vytvořil SEC za účelem prosazování nových zákonů o cenných papírech, podpory stability kapitálového trhu a ochrany investorů. Prvním předsedou SEC Franklin D. Roosevelt jmenoval Josepha P. Kennedyho, otce Johna F. Kennedyho.

## 2. Organizace SEC

SEC se skládá z pěti prezidentem jmenovaných komisařů; jejich pětileté mandáty se překrývají tak, aby nedošlo k náhlému převzetí moci nad komisí. Každý mandát končí 5. června každý rok. Předseda i komisaři mohou být ve službě až 18 měsíců po vypršení mandátu, pakliže nejsou vyměněni. Prezident jednoho z komisařů určí předsedou komise. Zákon praví, že ne více než 3 komisaři mohou náležet ke stejné politické straně – tím je zajištěna nestrannost orgánu. Agentura je rozdělena do pěti divizí a 23 úřadů, z nichž všechny mají sídlo ve Washingtonu, D. C. Agentura zaměstnává asi 4 600 zaměstnanců, dohromady ve Washingtonu a v 11 regionálních pobočkách po celé zemi.

Jméno	Pozice	Strana	Mandát započal	Mandát vyprší
Jay Clayton	předseda	nezávislý	2017	2021
Michael S. Piwowar	komisař	Republikánská	2013	2018
Kara M. Stein	komisařka	Demokratická	2013	2017

Zbývá 2 místa zůstávají neobsazená.

Komise má odpovědnost:

1. interpretovat a vymáhat federální zákony ošetřující problematiku cenných papírů;
2. vytvářet nová a pozměňovat existující nařízení;
3. dohlížet na kontrolu firem obchodujících s cennými papíry, makléřů, investičních poradců a ratingových agentur (firmy, které hodnotí kvalitu a rizikovost různých finančních produktů);



4. dohlížet na soukromé regulační organizace kapitálových trhů, účetnictví a finančního auditu;
5. koordinovat americké regulace kapitálových trhů s federálními, státními a zahraničními úřady.

Komise se schází pravidelně na schůzích, které jsou otevřené veřejnosti, pakliže se nejedná o diskuzi týkající se utajených témat, např. rozhodnutí o zahájení správního řízení.

Jak v SEC funguje proces vytváření nařízení a prováděcích vyhlášek?

Nastavení konkrétních nařízení a prováděcích vyhlášek je způsob, jakým federální agentury implementují legislativu schválenou Kongresem a podepsanou prezidentem. Například legislativa *Securities Exchange Act of 1934* ustanovuje kompetence SEC při regulaci trhů s cennými papíry. Tyto zákony jsou obvykle jen velice zešíroka načrtnuty tak, aby udávaly základní principy a cíle. Samotná implementace v konkrétním případě je však již natolik komplikovaná a specifická, že se jí věnuje samotná agentura. Například trhy s cennými papíry se za posledních několik desítek let natolik proměnily vlivem technologického pokroku, že by je jen stěží mohl přímo regulovat zákon z roku 1933.

## 3. Divize

### 3.1. Divize firemního účetnictví

Divize korporátního účetnictví je orgán SEC, který naplňuje povinnost SEC dohlížet na zveřejnění důležitých informací investorům. Firmy jsou povinny doložit informace v době, kdy jsou poprvé prodávány jejich akcie, a zároveň pravidelně poté. Náplní práce zaměstnanců této divize je kontrola dokumentů, které firmy předkládají. Zaměstnanci této divize rovněž pomáhají firmám s interpretací nařízení SEC a doporučují komisi další nová nařízení.

Komise po firmách požaduje následující dokumenty:

1. prospekt nově nabízeného cenného papíru;
2. roční a čtvrtletní formuláře (Formuláře 10-K a 10-Q);
3. doplňující dokumenty zaslané akcionářům před výroční valnou hromadou;
4. výroční zprávy pro akcionáře;
5. dokumenty týkající se nabídek k akvizici (prodeji velkého množství akcií);
6. formuláře týkající se fúzí a akvizic;

Aby byly splněny nároky SEC na doložené dokumenty, firma, která vydává cenné papíry nebo s jejímiž cennými papíry se veřejně obchoduje, musí doložit veškeré informace, pozitivní či negativní, které mohou investorovi sloužit k rozhodnutí, zdali koupit, prodat či držet nějaký cenný papír. Tato divize poskytuje administrativní výklady *Securities Act of 1933*,



*Securities Exchange Act of 1934* a *Trust Indenture Act of 1939* a doporučuje nařízení pro implementaci těchto předpisů. Divize firemního účetnictví rovněž úzce spolupracuje s Kanceláří hlavního účetního; společně monitorují zvyklosti v účetnictví, především tedy *Financial Accounting Standards Board* (FASB). FASB totiž vytváří tzv. obecně přijímané principy účetnictví – *generally accepted accounting principles* (GAAP). Dnes tato divize často monitoruje i praktiky amerických firem účtujících podle Mezinárodních účetních standardů (*International Financial Reporting Standards*– IFRS).

Divize firemního účetnictví také poskytuje podporu a poradenství všem registrovaným či zájemcům o registraci, aby jim pomohla plnit zákonné povinnosti. Divize finančního účetnictví může jako formální doporučující úkon použít tzv. *no-action letter*. Například firma, která na trh uvádí úplně nový finanční produkt nebo nový způsob marketingu, si obvykle zažádá o takovouto formální zprávu od zaměstnanců SEC. Takovýto nový produkt/postup může být nejasný z hlediska legálnosti a *no-action letter* by měl rozhodnout, zdali s firmou bude vedeno správné řízení.

## 3.2. Divize obchodování a trhů

Divize obchodování a trhů pomáhá SEC s odpovědností za udržování spravedlivých, spořádaných a efektivních trhů. Zaměstnanci této divize mají na starost rutinní dohled nad významnými účastníky trhu: burzy s cennými papíry; firmy obchodující s cennými papíry, samoregulačními organizacemi (SRO) včetně Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), the Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), clearingovými agenturami, ratingovými agenturami a dalšími. Pod kompetenci divize obchodování a trhu rovněž spadá dozor nad neziskovou společností Securities Investor Protection Corporation (SIPC).

## 3.3. Divize správy investic

Divize správy investic pomáhá SEC s povinností ochrany investora a podpory tvorby kapitálu za pomoci dohledu a regulace amerického průmyslu se správou investic o objemu 66,8 bilionu dolarů. Tato důležitá část amerických kapitálových trhů zahrnuje podílové fondy a profesionální správce fondů, kteří podílovým fondům radí; analytiku, kteří zkoumají jednotlivá aktiva a třídy aktiv; investiční poradce jednotlivých zákazníků. Divize správy investic se především snaží zajistit, aby příznání a doložené dokumenty týkající se těchto investic byly koncovým zákazníkům užitečné a aby regulační poplatky zákazníků nebyly přemrštěné.



### 3.4. Divize pro stíhání

Divize pro stíhání pomáhá SEC s výkonem represivní funkce: od správního řízení až po trestní stíhání. Tato divize doporučuje SEC zahájení vyšetřování subjektů podezřelých z porušení zákona o cenných papírech. Ta se může rozhodnout pro započetí občanskoprávního sporu u federálního soudu nebo správního řízení. Přirozeně vlivem výkonu represivní funkce SEC tato divize úzce spolupracuje s dalšími orgány s těmito pravomocemi v USA (FBI) či v zahraničí. Obvyklé důvody k zahájení vyšetřování SEC zahrnují nesprávnou interpretaci nebo opomenutí klíčových informací o cenných papírech; manipulaci s tržními cenami cenných papírů; krádež prostředků nebo cenných papírů zákazníka; nekalé obchodní praktiky makléře či prodejce; insider trading; prodej neregistrovaných cenných papírů.

### 3.5. Divize pro ekonomickou analýzu a analýzu rizik

Divize pro ekonomickou analýzu a analýzu rizik pomáhá komisi splnit své povinnosti za pomoci robustní ekonomické analýzy a pečlivé analýzy dat. Tato divize má relativně široké pole působnosti napříč SEC, neboť musí úzce spolupracovat se skoro všemi ostatními divizemi a úřady, aby jim tak poskytla cenné informace v podobě sofistikované a daty-podložené ekonomické analýzy a analýzy rizik, podle které se může SEC nezávisle rozhodovat v oblasti tvorby vlastní legislativy (nařízení, metodických postupů, prováděcích vyhlášek) a při započetí či pokračování vyšetřování, správního řízení nebo trestního stíhání. Mezi některé konkrétní funkce patří například analýza dopadu prováděcích vyhlášek a identifikace podvodů, nelegálních nebo podezřelých aktivit.

## 4. Závěr

Securities and Exchange Commission hraje důležitou roli při monitorování a regulaci obchodování s cennými papíry. Nedostatečnou regulaci a monitorování trhu s cennými papíry si můžeme zase názorně ukázat na světové ekonomické krizi v roce 2007. Této krizi předcházela trvalá deregulace trhu s cennými papíry a jisté opomenutí nových komplexních derivátů – finančních produktů spojených s rozvojem technologií, a tedy i se zvýšenou náročností a matematizací trhů. Obecně jsou za prapůvod této krize označovány převážně praktiky, kterým má SEC předcházet: netransparentní a neférový obchod, při němž byli investoři sofistikovaně klamáni. Svou kritiku od některých expertů sklidil i SEC, který v roce 2004 zvýšil limity pákového efektu: banky se tak mohly pro své investice zadlužit daleko více než původně.

Avšak hlavním problémem byla samotná nezodpovědnost bankéřů a ratingových agentur. Kvůli tomu, že výdělek bankéřů tvořila zejména provize z obchodu, byli bankéři odhodláni prodávat co největší objem finančních produktů. Jedním z nejoblíbenějších produktů byl



hypoteční zástavní list: původně složený převážně z portfolia nízkorizikových (AAA) hypoték garantovaných federální vládou. Kvůli nadměrné popularitě tohoto produktu, zapříčiněné zejména pověstnou nízkou rizikovostí hypoték obecně a celkem dobrým ziskem, začaly docházet kvalitní hypotéky pro tyto produkty. Banky po hypotékách toužily, a tak začaly skupovat i hypotéky méně kvalitní – přímo od lokálních věřitelů. Věřitelé tak nebyli motivováni se vůbec zaobírat tím, jestli jsou dlužníci schopni splácet – závazek si stejně koupí banka, která potom hypotéky naservíruje investorům. To vedlo k rozšíření praktik predátorského úvěrování, ke zvýšení rizikovosti hypoték a k nadměrné a dlouhodobě neudržitelné poptávce po nemovitostech: ke vzniku nemovitostní bubliny.

Privátní hypoteční zástavní listy tak již neobsahovaly pouze AAA hypotéky, ale tranše různě kvalitních hypoték i s velmi špatnými BBB hypotékami. Aby banky zakryly to, že prodávají investorům špatné hypotéky, rozhodly se vytvořit zajištěnou dluhovou obligaci (CDO), komplexní finanční derivát skládající se z tisíce úvěrových produktů. Ty pak dostaly od ratingových agentur za úplatu od bank emitujících tyto produkty rating AAA, přičemž však bylo prokázáno, že jim toto označení patřit nemělo; jejich skutečná rizikovost byla totiž daleko vyšší. Již zde by měla SEC zakročit – jednalo se přeci o jasné klamání investorů. Pochybení však nebylo pouze na straně ratingových agentur – podle interních emailů mezi makléři a investičními poradci, například těch z Goldman Sachs, vyšlo najevo, že si samotní investoři byli vědomi, že nabízejí investorům špatný produkt. Goldman Sachs a další banky dokonce začaly na to, že jimi prodané CDO selžou, sázet za pomoci tzv. výměny nesplaceného úvěru (CDS – *Credit Default Swap*). Makléři a investiční poradci tak jasně klamali investory, kterým tyto produkty prodávali.

SEC ale nemohla zasáhnout, protože byla před krizí oslabena vládními škrty. Lynn Turner, bývalý hlavní účetní SEC, tvrdil, že SEC byla před krizí systematicky oslabována vládními škrty, a proto musela propustit mnoho zaměstnanců. Například úřad pro hodnocení riziku, který měl na starosti třeba úplně nový komplexní derivát – výše zmíněnou výměnu nesplaceného úvěru CDS – byl zredukován ze 100 zaměstnanců na pouze jednoho. Divize pro stíhání přišla v důsledcích škrťů o 146 pracovníků. SEC tak byla logicky naprosto paralyzována; nemohla vykonávat kontrolu trhů o objemech v řádu bilionů dolarů. Aktuálně má SEC za úkol implementovat a vymáhat zákon o regulaci finančních trhů *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, který byl přijatý jako snaha o nápravu chyb, jež k americké hypoteční krizi z roku 2007 vedly.

SEC se aktuálně také potýká s mnohými nesnázemi: z 5 komisařů jsou aktuálně jmenováni pouze 3. Nezávislost agentury rovněž hraje roli. Mělo by se dohlédnout na to, aby komisaři nebyli spojeni s Wall Street, jako tomu je například u tajemníka státní pokladny jmenovaného Donaldem Trumpem Stevena Mnuchina, bývalého investičního bankéře Goldman Sachs. Provázanost regulatorních orgánů a Wall Street však není novinkou: Ronald Reagan dosadil na post tajemníka státní pokladny dlouholetého CEO investiční banky Merrill Lynch, Bill Clinton vysoce postaveného bankéře Goldman Sachs Roberta Rubina atd. Konflikt zájmů je ale očividný. Například Federální rezervní systém (FED – národní banka USA) dal roční





výjimku fúzi Citicorp a Travelers, která porušila *Glass–Steagall Act of 1932* (banka, která spravuje vklady zákazníků, zároveň nemůže působit jako investiční banka). Rubin a Summers ochránili nově vytvořenou Citigroup tak, že protlačili *Gramm–Leach–Bliley Act*; po svém působení jako tajemník státní pokladny si Rubin vydělal 126 milionů dolarů jako místopředseda Citigroup.

Ti, kteří budou rozhodovat o budoucnosti SEC, to nebudou mít jednoduché. Finanční sektor zaměstnává více než 3 000 lobbistů. V roce 2008 utratil finanční sektor téměř 5 miliard dolarů za lobby a podporu na kampaň – od dob krize se tato částka ještě zvýšila. Pro budoucnost nejen americké, ale i světové ekonomiky, je však důležité, aby zde existoval nezávislý, dobře financovaný regulační orgán trhů s cennými papíry a valutami.

## 5. Zdroje

About the SEC. *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. © 2017 [cit. 27. 7. 2017]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/about.shtml>

SEC Divisions. *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. © 2017 [cit. 27. 7. 2017]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/divisions.shtml>

Trump Said Likely to Name Hester Peirce as SEC Commissioner. *Bloomberg.com* [online]. 16. 6. 2017 [cit. 27. 7. 2017]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-16/trump-said-likely-to-nominate-hester-peirce-for-sec-commissioner>

Trump Will Nominate Former Senate Aide Hester Maria Peirce For SEC Commissioner. *Fortune.com* [online]. 19. 7. 2017 [cit. 27. 7. 2017]. Dostupné z: <http://fortune.com/2017/07/19/trump-hester-maria-peirce-sec/>

U.S. Securities and Exchange Commission. *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. © 2017 [cit. 27. 7. 2017]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/divisions.shtml>