

Finanční směrnice v Evropské unii

Miroslav Zetek

Abstrakt

Článek se zabývá problematikou nových Finančních směrnic Evropské unie a jejich vlivem na finanční trhy. Jedna ze základních a důležitých směrnic je UCITS (Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities) následuje UCITS I. to V., které postupně musí jednotlivé členské státy zanést do legislativy od roku 2014. Současně, směrnice MIFID II a MIFIR – Financial Instrument Regulation, vstoupila v platnost 01/01/2018. Hlavním cílem této směrnice je ochrana investorů napříč Evropskou unií. Článek se zaměřuje na skutečný dopad těchto směrnic na finančních trzích v Evropské unii, obzvláště v České republice. Hledá odpovědi na otázky, jak jednotlivé státy postupně zavádějí jednotlivé směrnice a jak je ovlivňují.

Klíčová slova: Finanční směrnice, Finanční trh, MIFID, UCITS

JEL klasifikace: G18, G21, G19

1. Úvod

Ačkoliv se finanční trhy zakládají na tržním principu, není tento princip jediným determinantem reálných dění v kontextu těchto trhů. Vzhledem k vymezené povaze finančních trhů je naopak žádoucí a potřebné zajistit adekvátní regulaci, která by směřovala zejména k navyšování transparentnosti obchodování na trzích a zajištění informovanosti tržních účastníků o všech relevantních aspektech vázících se na předmět obchodu i další navazující konsekvence.

Důležitým vlivem v tomto ohledu působí především legislativa, která souborem konkrétních opatření ovlivňuje finanční trhy mnohdy zásadním způsobem. Cílem předkládaného textu je představit instituce zabývající se regulací finančního trhu a posoudit, jaký je vliv těchto institucí a směrnic na finanční trhy v celé Evropské unii. Pro naplnění stanoveného cíle jsou přitom uplatněny zejména metody deskripce a analýzy.

V následujících podkapitolách je v návaznosti na vymezený cíl věnována pozornost představení institucí Investment Company Association, European Fund and Asset Management Association a směrnic UCITS, MiFID II. Současně je předmětem zpracování i posouzení vlivu definovaných institucí a směrnic na finanční trhy v celé Evropské unii.

2. Finanční směrnice v Evropské unii

Od roku 2007 postupně následovaly významné změny v regulaci na finančních trzích. Následující kapitoly se zabývají, jaký vliv měly tyto změny v Evropské unii.

2.1 Investiční společnosti

ICA (Investment Company Association) je americká asociace investičních společností. Nabízí se zde přitom analogie s britskou AIC (The Association of Investment Companies), která vystupuje jako sdružení pro investiční společnosti. Asociace ICA zastupuje širokou škálu investičních společností v podobě investičních fondů, pobočkových investičních společností a dalších relevantních subjektů.

Vliv ICA na finanční trhy je relativně vysoký, což ilustruje případ frekvence zveřejňování informací. Právě Investment Company Association v tomto případě rozhodla, že s častějším zveřejňováním portfolia by celková návratnost akcionářů z podílových fondů byla pravděpodobně nižší než podle současného standardu pro zveřejňování informací, čímž byl tento standard zachován (Hughen and Laatsch, 2018).

Vydávání dat častěji by zvýšilo náklady na obchodování a rovněž časté zpřístupňování informací o portfoliích by usnadnilo volné řízení výběru fondu, což by mohlo nepříznivě ovlivnit výnosy, pokud se aktivita volnoběhu uskutečňuje předtím, než budou instituce schopné nastavit požadovanou pozici v ceně.

Význam a vliv Investment Company Association na finanční trhy determinuje pozice Spojených států jako největšího sídla pro investiční fondy, které za rok 2013 vykázalo podíl na celkovém trhu 45 %. Evropa se s 37 % umísťuje na pomyslné druhé příčce, zatímco 7 % světového investičního fondu tvoří rozvíjející se země a země jako Japonsko, Kanada a Austrálie tvoří 12 % trhu (EFAMA [online], 2018a).

EFAMA (European Fund and Asset Management Association) je evropským sdružením pro řízení investic. EFAMA zastupuje prostřednictvím 28 členských asociací a 62 korporátních

členů téměř 23 bilionů eur spravovaných aktiv, z čehož 14,1 bilionu eur připadá na spravovaných 58 400 investičních fondů¹. Více než 30 600 těchto fondů pak spadá pod UCITS a zbývajících 27 800 fondů pod alternativní investiční fondy AIF (Alternative Investment Funds) (EFAMA [online], 2018b).

Organizace byla založena v roce 1974 pod názvem „Evropská federace investičních fondů a společností“ (s užíváním francouzského akronymu FEFSI). Zakladatelské státy tvořily Belgie, Francie, Německo, Nizozemsko, Irsko, Itálie, Spojené království. Organizace plánuje na rotačním základě, kdy tak není ustanoveno stálé sídlo, vyjma stálého sekretariátu, který sídlí v Bruselu. Zásadní změna v existenci organizace přišla v roce 2004, kdy došlo ke změně článků ústavy, aby zastupovala odvětví investičních fondů a správu aktiv.

Vliv EFAMA na finanční trhy je velmi významný, přičemž aktuálně působí na trhy pozitivní predikce EFAMA o vývoji majetku fondu. Celkový růst aktiv UCITS a jiných, než UCITS totiž významně koreluje s vývojem budoucího hospodářského růstu a burzovních cen. Jedná se tak o situaci, kdy je čistý prodej finančních prostředků silně ovlivněn ekonomickým výhledem a úrovní expozice investičních fondů vůči akciím. Vzhledem k úzké vazbě mezi aktivy investičních fondů, reálným HDP a cenami na burze tak do roku 2020 EFAMA predikuje růst aktiv v rozmezí od 15,1 bilionů eur do 21,3 bilionů eur (s odlišením částek dle zpracovaného scénáře vývoje pesimistického, standardního a optimistického) (EFAMA [online], 2018a).

Zásadní faktor ovlivňující samotné působení EFAMA a jeho vliv pak v aktuálních podmínkách tvoří dosud neznámý dopad Brexitu. Finanční harmonizace je v této souvislosti nezbytně udávána do kontextu globalizačních vlivů (Greenwood a Roderer-Ryning 2015, s. 325-338). I když britský odchod z Evropské unie nebyl dosud projednáván, už se projevuje v jednáních. Británie jako klíčová součást EFAMA tak může potenciálně oslabit vliv instituce. Z 62 korporátních členů má EFAMA hned 25 poboček v Londýně (IPE [online], 2018).

Další významný vliv EFAMA na finanční trh se uskutečňuje ve vazbě na PRIIPs – nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o klíčových informačních dokumentech pro investiční produkty. S účinností od 1. ledna 2018 vstoupilo v platnost toto nové evropské nařízení, které stanovuje povinnost bankám poskytovat drobným klientům dle kategorií MiFID klíčový informační dokument (KID) pro

¹ Stav je platný ke konci roku 2016, aktuálnější údaj není k době zpracování k dispozici.

maloobchodní a investiční produkty s cílem zlepšit transparentnost a usnadnit srovnávání informací relevantních pro investiční aktivity (Groupe Societe Generale [online], 2018).

EFAMA vystupuje proti těmto pravidlům PRIIP s argumentací, že mohou způsobit závažnou škodu investorům tím, že požadované údaje k poskytnutí (zejména ve vztahu k výkonnosti a nákladům) mohou v lepším případě pouze zmást investory a v případě nejhorším je uvést v omyl. Tímto krokem hrozí narušení důvěry v investiční produkty a informace, které mají být poskytovány investorům. EFAMA trvá na tom, aby investorům byly poskytovány skutečně spolehlivé a nezavádějící informace o produktech, na jejichž základě je založeno výsledné investiční rozhodnutí (EFAMA [online], 2018c).

2.2 Finanční směrnice a jejich vliv v Evropské unii

UCITS

Nejvyšší úroveň úpravy kolektivního investování tvoří oblast evropského práva v podobě nařízení a směrnic EU. Mezi tuto úpravu primárně spadá směrnice UCITS a AIFMD. UCITS je celoevropský regulační rámec, který umožňuje spravovat a prodávat investiční nástroje v celé Evropě. Fond je strukturován tak, aby umožnil drobným investorům přístup k sofistikovaným aktivním strategiím, které podléhají omezením likvidity a transparentnosti, zajištěným regulačním dozorem. Již analyzovaný posun v myšlení investora, který usiluje o návratnost hedgeových fondů vedl k podstatnému zvýšení fondů UCITS. Za březen 2017 LuxHedge databáze reportovala objem 420 miliard EUR v aktivech pod správou 1 380 fondů fungujících pod šestnácti různými strategiemi (Bouamara etc [online], 2017).

UCITS tvoří standardy kolektivního investování zakotvené Evropskou unií v rámci kolektivního investování převoditelných cenných papírů. Určuje tak pravidla a legislativu týkající se investování do cenných papírů kolektivního investování. Zkratka UCITS znamená „Undertakings of Collective Investments in Transferable Securities Directive“ (Szylar 2013). Předpisy jsou transponovány do zákona o kolektivním investování (nevztahuje se na obchodování na kapitálovém trhu).

Historie UCITS se datuje už od roku 1985, kdy byla publikována UCITS I s cílem vytvoření jednotného regulatorního rámce pro podílové fondy v kontextu Evropy (koncept tzv. „evropského pasu“ pro fondy). Lucembursko jako první v roce 1988 UCITS implementovalo a během nadcházejícího měsíce pak bylo založeno sedm UCITS fondů. V roce 1999 už bylo

do fondů UCITS investováno přes 3 biliony eur (Muller and Ruttiens, 2013). UCITS tedy představovalo určité povolení, kterým mohly investiční společnosti členských států prodávat své produkty i na území dalších států Evropského společenství. Zásadní novelizace nastala v roce 2001, a to formou směrnic 2001/107/ES a 2001/108/ES2, tedy UCITS II a III. Hlavním cílem bylo posílit důvěru investorů v kolektivní investování v globálním měřítku (Moloney, 2002).

Byla proto posílena ochrana investorů zrušením omezení a rozdílných přístupů v rámci jednotlivých států (Beaudoin a Olivier 2010, s. 20-24). Rovněž byly nastoleny vhodné podmínky pro prevenci konfliktů mezi investory a manažery fondů tak, aby investiční management neupřednostňoval své zájmy před zájmy investorů, kteří jsou prvořadí. Pro vyšší transparentnost byla stanovena povinnost standardizovaně uplatňovat výpočet celkových nákladů (TER – Total Expensive Ratio) a tento výsledek v rámci fondu zveřejňovat (UCITS XXV [online], 2018).

V roce 2009 byla schválena směrnice UCITS IV, kterou opět jako první implementovalo Lucembursko (tentokrát současně s pěti dalšími zeměmi). Ke konci roku 2010 pak bylo investováno téměř 6 bilionů EUR do více než 36 tisíc fondů UCITS. UCITS IV pokrývá a upravuje veškeré dřívější směrnice UCITS s rozšířením o úpravu fúzí standardních fondů, zveřejňování informací pro investory, zveřejňování poměru rizika a výnosů (SRRI – Synthetic risk and reward indicator). UCITS V z roku 2014 mění směrnici UCITS IV v rámci činnosti depozitářů, zásad odměňování a sankcí s účinností od 18. března 2016.

UCITS může být uchopen jako trend právní úpravy Evropské unie, který se týká přesunu pozornosti od zvyšování regulace v oblasti ochrany spotřebitele k regulaci pro ochranu trhu jako takového a navyšování jeho transparentnosti (Anderberg a Bolton 2006, s. 13-18). Jedním z hlavních motivů UCITS je přitom právě ochrana investora v pozici spotřebitele finančního trhu. UCITS se zaměřují na ochranu majetku zákazníka, stanovení vhodných limitů, diverzifikaci a třídy aktiv, do kterých může obhospodařovatel fondu investovat.

UCITS tímto slouží pro natavení jednotných minimálních standardů k ochraně investorů. Podobné formy standardů byly přitom zaváděny i v jiných oblastech kapitálového trhu, např. ve vazbě na poskytování investičních služeb prostřednictvím směrnice Evropského

² Blíže viz Směrnice 2001/107/ES a 2001/108/ES.

parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (MiFID).³ Ochrana trhu samotného pak má zprostředkovaně zajistit i ochranu spotřebitele.

Pro uplatnění UCITS je důležité jasně vymežit role subjektu v rámci finančního trhu. V tomto ohledu se využívá taxativních určení činností, které jsou běžnou přílohou jednotlivých úprav. Např. velmi přesné je určení oblastí činností, které zahrnuje administrace, tedy činností těch, které souvisejí s daným investičním fondem, ale již je nelze zahrnout pod definici obhospodařování.

Administrátorem je tedy ten subjekt, který jedná s klienty, ale klienti mu přímo nesvěřují majetek do obhospodařování – administrátor vystupuje jako prostředník. Aktuálně je platný taxativní výčet činností v rámci UCITS, který je analogický výčtu dle AIFMD a tvoří např. činnosti vedení účetnictví, poskytování právních služeb, compliance a vnitřní audit, vyřizování stížností a reklamací investorů, oceňování majetku a dluhů, vyčíslení aktuální hodnoty cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru vydávaného fondem atd.

Význam UCITS se naskýtá zejména v oblasti harmonizace práva a regulací, které se týkají kolektivního investování v členských zemích Evropské unie. Díky regulačním krokům mohou být UCITS fondy komparovány navzájem dle povinnosti zveřejňovat taxativně vymezené údaje i s metodikou výpočtů. Společně s MiFID tak úprava navyšuje transparentnost v oblasti finančních trhů.

V režimu UCITS se uplatňuje zásada veřejnosti, která vylučuje možnost vzniku privátních fondů adresovaných pouze úzkému okruhu investorů. Na zásadu veřejnosti se váže transparence a zveřejňování skutečností, které mají pro investory vysokou informační hodnotu, zejména pak v rámci pravidel na tvorbu a publikování zakládacích dokumentů, stanov, statutu, prospektu a výročních zpráv.

UCITS rovněž poskytují diverzifikaci rizika v prosazování aktivit v kolektivním investování. Limity jsou odvozovány od dvou kritérií, a to výše majetku subjektu kolektivního investování (majetek v portfoliu jednoho subjektu nesmí být tvořen z více než 5 % investičními nástroji peněžního nebo kapitálového trhu, vydanými jedním emitentem – existují ovšem výjimky, např. pro indexový fond s limitem 35 %) a objem emise nabývaného titulu (objem akcií nesmí představovat pro majitele významný vliv na řízení emitenta – 5 %, u jiných cenných papírů

³ Blíže viz Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů.

tvoří tento limit 10 % z objemu papírů od jednoho emitenta a u cenných papírů vydaných jinými organismy kolektivního investování tvoří základ 25 %).⁴

Limity jsou uvedeny úmyslně s nutností uvést případné negativum, které spočívá ve vysoké míře restriktivnosti, kdy je prostřednictvím směrnic přesně stanoveno, do jakých investičních limitů a investičních nástrojů mohou UCITS investovat. Nabízí se tak otázka, jak určit správnou hranici mezi potenciálním uvolněním investičních limitů a ochranou investora neboli do jaké míry harmonizovat fondy.

MIFID

Regulace formou AIFMD (evropská směrnice určující legislativu investování do cenných papírů alternativních fondů – „Alternative Investment Fund Managers Directive“) vychází z cílů odlišných od UCITS. Východiska AIFMD souvisejí s dobou zavádění, ve které se Evropa nacházela v hluboké ekonomické krizi. Úprava tak má zajistit zmírnění nebo prevenci proti některým negativní efektům, které umožnily rozvoj krize do globálního rozměru (Beythan and Virard-Canto, 2012, p. 64-72).

Společný prvek s UCITS se ovšem nachází v zaměření na ochranu trhu se sekundárním vlivem na ochranu spotřebitele (European Commission 2018, online). Nová úprava fondů v režimu AIFMD se zaměřuje na velké subjekty, které hospodaří s majetkem přes 100 000 000 EUR nebo 500 000 000, pokud taková společnost nevyužívá pákového efektu nebo je fond uzavřen na minimálně pět let.

V tuzemských podmínkách byla směrnice AIFMD transponována pro využití příležitostí, které směrnice přinášejí. Speciální fondy určené veřejnosti (alternativa k režimu UCITS) jsou tak automaticky podřízeny úpravě AIFMD bez ohledu na objem jmění v majetku fondu. Obhospodařovatel speciálního fondu je tak oprávněn přesáhnout rozhodný limit. Rozložení rizika ovšem zůstává přísnější než v rámci požadavků AIFMD. Speciálním fondům rovněž náleží evropský pas s možností nabízet je i v dalších členských zemích EU (MFČR [online], 2018).

Nová regulace AIFMD se vztahuje především na vysoko objemové investiční fondy, a to hedge fondy. Za situace špatného hospodaření hedge fondu se nepříznivé efekty přenášejí i do hospodaření jimi vlastněných společností, což dopadá na celý ekonomický systém. Tento

⁴ Viz Směrnici Komise č. 2007/14/ES, kterou se stanovují prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice č. 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na transparentnost týkající se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na regulovaném trhu.

trend směřující na transparentnost a integritu trhu se projevuje i ve směrnici Evropského parlamentu a Rady 201/65/EU o trzích finančních nástrojů (MiFID II), která posiluje transparentnost tržní infrastruktury v rámci trhů s deriváty.⁵

Směrnice MiFID zásadně determinuje činnosti realizované na trzích finančních nástrojů (Tanzi et al., 2013, p. 51-68). V některých případech se v souvislosti s MiFID hovoří i o revoluci (Wojcik et al., 2007, p. 167-173) a ojediněle i ve spojitosti s lobbingem (Woll, 2013, p. 555-572). MiFID II jsou brána jako jednoznačně přísnější pravidla pro regulaci evropských finančních trhů (Busch, 2018, p. 126-142) (Busch, 2016, p. 72-82).

Aktuálně působí na finanční trhy ze strany MiFID II zákaz správcům aktiv využívat výzkum, který nezaplatili. Jedná se o zájem Evropské unie potlačit investiční výzkum. Pro správce aktiv tak bude nelegální, aby získali výzkum, za který nezaplatili, což vytváří bezprecedentní informační asymetrii mezi manažery na základě jejich schopnosti/ochoty a dostupného rozpočtu na výzkum (IPE [online], 2018b).

Původ této změny lze přitom vystopovat až ke zprávě UK Myners z roku 2001, která se vymezila proti spojení nákladů s provizí na výzkum. Aktuálně se tak správcům aktiv nabízejí řešení v absorbování nákladů výzkumu s vytvořením výzkumného platebního účtu (RPA) pro zákazníky. U toho se uplatňují dva modely (IPE [online], 2018b):

- Účetní (švédský) model – původně navržen v raných verzích pokynů MiFID II s propagací zejména ze strany skandinávských správců fondů. Dle modelu správce aktiv stanovuje samostatný roční poplatek za výzkum, který bude účtován přímo klientovi s absorpcí všech nákladů vynaložených na výzkum, jenž manažer využije v zastoupení klienta. Na pokrytí plateb jsou využívány měsíční nebo čtvrtletní platby se závislostí přiměřeného časového rozsahu na četnosti, s jakou subjekt provádí platby svým poskytovatelům výzkumu.
- Transakční přístup – správce aktiv provádí zajištění výzkumné činnosti v rámci zprostředkování obchodu a absorbuje tak náklady v rámci transakce.

Oba přístupy implementují fakt, že rozpočty výzkumu nelze stanovit na objem nebo hodnotu transakcí a je tak třeba hodnotit je agregovaně na klientské úrovni. Pokud náklady na výzkum překročí rozpočet, musí správci uhradit tyto náklady z vlastních prostředků. Navíc jsou

⁵ Blíže viz Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů. Vedecký časopis FINANČNÉ TRHY, Bratislava, Derivat 2018, ISSN 1336-5711, 2/2018

správci povinni zveřejnit, jaké poskytovatele investičních výzkumů využívají a proč se zdůvodněním, jak výzkum prospěje jejich klientům.

Pokud by měl být identifikován hlavní význam a smysl působení uvedených nástrojů na finanční trh, pak se nepochybně jedná zejména o naplnění zájmu zajistit informovanost klientů o jednotlivých produktech v rámci transparentnosti (viz MiFID II) a zavedení jasných pravidel (viz EFAMA). V rámci ochrany klienta se v poslední době dle uvedených skutečností rovněž uplatňuje trend vycházející z vnímaného vztahu mezi ochranou trhu samotného, kdy se kladné efekty přesunou i na ochranu právě klienta.

3. Shrnutí a závěr

Vliv uvedené úpravy v podobě směrnic a institucí přináší zásadní dopad na celý trh EU s nutností přizpůsobení jednotlivých států těmto směrnicím. Kromě vlivu samotných směrnic ovšem na trh působí i každá proklamace stran odpovědných zástupců, která dopadá na chování účastníků v rámci příslušných trhů.

Z aktuálních a konkrétních opatření přitom byl zmíněn vliv Investment Company Association na frekvenci zveřejňování portfolií v kontextu podílových fondů s argumentací dopadu na výnosy. EFAMA vydala pozitivní predikci o vývoji majetku fondů v návaznosti na všechny zpracované scénáře vývoje. EFAMA rovněž vykazuje vliv ve vazbě na PRIIPs v povinnosti (platné od 1. ledna 2018) bankám poskytovat drobným klientům klíčový informační dokument s cílem navýšit transparentnost obchodování. EFAMA se vůči tomuto pravidlu vymezila, kdy mohou požadované informace v lepším případě investory pouze zmást. Samostatnou otázkou v rámci EFAMA pak tvoří další vývoj po uskutečnění Brexitu.

UCITS (vytvářející standardy kolektivního investování zakotvené Evropskou unií) určuje pravidla a legislativu kolektivního investování. Úprava směřuje k posilování důvěry investorů s jejich ochranou a sjednocováním podmínek u jednotlivých států. Jednotlivá opatření tak dlouhodobě působí na sladění zájmů zúčastněných stran s regulací trhu jako takového. UCITS poskytují diverzifikaci rizika, transparentnost a limity obchodování. MiFID II aktuálně působí na finanční trhy v zákazu adresovaném správcům aktiv využívat výzkumy, které nezaplatili, a to v souladu se zájmem Evropské unie potlačit investiční výzkum. Jako řešení je pak nabídnut účetní (švédský) model a transakční přístup.

Na základě uvedených skutečností lze konstatovat, že stanovený cíl byl naplněn a zpracovaný text poskytuje představení institucí zabývajících se regulací finančního trhu s posouzením vlivu těchto institucí (a finančních směrnic) na finanční trhy v kontextu Evropské unie.

Použité zdroje

- [1] ANDERBERG, K.; BOLTON, L. (2006). *UCITS: A developing model for the future of the European investment fund marketplace*. Euromoney International Investment & Securities Review, 13-18.
- [2] BEAUDOIN, D. OLIVIER, Ch. (2010). *UCITS III funds: one size does not fit all*. Swiss Hedge Magazine 2nd Half 2010, 20-24.
- [3] BEYTHAN, H. VIRARD-CANTO, C. (2012). *Is the draft UCITS V directive a cloned version of the Alternative Investment Fund Managers Directive?* Journal of Securities Operations & Custody, 64-72.
- [4] BOUAMARA N. et al. (2017). *The Alpha and Beta of Equity Hedge UCITS Funds: Implications for Momentum Investing*. Factor Investing From Traditional to Alternative Risk Premia. 415–446. DOI: 10.1016/B978-1-78548-201-4.50016-7.
- [5] BUSCH, D. (2018). *MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets*, Law and Financial Markets Review, 11:2-3, 126-142, DOI: 10.1080/17521440.2017.1412060.
- [6] BUSCH, D. (2016). *MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access*, Law and Financial Markets Review, 10:2, 72-82, DOI: 10.1080/17521440.2016.1200333.
- [7] EFAMA (2018b). *About EFAMA* [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <www.efama.org/About/SitePages/Home.aspx>.
- [8] EFAMA (2018c). *EFAMA Alerts That the New PRIIPs Rules Will Confuse and Mislead Investors* [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <<https://www.efama.org/Pages/EFAMA-alerts-that-the-new-PRIIPs-rules-will-confuse-and-mislead-investors.aspx>>.
- [9] EFAMA (2018a). *Reports, Statistics and Key Figures* [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <www.efama.org/Publications/Statistics/Other%20Reports/KeyFactsFigures.pdf>.
- [10] EUROPEAN COMMISSION (2018). *Directive on Alternative Investment Fund Managers ('AIFMD'): Frequently Asked Questions* [online]. [cit. 2018-02-10]. Available at: <http://europa.eu/rapid/pressrelease_MEMO-10-572_en.htm>.
- [11] GREENWOOD, J. ROEDERER-RYNNING, Ch. (2015). *The "Europeanization" of the Basel process: Financial harmonization between globalization and parliamentarization*. Regulation & Governance, 9.4: 325-338.

- [12] GROUPE SOCIETE GENERALE (2018). *PRIIPs Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council* [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <<https://www.brd.ro/en/priip>>.
- [13] HUGHEN, J. Ch. LAATSCH, F. E. (2018). *The Frequency of Fund Disclosure: Do Investors Really Care?*
- [14] IPE. EFAMA (2018). *Brexit Already Raising Questions* [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <<https://www.ipe.com/brexit/efama-brexit-already-raising-questions-for-eu-regulation/10016442.article>>.
- [15] IPE (2018b). *Special Reports – Investment Research*. [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <<https://www.ipe.com/reports/special-reports/investment-research/>>.
- [16] JANČÍKOVÁ, E. PÁSZTOROVÁ, J. (2016). Banking Union and the Stability of the Financial System in EU. *Proceedings of the 3rd International Conference on European Integration*. VŠB - Technical University of Ostrava. 391-399. ISBN 978-80-248-3911-0.
- [17] MFČR (2018). *Důvodová zpráva k návrhu ZISIF* [online]. [cit. 2018-02-17]. Available at: <http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Duvodova-zprava_2013-01-17_Duvodova-zpravak-navrhu-ZISIF.pdf>.
- [18] MOLONEY, N. et al. (2002) *EC securities regulation*. Oxford: Oxford University Press.
- [19] MULLER, Ch. RUTTIENS, A (2013). *A practical guide to UCITS funds and their risk management*. Edipro.
- [20] Směrnice 2001/107/ES a 2001/108/ES.
- [21] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů.
- [22] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů.
- [23] Směrnice Komise č. 2007/14/ES, kterou se stanovují prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice č. 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na transparentnost týkající se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na regulovaném trhu.
- [24] SZYLAR, Ch. (2013) *Risk management under UCITS III/IV: new challenges for the fund industry*. John Wiley & Sons.
- [25] TANZI P. et al. (2013). Managing compliance risk after MiFID. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 21 Issue: 1, 51-68, <https://doi.org/10.1108/13581981311297821>.
- [26] UCITS XXV (2018). *Timeline of UCITS* [online]. [cit. 2018-02-10]. Available at: <<http://www.ucitsxxv.eu/index.php/ucits-timeline/>>.
- [27] WOJCIK, D. et al. (2007) *European financial geographies. Growth and change*. 38.2: 167-173.
- [28] WOLL, C. (2013). Lobbying under pressure: the effect of salience on European Union hedge fund regulation. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 51.3: 555-572.

e-mail: miroslav.zetek@gmail.com
Katedra financí
Fakulta ekonomických studií
Vysoká škola finanční a správní
Estonská 500, 101 01, Praha 10 - Vršovice
Česká republika