

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Tomáš Špaček

Finanční trh a jeho právní aspekty

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 29.11.2018

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 137 194 znaků včetně mezer.

.....

Tomáš Špaček

V Praze dne 29. listopadu 2018

Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval vedoucímu mé diplomové práce, panu JUDr. Petru Kotábovi, Ph.D. za jeho pomoc při jejím zpracování, ochotu a podnětné konzultace.

Obsah

Úvod	6
1. Finanční trh.....	8
1.1. Pojem finančního trhu.....	8
1.2. Srovnání pojetí finančního trhu.....	9
2. Subjekty kapitálového trhu	13
2.1. Obchodník s cennými papíry	13
2.2. Investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce	19
2.3. Obchodní systémy	19
2.4. Centrální depozitář	19
2.5. Ústřední protistrana	20
2.6. Registr obchodních údajů.....	22
3. Nástroje kapitálového trhu	24
3.1. Pojem nástrojů kapitálového trhu.....	24
3.2. Investiční cenné papíry.....	25
3.3. Cenné papíry kolektivního investování	26
3.4. Deriváty	26
4. Investiční služby.....	30
4.1. Mnohostranný a organizovaný obchodní systém	30
4.2. Investiční poradenství	31
4.3. Přijímání a předávání pokynů.....	31
4.4. Obhospodařování majetku zákazníka	37
4.5. Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet	37
4.6. Upisování nebo umísťování investičních nástrojů.....	38
5. Ochrana investorů na kapitálovém trhu	40
5.1. Poskytování investičních služeb s odbornou péčí	41
5.2. Posuzování vhodnosti a přiměřenosti	47
5.3. Provádění pokynů za nejlepších podmínek.....	52
6. Zneužívání trhu	53
6.1. Ochrana vnitřních informací.....	53
6.2. Manipulace s trhem.....	59
Závěr	65
Seznam použitých zkratk	68
Seznam použitých zdrojů.....	71

Abstrakt	79
Abstract and title of thesis in English	80
Klíčová slova	81
Key words	81

Úvod

Dění na finančním trhu má dopad na každodenní životy prakticky všech lidí. Například i na ty, kteří žádnou finanční službu nevyužívají, bude mít dopad výše repo sazby, od níž se odvíjí výše zákonného úroku z prodlení. Lidí, kteří nevyužívají žádnou službu finančního trhu, je však čím dál méně, prakticky každý do větší či menší míry služeb finančního trhu využívá, například tím, že spoří nebo investuje za účelem zhodnocení úspor. Je proto nutné, aby existoval právní rámec, který zajistí efektivní fungování finančního trhu.

Vzhledem k rozsahu právní problematiky finančního trhu je nutná určitá selekce toho, čemu se tato diplomová práce bude věnovat. Téma této práce jsem se proto rozhodl zúžit tak, že se bude věnovat trhu finančních nástrojů ve smyslu směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID II), respektive investičních nástrojů podle terminologie ZPKT. To však neznamená, že by vycházela pouze z těchto dvou právních předpisů, naopak bude pokrývat i další právní předpisy, které jsou pro tuto oblast relevantní.

Cílem této diplomové práce je analyzovat právní úpravu trhu finančních nástrojů a poukázat na její slabiny, případně na její silné stránky. Protože je pro efektivní finanční trh žádoucí spíše jeho propojení než oddělení, domnívám se, že je žádoucí i to, aby byla jeho právní úprava vnímána nejen jako uzavřený, s ničím nesouvisející systém, ale naopak v kontextu právní úpravy v dalších právních řádech. Důležitost takového přístupu zdůrazňuje i to, kolik právních norem českého práva má původ v právu Evropské unie, které zase v mnoha případech vychází ze závěrů různých mezinárodních konferencí, organizací či komisí. Proto bude předmětem této diplomové práce krom českého práva také evropské právo, a kde to bude vhodné, odkážu se na práva dalších zemí. Při zpracování této práce budu vycházet ze stavu k 29. listopadu 2018, nevyplývá-li z konkrétní části jinak. V této práci budu používat deskripci, zastoupena bude ale i analytická a syntetická metoda.

Diplomová práce je rozdělena do šesti kapitol, úvodu a závěru. Kapitoly se člení do podkapitol. První kapitola definuje finanční trh a zabývá se jeho dělením. Protože jsou právní aspekty finančního trhu tradičním předmětem vědy finančního práva, jsou i základní pojmy z této oblasti notoricky známé. První podkapitola první kapitoly proto popisuje pouze základní dělení, které je na finanční trh aplikováno. Druhá podkapitola

první kapitoly pak využívá toho, že je k dispozici širší odborné literatury z oblasti finančního trhu k tomu, aby srovnala jeho existující definice. Druhá kapitola se zabývá osobami, které působí na trhu finančních nástrojů. Jak může vyplývat z určitého pojetí subjektů finančního trhu, bylo by možné za ně považovat mnoho různých osob. Tato kapitola proto tento rozsah omezuje tím, že se věnuje vybraným osobám, předmětem jejichž činnosti jsou služby poskytované na trhu finančních nástrojů. Nejvíce se tato kapitola soustředí na obchodníka s cennými papíry, protože on je tím, kdo investorům zprostředkovává přístup ke kapitálovému trhu. Třetí kapitola pak rozebírá samotné finanční, respektive investiční nástroje. Čtvrtá kapitola se týká hlavních investičních služeb, které mohou být ve vztahu k investičním nástrojům poskytovány. Pátá kapitola se věnuje vztahu mezi investorem a obchodníkem s cennými papíry, na který nahlíží prizmatem základních právních institutů, které jsou určeny k ochraně investorů na trhu finančních nástrojů. Investorem rozumím osobu, která je příjemcem investičních služeb, a tedy zákazník dle terminologie ZPKT. Konečně šestá kapitola se zabývá činnostmi, které jsou na trhu finančních nástrojů zakázány, tedy zneužíváním trhu.

1. Finanční trh

1.1. Pojem finančního trhu

Trh můžeme definovat jako místo, kde dochází ke směně mezi kupujícími a prodávajícími,¹ přičemž nejčastěji dochází ke směně zboží a služeb za peníze. V závislosti na tom, jaké zboží nebo služby jsou směňovány, můžeme potom trh dělit na jednotlivé druhy. Definice finančního trhu, které můžeme nalézt v právníkové i ekonomické literatuře, uvádějí, že finanční trh je „*místem, kde se střetávají nabídka a poptávka po penězích*“;² respektive „*místo střetu nabídky relativně disponibilních peněžních prostředků v různých formách a poptávce po nich*“.³ Některé zdroje vysvětlují pojem „místo“, které je v uvedených definicích obsaženo, jako „*system vztahů, nástrojů, subjektů a institucí*“.⁴ Nejde tedy o místo ve významu jednoho konkrétního fyzického umístění, ale je spíše nutné chápat ho jako pomyslný souhrn všech vztahů, nástrojů a účastníků, kteří na něm působí. Odloučení se od vnímání finančního trhu jako místa má tím větší význam, čím více je v rámci něho využívána technologie, která umožňuje jeho činnost, aniž by se tato musela odehrávat v jednom konkrétním umístění. Dále můžeme konstatovat, že předmětem směny na finančním trhu jsou peněžní prostředky. Nejobvyklejší dělení finančního trhu je dělení na peněžní a kapitálový trh v závislosti na době splatnosti instrumentů, se kterými se obchoduje. Jako hledisko časové lze nazvat i to, které dělí finanční trh na trhy promptní a termínované. Třetím typickým kritériem, které uvádí prakticky každá publikace, je dělení na primární a sekundární.

Peněžní trh je takový trh, na kterém se obchodují nástroje s dobou splatnosti do jednoho roku, zatímco na kapitálovém trhu jsou obchodovány ostatní nástroje. Při tomto dělení se však už odborná literatura liší v názoru na vztah mezi těmito dvěma trhy. Podle některých zdrojů stojí peněžní a kapitálový trh na stejné úrovni, podle jiných je peněžní trh jen podmnožinou kapitálového trhu. První z těchto přístupů má ekonomické opodstatnění, ale pro právní úpravu je dle mého názoru vhodnější, jak vysvětlují

¹ LIŠKA, Václav. *Makroekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2002. ISBN 80-864-1927-4. s. 90

² tamtéž

³ KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018. ISBN 978-80-7552-935-0. s. 206-207

⁴ BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Petr KOTÁB, Hana MARKOVÁ a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckovy právníkové učebnice. ISBN 978-80-7400-440-7. s. 102-103

v kapitole věnované nástrojům, pokud peněžní trh zařazuje pod kapitálový trh tak, jak to dělá i český právní řád.

Druhé ze zmíněných časových hledisek spočívá v rozdělení podle toho, kdy dojde k vypořádání uzavřeného obchodu. Pokud ihned, případně do několika dní, nazývají se takové obchody jako promptní nebo spotové. Když má k vypořádání dojít po delší době od uzavření obchodu, nazývají se takové obchody jako termínované.

Rozdíl mezi primárním a sekundárním trhem je v tom, jestli při obchodu dochází k prvotnímu nabytí od emitenta, nebo nikoliv. Pokud ano, jde o primární trh, v opačném případě jde o trh sekundární.

1.2. Srovnání pojetí finančního trhu

Při výkladu pojmu finanční trh obvykle odborná literatura postupuje tak, že definuje pojem trh, následně uvede, že se na něm obchodují finanční nástroje, a zařadí ho vedle dalších druhů trhů. Nakonec definuje finanční nástroje a osoby, které s nimi na finančním trhu obchodují. V této podkapitole bych rád srovnal několik definic finančního trhu s cílem určit, zda se jeho pojetí shoduje v ekonomické a právní literatuře a také v České republice a zahraničí. Níže uvádím přehled z náhodného vzorku literatury, která se věnuje finančnímu trhu. U každého vzorku uvádím, jak definuje finanční trh, co je podle daného zdroje na finančním trhu obchodováno, tedy objekt finančního trhu a pak to, kdo podle daného zdroje na finančním trhu působí, tzn. subjekt finančního trhu. U každého zdroje odkazuji zemi původu (ČR – Česká republika, SR – Slovensko, FR – Francie, VB – Velká Británie) a kategorizuji ho jako zaměřený na ekonomii (E), nebo na právo (P).

Definice:⁵ trh finančního kapitálu

Objekt: finanční investiční instrumenty

Subjekt: investoři

ČR/E

Definice:⁶ místo, kde se střetává nabídka a poptávka po penězích

⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 46

⁶ LIŠKA, Václav. *Makroekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2002. ISBN 80-864-1927-4. s. 90 a 216-230

Objekt: dočasně volné peněžní prostředky
Subjekt: instituce se speciálním oprávněním
ČR/E

Definice:⁷ místo střetu nabídky relativně disponibilních prostředků v různých formách a poptávky po nich
Objekt: peněžní prostředky
Subjekt: nabízející, poptávající a řada dalších subjektů
ČR/P

Definice:⁸ systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmisťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky
Objekt: peněžní prostředky
Subjekt: subjekty, které pociťují relativní přebytek peněžních prostředků a subjekty, které pociťují relativní nedostatek
ČR/P

Definice:⁹ místo, kde se střetává nabídka volných finančních prostředků v podobě úspor různých ekonomických subjektů a poptávka různých ekonomických subjektů po těchto prostředcích, které se využívají jako investice
Objekt: volné finanční prostředky v podobě úspor
Subjekt: různé ekonomické subjekty
SR/E

Definice:¹⁰ trh, na kterém jsou vydávány a obchodovány středně a dlouhodobé cenné papíry (sedm a více let), jako jsou akcie a dluhopisy
Objekt: středně a dlouhodobé cenné papíry
Subjekt: --
FR/P

⁷ KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018. ISBN 978-80-7552-935-0. s. 206-207

⁸ BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Petr KOTÁB, Hana MARKOVÁ a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-440-7. s. 102-103

⁹ CHOVANCOVÁ, Božena a kol. *Finančné trhy: nástroje a transakcie*. Druhé, prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-8168-330-5. s. 17

¹⁰ Raymond Guillien, Jean Vincent a kol. *Lexique des termes juridiques*, Paris, Dalloz, 2005, ISBN 2-247-06071-4. s. 397

Definice:¹¹ systém, kterým kupující a prodávající registrují poptávku a nabídku a mechanismus, kterým jsou objednávky spárovány a transakce provedeny

Objekt: finanční nástroje

Subjekt: kupující a prodávající

VB/P

Definice:¹² trh je místo, kde se setkávají obchodníci; na finančním trhu se soustředí peníze nebo jiná aktiva

Objekt: peníze nebo jiná finanční aktiva

Subjekt: zprostředkovatelé, kupující, prodávající, věřitelé a dlužníci

VB/P

Definice:¹³ jakýkoliv organizovaný proces, jímž mohou být finanční kontrakty nebo nároky vydávány a obchodovány

Objekt: finanční kontrakty nebo nároky

Subjekt: --

VB/P

Pokud uvedené definice srovnáme, můžeme dojít k několika závěrům: panuje všeobecná shoda na tom, že finanční trh je místo nebo mechanismus, prostřednictvím něhož dochází ke směně určitých statků. Existují ale dva úhly pohledu na to, jaké statky to jsou. Podle jednoho to jsou finanční instrumenty. Ponechme nyní stranou snahu definovat tento pojem, jeho případné odlišné pojmenování a vymezení v uvedených zdrojích, ale spíše ho dejme do kontrastu s druhým pojetím toho, co je na finančním trhu obchodováno, tzn. s peněžními prostředky. Lze konstatovat, že v tomto případě jde opravdu o úhel pohledu. Pokud totiž na jedné straně stojí disponibilní peněžní prostředky, stojí na druhé straně finanční instrumenty, za které jsou tyto peněžní prostředky vyměňovány. Jde tedy zřejmě o to, co je podle daného pojetí finančního trhu podstatou transakce. V prvním případě jsou to peněžní prostředky a finanční instrumenty stojí

¹¹ ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. s. 101

¹² WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*: University Edition. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s. 334-335

¹³ BLAIR, Michael C, George Alexander WALKER a Stuart WILLEY. *Financial markets and exchanges law*. Second edition. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2012. ISBN 978-0-19-960165-3. s. 19

v pozadí jako protiplnění, ve druhém případě jde naopak o finanční instrumenty, za které jsou poskytovány peněžní prostředky. Tato dvě pojetí se nicméně nevylučují, ale naopak se doplňují.

Odlišně tomu je u subjektů finančního trhu, když podle jedné z definic jde pouze o speciální instituce, podnikatele, kteří se působením na finančním trhu profesionálně zabývají, podle jiných patří do subjektů finančního pouze investoři a podle dalších to jsou nabízející, poptávající i další zprostředkovatelé, kteří se podílejí na transakcích uskutečňovaných na finančním trhu.

Jako zvláštní bych navíc zdůraznil tu definici, která se odlišuje od ostatních tím, že do finančního trhu řadí jen středně a dlouhodobé cenné papíry.

2. Subjekty kapitálového trhu

Z definice finančního trhu v předchozí kapitole vyplývá, že na něm působí na jedné straně ti, kteří disponují přebytkem finančních prostředků, a na druhé ti, kteří jich mají nedostatek. První stranu si můžeme označit jako nabízející, druhou jako poptávající. Kromě nich však na finančním trhu působí celá řada dalších subjektů, kteří se podílejí na zprostředkovávání směny mezi nabízejícími a poptávajícími. Zatímco legální definici části z nich, a to konkrétně účastníků kapitálového trhu, můžeme najít v § 5 zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu, zákonnou definici účastníků ostatních druhů finančního trhu bychom hledali marně.

Zmíněné ustanovení vymezuje účastníky kapitálového trhu jako vlastníka a emitenta cenných papírů a jiných investičních nástrojů, osoby zavázané z těchto cenných papírů, investora a poskytovatele služeb. Poskytovateli služeb se pak rozumí obchodník s cennými papíry, zahraniční obchodník s cennými papíry, který poskytuje na území České republiky investiční služby prostřednictvím pobočky, osoba provádějící přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů za podmínek stanovených zvláštním zákonem, depozitář, organizátor regulovaného trhu, osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry, centrální depozitář, Česká národní banka v rozsahu vedení evidence cenných papírů. Zvláštním zákonem, který stanovuje podmínky pro osobu provádějící přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, je již zrušený zákon o cenných papírech, přičemž jeho § 45a upravoval osobu oprávněnou poskytovat investiční službu přijímání a předávání pokynů. ZPKT nad rámec těchto osob upravuje ještě investičního zprostředkovatele, vázaného zástupce, poskytovatele služeb hlášení údajů a garanční fond obchodníků s cennými papíry.

2.1. Obchodník s cennými papíry

Ten, kdo bude chtít obchodovat na kapitálovém trhu, lhostejno jestli jako nabízející, nebo poptávající, bude potřebovat subjekt, který mu poskytne příslušnou investiční službu. V odborné literatuře, především zahraniční, se můžeme setkat s termínem investiční banka. Jde o termín nezpochybnitelně spojený s investicemi na kapitálovém trhu, a přestože v literatuře existují množství různě širokých definic, jedna z těch, které definují investiční bankovníctví, říká, že jde o „*souhrn činností a produktů bank na finančním trhu, včetně poskytování odpovídajících poradenských,*

administrativních, technických aj. služeb“.¹⁴ Investiční banky jsou tedy subjekty, které poskytují služby jak emitentům investičních nástrojů (tzv. sell-side investment bank), tak investorům (tzv. buy-side investment bank). Služby investičních bank souvisejí s emisí investičních nástrojů, které využívají emitenti, tedy ti, kteří na kapitálovém trhu poptávají peněžní prostředky, zahrnují činnosti jako je upisování nebo umístování investičních nástrojů nebo výzkum a analýza související s obchodováním s investičními nástroji. Služby investičních bank, které využívá strana nabízející peněžní prostředky, což jsou investoři, spočívají např. taktéž v analýzách a poradenské činnosti, ale třeba i v poskytnutí v úvěru, který investoři využijí k investici. Přestože se tyto popisované instituce označují jako investiční banky, využívání tzv. bankovního monopolu, který zákon o bankách vyjadřuje tak, že „*bez licence nesmí nikdo přijímat vklady od veřejnosti, pokud zvláštní zákon nestanoví jinak*“, ¹⁵ není předmětem činnosti investičního bankovníctví, ale tzv. komerčního bankovníctví. Právní úprava však tyto dva druhy bankovníctví nijak výrazně neodlišuje, není proto vyloučeno, aby služby investičního bankovníctví a komerčního bankovníctví, tj. zejména přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování úvěrů, poskytovala jedna osoba, samozřejmě za předpokladu splnění všech relevantních podmínek zákona o bankách. Pro poskytování služeb investičního bankovníctví je nutné získat povolení ve vztahu k investičním službám, které uvádí § 4 odst. 2, případně i odst. 3 ZPKT. Toto povolení může získat obchodník s cennými papíry,¹⁶ kterým se ale v ZPKT rozumí i banka,¹⁷ která má v licenci povoleno poskytovat hlavní investiční služby. Kromě těchto obchodníků s cennými papíry, kteří mají povolení od České národní banky, mohou investiční služby poskytovat v České republice i osoby, které mají povolení od orgánu dohledu jiného členského státu Evropské unie.¹⁸

Jak už bylo uvedeno výše, v České republice není investiční a komerční bankovníctví oddělené a existuje zde tzv. univerzální model bankovníctví. Tento model se vyskytuje i v dalších zemích kontinentální Evropy.¹⁹ Naopak např. Spojené království

¹⁴ POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. V Praze: C.H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7. s. 392

¹⁵ § 2 odst. 1 zákona o bankách

¹⁶ § 5 odst. 1 a § 6 odst. 2 ZPKT

¹⁷ § 5 odst. 3 ZPKT

¹⁸ § 24 odst. 1 ZPKT

¹⁹ POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. V Praze: C.H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7. s. 400

se rozhodlo jít směrem částečně odděleného komerčního a investičního bankovníctví.²⁰ Na základě legislativy přijaté podle doporučení Nezávislé komise pro bankovníctví (Independent Commission on Banking)²¹ musejí od roku 2019 britské banky, u nichž tzv. hlavní vklady překročí 25 miliard liber, oddělit své základní bankovní služby, za které se považuje přijímání vkladů a příchozí převody, výběr peněz a odchozí převody z účtu a tzv. kontokorentní úvěr, od zbytku bankovních služeb.²² Obdobně ve Spojených státech zakazuje § 619 zákona Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, přezdívaný jako Volcker Rule, aby banky obchodovaly s investičními nástroji na vlastní účet a měly podíl na hedgeovém fondu nebo soukromém investičním fondu (private equity fund). Jak britský zákon Financial Services (Banking Reform) Act 2013, tak americký Dodd-Frank act byly přijaty jako reakce na finanční krizi. Stejně tak po velké hospodářské krizi, která začala v roce 1929, se v USA projevila snaha oddělit investiční a komerční bankovníctví v zákoně Glass-Steagall act, který byl nakonec v roce 1999 zrušen. Obdobně se tedy dají očekávat snahy zrušit nyní oddělení investičních aktivit od komerčního bankovníctví, jak už se tomu u Dodd-Frankova zákona ostatně děje.

Obchodníkem s cennými papíry může být pouze akciová společnost nebo společnost s ručením omezeným.²³ Evropské právo však připouští i to, aby jím za určitých podmínek byla i fyzická osoba.²⁴ Společnost s ručením omezeným ale musí mít zřízenou dozorčí radu.²⁵

Obchodník s cennými papíry musí být důvěryhodný.²⁶ Za důvěryhodnou považuje ZPKT takovou osobu, „jejíž dosavadní činnost dává předpoklad řádného výkonu činnosti podle tohoto zákona“.²⁷ K výkladu tohoto pojmu vydala Česká národní banka úřední

²⁰ Bank of England. *Structural reform* [online]. březen 2018 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/key-initiatives/structural-reform>

²¹ The Independent Commission on Banking. *Final Report* [online]. září 2011 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20120827143059/http://bankingcommission.independent.gov.uk/>

²² Financial Conduct Authority. *Ring-fencing* [online]. září 2016 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.fca.org.uk/consumers/ring-fencing>

²³ § 6 odst. 1 písm. a) ZPKT

²⁴ čl. 4 odst. 1 bod 1) MiFID II

²⁵ § 6 odst. 1 písm. j) ZPKT

²⁶ § 6 odst. 1 písm. c) ZPKT

²⁷ § 197 ZPKT

sdělení,²⁸ ze kterého plyne, že důvěryhodnost má dvě složky, a to jednak dodržování právních a etických pravidel, jednak morální profil a integritu. V tomto úředním sdělení uvádí řadu dalších faktorů, které bere v úvahu při posuzování důvěryhodnosti, přičemž je dělí na podmínky, za kterých osobu nepovažuje za důvěryhodnou, a za kterých existují závažné pochybnosti o důvěryhodnosti. Jako pozoruhodné bych zmínil zejména dva body, na jejichž základě mají být založeny závažné pochybnosti o důvěryhodnosti osoby, „u které bylo zahájeno trestní stíhání ... a toto trestní stíhání stále trvá“²⁹ nebo „u které bylo zahájeno přestupkové nebo jiné řízení o správním deliktu ... a toto řízení stále trvá.“³⁰ Česká národní banka v takovém případě zohledňuje mj. „intenzitu zavinění posuzované osoby (úmyslné, nedbalostní, bez zavinění)“.³¹ Zde stojí za to zamyslet se nad tím, jestli tento postup není v rozporu s Listinou základních práv a svobod, zejména proto, že „[k]aždý, proti němuž je vedeno trestní řízení, je považován za nevinného, pokud pravomocným odsuzujícím rozsudkem soudu nebyla jeho vina vyslovena“.³² Navíc „[j]en soud rozhoduje o vině a trestu za trestné činy“.³³ Přitom součástí posouzení viny je i subjektivní stránka pachatele, tzn. i zavinění.³⁴ Pokud by tedy Česká národní banka posuzovala zavinění u neskončených řízení, nahrazovala by tím roli soudu, případně správního orgánu příslušného k vedení řízení o daném přestupku. Ale i kdyby nezohledňovala zavinění, stále existuje otázka, zda to, že zohledňuje řízení, které není pravomocně skončené, jako okolnost, která může jít k tíži osoby, nenaráží na zmíněné ústavní limity.

Podle obecné úpravy pracovního práva „[z]aměstnavatel může převést zaměstnance na jinou práci, bylo-li proti zaměstnanci zahájeno trestní řízení pro podezření z úmyslné trestné činnosti spáchané při plnění pracovních úkolů nebo v přímé souvislosti s ním ke škodě na majetku zaměstnavatele, a to na dobu do pravomocného skončení trestního řízení...“.³⁵ Pokud tedy pracovní právo, podle něhož je jedním z jeho

²⁸ úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013, částka 13/2013 věstníku České národní banky k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost

²⁹ bod k) odstavce 2.2 části I přílohy tamtéž

³⁰ bod l) odstavce 2.2 části I přílohy tamtéž

³¹ odstavec 2.2. části I přílohy tamtéž

³² čl. 40 odst. 2 Listiny základních práv a svobod

³³ čl. 40 odst. 1 Listiny základních práv a svobod

³⁴ JELÍNEK, Jiří. *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. 6. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Leges, 2017. Student (Leges). ISBN 978-80-7502-236-3. s. 218-251

³⁵ § 41 odst. 2 písm. b) zákoníku práce

cílů „zvláštní zákonná ochrana postavení zaměstnance“³⁶ umožňuje, aby byl zaměstnanec přeřazen k výkonu jiné práce už v situaci, kdy proti němu probíhá trestní řízení, lze argumentovat tím, že je tím více žádoucí, aby taková osoba nevykonávala činnost ve velmi regulovaném odvětví, ve kterém dochází k nakládání s prostředky zákazníků a jehož případná nestabilita může mít významný dopad i na další odvětví ekonomiky.

Zkusme se ale také zamyslet nad tím, jak by vypadala situace v případě, kdy by obchodník s cennými papíry (respektive osoba žádající o udělení povolení k činnosti) nebo osoba, pomocí které vykonává činnost, byli trestně stíháni, kvůli čemuž by byli shledáni nedůvěryhodnými, ale následně by došlo ke zproštění obžaloby. Nejprve se tedy zamysleme nad samotným žadatelem o povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, poté nad jeho zaměstnanci.

Na místě by zřejmě byla aplikace zákona o odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu veřejné moci rozhodnutím nebo nesprávným úředním postupem. Podle Nejvyššího soudu „[j]e ustálenou soudní praxí, že podle zákona č. 82/1998 Sb. odpovídá stát i za škodu způsobenou zahájením (vedením) trestního stíhání, které neskončilo pravomocným odsuzujícím rozhodnutím trestního soudu. Protože zákon tento nárok výslovně neupravuje, vychází se z analogického výkladu úpravy nejbližší, a to z úpravy odpovědnosti za škodu způsobenou nezákonným rozhodnutím, za něž je považováno rozhodnutí, jímž se trestní stíhání zahajuje“.³⁷ Náhradu škody by tedy v tomto případě měla poskytnout Česká republika, za kterou by jednalo Ministerstvo spravedlnosti.³⁸

Pokud jde o zaměstnance nebo o potenciálního zaměstnance, pomocí kterého vykonává obchodník s cennými papíry svou činnost, i u nich musí být zajištěna důvěryhodnost.³⁹ Zaměstnavatel sice nesmí od zaměstnance zjišťovat informace o jeho trestněprávní bezúhonnosti, avšak toto neplatí, vyžaduje-li to právní předpis.⁴⁰ Obchodník s cennými papíry by tedy zřejmě mohl odmítnout uchazeče o zaměstnání z toho důvodu, že proti němu probíhá trestní nebo přestupkové řízení za stanovené trestné činy nebo

³⁶ § 1a odst. 1 písm. a) zákoníku práce

³⁷ rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 25. září 2012, sp. zn. 30 Cdo 265/2012

³⁸ § 6 odst. 1 a odst. 2 písm. a) zákona o odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu veřejné moci rozhodnutím nebo nesprávným úředním postupem

³⁹ § 6 odst. 1 písm. h) bod 3. ZPKT

⁴⁰ § 316 odst. 4 zákoníku práce

přestupky. Tím spíše by mohl odmítnout uchazeče o zaměstnání z dalších důvodů, které Česká národní banka uvádí jako faktory, které ovlivňují důvěryhodnost, protože u těchto již vůbec nelze uvažovat nad tím, že by mohly být v rozporu s ústavně zaručenými právy. V případě stávajícího zaměstnance se pak nabízí otázka, jak k němu musí nebo může obchodník s cennými papíry přistupovat v situaci, kdy u něho nastane některý z faktorů ovlivňující důvěryhodnost. A dále pak také, zda může od zaměstnance vyžadovat, aby mu takové skutečnosti oznamoval. Na druhou otázku bude odpověď ano vzhledem k tomu, že je jeho povinností zajišťovat, aby byly osoby, pomocí které vykonává činnost, důvěryhodné,⁴¹ přičemž ale některé z faktorů, které důvěryhodnost ovlivňují, nemůže zjistit z veřejných zdrojů. Odpovědět na první otázku je ale složitější, zejména ve vztahu ke kritériím, která zakládají závažné pochybnosti o důvěryhodnosti. Když budou dány u zaměstnance podmínky, na základě nichž přestane být důvěryhodný, nabízí se možnost výpovědi z pracovního poměru podle § 52 písm. f) zákoníku práce, protože nesplňuje předpoklady stanovené právními předpisy. „*Ustanovení § 46 odst. 1 písm. e/ zák. práce (nyní § 52 písm. f) – pozn. autora) umožňuje dále organizaci dát pracovníku výpověď proto, že pracovník nesplňuje bez zavinění organizace požadavky, které jsou nezbytnou podmínkou pro řádný výkon jeho práce.*“⁴² U podmínek, které zakládají „pouze“ závažné pochybnosti o důvěryhodnosti však musí být v konkrétním případě posouzeno, zda tyto podmínky dosahují takové intenzity, aby byl zaměstnanec nedůvěryhodný. Pokud však zaujmeme preventivní přístup s tím, že je při pochybnostech na zaměstnance potřeba spíše hledět jako na nedůvěryhodného, může to být v rozporu se zájmem na ochraně zaměstnance podle pracovního práva.

Obchodník s cennými papíry dále musí splňovat požadavky na počáteční kapitál, který má být ve výši stanovené v závislosti na tom, které investiční služby poskytuje, požadavky na osoby, jež na něm mají kvalifikovanou účast, obchodní plán a předpoklady věcného, personálního a organizačního charakteru. Pokud žádá o povolení ve vztahu k investičním službám spočívajícím v provozování obchodního systému, musí mít pravidla pro jejich provoz.⁴³

⁴¹ § 6 odst. 1 písm. h) bod 3. ZPKT

⁴² závěry ze semináře uspořádaného 19. 6. 1975 Nejvyšším soudem ČSSR, Nejvyšším soudem ČSR a Nejvyšším soudem SSR k uvedení novelizovaných ustanovení zákoníku práce do praxe soudů; Nejvyšší soud ČSSR, Cpj 104/74

⁴³ § 6 odst. 1 ZPKT

2.2. Investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce

Obchodník s cennými papíry, stejně jako banka, investiční společnost, obhospodařovatel fondu kolektivního investování a samosprávný fond, se může při poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a investičního poradenství týkající se investičních nástrojů nechat zastoupit, a to investičním zprostředkovatelem. Tento subjekt může zmíněné investiční služby poskytovat jen ve vztahu k taxativně vyjmenovaným investičním nástrojům. Alternativní možností je ustanovení vázaného zástupce. Směrnice MiFID dávala členským státům diskreci ohledně toho, zda jejich legislativa umožní využívání zástupců,⁴⁴ směrnice MiFID II však tuto možnost diskrece zrušila a všechny členské státy proto musejí umožnit využívání vázaných zástupců.⁴⁵ Nevýhodou vázaného zástupce je to, že může zastupovat pouze jeden subjekt.

2.3. Obchodní systémy

S investičními nástroji lze obchodovat buď na organizovaném trhu, nebo tzv. OTC (over the counter). Právní úprava umožňuje existenci různých druhů více či méně organizovaných trhů. Provozování mnohostranného obchodního systému nebo organizovaného obchodního systému je „pouze“ investiční službou, v případě třetího z obchodních systémů je potřeba získat povolení od České národní banky, které se uděluje organizátorovi regulovaného trhu.

2.4. Centrální depozitář

Aby se právnická osoba mohla stát centrálním depozitářem, musí mít sídlo v České republice⁴⁶ a získat povolení od České národní banky.⁴⁷ Centrální depozitář vede centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů,⁴⁸ a to na účtech vlastníků nebo účtech zákazníků, provádí nahrazení listinných cenných papírů zápisem do příslušné evidence a provozuje vypořádací systém.⁴⁹ Představuje tak klíčovou součást infrastruktury v oblasti obchodování s finančními nástroji, které svou činností značně usnadňuje. Díky tomu, že

⁴⁴ čl. 23 odst. 1 MiFID

⁴⁵ čl. 29 odst. 1 MiFID II

⁴⁶ § 100 odst. 1 ZPKT

⁴⁷ §192a odst. 1 písm. f) ZPKT

⁴⁸ § 91 ZPKT

⁴⁹ oddíl A přílohy nařízení 909/2014

u zaknihovaných cenných papírů postačí k dispozici s nimi zápis do příslušné evidence,⁵⁰ jsou takové operace mnohem jednodušší než u cenných papírů listinných. V evidenci centrálního depozitáře jsou vedeny všechny převoditelné cenné papíry, které jsou obchodovány v obchodních systémech.⁵¹

2.5. Ústřední protistrana

Ústřední protistranou je „*právníká osoba, která vstupuje mezi strany smluv uzavíraných na jednom či na několika finančních trzích, a stává se tak kupujícím pro každého prodávajícího a prodávajícím pro každého kupujícího.*“⁵² Tímto přenesením dojde zároveň k přenesení kreditního rizika jednotlivých stran uzavřené smlouvy na ústřední protistranu, což představuje větší jistotu pro obě strany. Ústřední protistrany tedy představují prostředek zmírnění systémového rizika. Protože, že v sobě centrální protistrana koncentruje rizika ostatních účastníků trhu, vyžaduje velmi přísnou regulaci.⁵³

Prostřednictvím ústřední protistrany musí být prováděn clearing všech kategorií OTC derivátů, u kterých byla stanovena povinnost clearingů a které splňují další stanovené podmínky týkající se typu smluvních stran.⁵⁴ Povinnosti provádět clearing prostřednictvím ústřední protistrany tak podléhají OTC deriváty, pokud alespoň jednou ze stran je finanční smluvní strana nebo nefinanční smluvní strana, „*pokud průměrná rolující pozice překračuje po dobu 30 pracovních dnů příslušný práh.*“⁵⁵ Za finanční smluvní stranu se považují investiční podniky, úvěrové instituce, pojišťovny a životní pojišťovny, zajišťovny, SKIPCP, instituce zaměstnaneckého penzijního pojištění a alternativní investiční fond.⁵⁶ Zde se také projevuje extraterritoriální působnost nařízení EMIR, protože povinnost clearingů je stanovena i pro strany ze třetích zemí, „*jestliže má daná smlouva přímý, podstatný a předvídatelný vliv v Unii.*“⁵⁷ Určení kategorií derivátů, které podléhají povinnosti centrálního clearingů, může být provedeno dvěma způsoby:

⁵⁰ srov. § 1104 občanského zákoníku

⁵¹ čl. 3 odst. 1 nařízení 909/2014

⁵² čl. 2 odst. 1 nařízení EMIR

⁵³ ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. s. 418-419

⁵⁴ čl. 4 odst. 1 nařízení EMIR

⁵⁵ čl. 10 odst. 1 písm. b) nařízení EMIR

⁵⁶ čl. 2 bod 8 nařízení EMIR

⁵⁷ čl. 4 odst. 1 písm. a) bod v) nařízení EMIR

bud' s využitím progresivního plánování na základě čl. 5 odst. 2 nařízení EMIR poslouží jako východisko pro nové kategorie ty, které povinnosti centrálního clearingů již podléhají, nebo prostřednictvím retrogradního plánování na základě čl. 5 odst. 3 tohoto nařízení může Evropský orgán pro cenné papíry a trhy z vlastní iniciativy stanovit, u kterých kategorií derivátů, pro jejichž clearing nemá žádná ústřední protistrana povolení, by měl být clearing povinně prováděn.⁵⁸

Aby mohly strany derivátové smlouvy provádět clearing prostřednictvím ústřední protistrany, musejí být jejím členem, klientem, nebo uzavřít nepřímé ujednání o clearingů s osobou, která už je členem.⁵⁹

Právní předpisy stanovují řadu podrobných povinností, které musí ústřední protistrana splňovat, a to zejména obezřetnostní požadavky, pravidla řízení obchodní činnosti a organizační požadavky. Právní osoba se sídlem v Evropské unii, která tyto zákonné podmínky splňuje, může požádat o povolení k činnosti ústřední protistrany.⁶⁰ V České republice je příslušným orgánem pro povolování ústředních protistran Česká národní banka,⁶¹ nicméně dosud zde žádná osoba takové povolení nezískala.⁶² Ústřední protistrany ze třetích zemí mohou požádat o uznání, které jim umožní poskytovat clearingové služby v Evropské unii.⁶³

Impulzem pro přijetí regulace OTC derivátů upravené v nařízení EMIR, která zahrnuje i clearing prostřednictvím ústřední protistrany, byla schůzka představitelů skupiny G-20 v Pittsburghu dne 26. září 2009,⁶⁴ a tato právní úprava reaguje zejména na krizi z roku 2008. Velmi podobnou právní, která vyžaduje clearing prostřednictvím ústřední protistrany, lze tedy nalézt i v dalších jurisdikcích mimo Evropskou unii. Ve

⁵⁸ European Securities and Markets Authority. *Clearing obligation and Risk mitigation techniques under EMIR* [online]. únor 2018 [cit. 2018-11-05]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearing-obligation>

⁵⁹ čl. 4 odst. 3 nařízení EMIR

⁶⁰ čl. 14 odst. 1 nařízení EMIR

⁶¹ § 192b odst. 1 ZPKT

⁶² European Securities and Markets Authority. *List of Central Counterparties authorised to offer services and activities in the Union* [online]. srpen 2018 [cit. 2018-11-06]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorized_under_emir.pdf

⁶³ čl. 25 odst. 1 nařízení EMIR

⁶⁴ recitál 5 nařízení EMIR

Spojených státech ji nalezneme hlavě VII (*Title VII*) výše již zmíněného Dodd-Frankova zákona.

2.6. Registr obchodních údajů

Nařízení EMIR, které má za cíl zajistit stabilitu trhu v oblasti derivátových obchodů, stojí na třech pilířích: jednak jde o techniky zmírňování rizika, dále o povinnost clearingů stanovených derivátů prostřednictvím ústřední protistrany a třetím pilířem je oznamování, které je prováděno prostřednictvím registru obchodních údajů.⁶⁵

Registry obchodních údajů jsou vedle ratingových agentur⁶⁶ osobami, které jsou dohlíženy Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy a nikoliv národními dohledovými orgány, nicméně stále existuje možnost přenést konkrétní úkoly v oblasti dohledu na příslušné orgány členského státu.⁶⁷ Registrem obchodních údajů je „*právní osoba, která centrálně sbírá a vede záznamy o derivátech*“.⁶⁸ Tyto subjekty tak umožňují shromažďovat a uchovávat informace o rizicích na trhu s deriváty.⁶⁹ Aby mohl registr obchodních údajů poskytovat služby, musí buď získat registraci u Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy⁷⁰, nebo jím musí být uznán, pokud je usazen v třetí zemi.⁷¹

Smluvní strany musejí oznamovat údaje o každém derivátu, který uzavřely, včetně změn a ukončení.⁷² Více než 90 % derivátových smluv v Evropské unii je uzavřeno formou OTC a jejich hodnota dosahuje stovek bilionů eur.⁷³ Pokud tedy budeme vycházet z předpokladu, že systémové riziko existuje⁷⁴ a je nutné ho regulovat, představují registry obchodních údajů důležitý zdroj informací o derivátovém trhu, na základě kterých mohou příslušné orgány v krizových obdobích dělat rozhodnutí. Protože jsou OTC deriváty

⁶⁵ hlava II nařízení EMIR

⁶⁶ čl. 15 odst. 1 a čl 21 nařízení o ratingových agenturách

⁶⁷ čl. 74 odst. 1 nařízení EMIR

⁶⁸ čl. 2 bod 2 nařízení EMIR

⁶⁹ recitál 41 nařízení EMIR

⁷⁰ čl. 55 odst. 1 nařízení EMIR

⁷¹ čl. 77 odst. 1 nařízení EMIR

⁷² čl. 9 odst. 1 nařízení EMIR

⁷³ European Securities and Markets Authority. *EU derivatives markets – a first-time overview* [online]. 2017 [cit. 2018-11-06]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-421_eu_derivatives_markets_-_a_first-time_overview.pdf

⁷⁴ WILLIAMS, Mark. *Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*. New York: The McGraw-Hill Companies, 2010. ISBN 978-0-07-174904-6. s. 213

soukromé smlouvy, o jejichž obsahu i stranách by jinak těžko existoval přehled, jsou registry obchodních údajů velmi důležitým prvkem k zajištění stability finančního trhu.

3. Nástroje kapitálového trhu

3.1. Pojem nástrojů kapitálového trhu

Jak už bylo řečeno výše, probíhá směna na finančním trhu prostřednictvím určitých nástrojů. Pokud budeme vycházet z dělení finančního trhu na peněžní a kapitálový trh, bude se nabízet i dělení nástrojů na nástroje peněžního a kapitálového trhu a s tím spojená otázka, které ze jsou vlastně které. Dle mého názoru však právní úprava nedává dostatečný podklad pro takové dělení, protože i nástroje, které by dle uvedeného dělení měly být nástroji peněžního trhu, mohou být zákonem zařazeny mezi nástroje kapitálového trhu, a naopak u některých instrumentů, které by na základě uvedeného rozdělení měly být nástroji kapitálového trhu, nenalezneme dostatečné pozitivněprávní argumenty pro takové zařazení. Jako příklad tohoto tvrzení lze uvést hypoteční úvěry, které budou typicky spláceny po dobu delší než jeden rok, přesto je zákon o podnikání na kapitálovém trhu neupravuje. Když se takové hypoteční úvěry použijí ke krytí dluhopisu (hypotečního zástavního listu), je už tento cenný papír i dle zákonných ustanovení investičním cenným papírem, tím pádem spadá do právní úpravy kapitálového trhu, z čehož můžeme dovozovat, že je zákonodárce považuje za nástroje kapitálového trhu. Když uvážíme jiný, obvyčejný dluhopis, který by měl splatnost kratší než jeden rok, dle teoretického rozdělení by již nešlo o nástroj kapitálového trhu, přestože by z hlediska investora princip jeho fungování nebyl zásadně odlišný: jde o cenný papír, který dává jeho vlastníkovu právo na splacení určité částky. „*Nástroji peněžního trhu jsou nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu, zejména pokladniční poukázky, vkladní listy a komerční papíry,*“ říká § 3 odst. 4 ZPKT, čímž naznačuje jednak to, že instrumenty, které nemají podobu cenného papíru, nepovažuje za nástroje peněžního trhu, ale také nabízí interpretaci, že je peněžní trh podle platného práva součástí trhu kapitálového. Takové zařazení dává podle mého názoru praktický smysl hlavně proto, že není žádoucí, aby zákon přistupoval různě k investičním nástrojům v závislosti na délce jejich splatnosti, protože odlišný právní režim pro dva nástroje, které se principem fungování neliší, by vyvolával spíše zmatky a potenciálně snahy o obcházení zákona, než aby byl ku prospěchu věci. Toto jsou úvahy, které mě vedou k tomu, abych se zde soustředil na nástroje kapitálového trhu ve smyslu investičních nástrojů dle ZPKT, které ale zahrnují i nástroje peněžního trhu.

Investiční nástroje vyjmenovává ZPKT v § 3 odst. 1. Tento výčet obsahoval dlouhodobě stejné typy nástrojů, novinkou mezi investičními nástroji jsou povolenky na emise skleníkových plynů, které sem byly zařazeny s účinností od 3. ledna 2018 v důsledku transpozice směrnice MiFID II. Tímto dochází ke sjednocení trhu s emisními povolenkami a v rámci regulace finančního trhu jsou nyní upraveny nejen termínové, ale i spotové obchody s těmito cennými papíry.⁷⁵ Lze se ztotožnit s odmítavým stanoviskem České národní banky k takovému zařazení,⁷⁶ protože v jeho důsledku bude regulátorem trhu s emisními povolenkami příslušný regulátor finančního trhu, což se jeví jako nekoncepční vzhledem k tomu, že smyslem povolenek je regulace vypouštění skleníkových plynů.

Evropské právo používá termín finanční nástroje,⁷⁷ nicméně obsah tohoto termínu odpovídá investičním nástrojům dle ZPKT. V této práci používám, nevyplývá-li z konkrétního případu něco jiného, označení investiční nástroje a finanční nástroje *promiscue*.

3.2. Investiční cenné papíry

Investiční cenné papíry jsou takové cenné papíry, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu.⁷⁸ Demonstrativní výčet v ZPKT uvádí, že jde zejména o akcie, dluhopisy, depozitní poukázky, cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení těchto investičních cenných papírů a cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů. „*Cenný papír je listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani*

⁷⁵ návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení [nařízení o infrastruktuře evropských trhů] o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů [online]. říjen 2011 [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_smernice_mifid_ii_a_narizeni_mifir_material_mifir.pdf s. 12

⁷⁶ Česká národní banka. *stanovisko České národní banky. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, bod 5.4 [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/mifid_stanovisko_cnb.pdf s. 9

⁷⁷ např. příloha I oddíl C MiFID II

⁷⁸ § 3 odst. 2 ZPKT

převést.⁷⁹ Za investiční cenné papíry nicméně můžeme považovat i zaknihované cenné papíry, ačkoliv cennými papíry nejsou, jak vyplývá z § 525 odst. 2 občanského zákoníku.

3.3. Cenné papíry kolektivního investování

Cenné papíry kolektivního investování představují podíl na investičních fondech nebo zahraničních investičních fondech.⁸⁰ Podle ZISIF půjde tedy o akcie nebo podílové listy fondů kolektivního investování a účastnické cenné papíry a podílové listy fondů kvalifikovaných investorů.

3.4. Deriváty

Dalším druhem investičních nástrojů jsou deriváty. ZPKT je v § 3 dělí do devíti písmen dle různých kritérií. Derivát je smlouva, jejímž předmětem je dodání tzv. podkladového aktiva, kterým může být např. cenný papír, peněžní částka v cizí měně, komodita atp. K dodání a platbě za něj, tzv. realizaci, však nedochází ihned, ale až ve stanoveném termínu, proto se deriváty v odborné literatuře též označují jako termínové kontrakty.⁸¹ K jejich třídění můžeme opět přistupovat z různých hledisek. Protože podkladovým aktivem může být prakticky cokoliv, lze je třídit podle druhu podkladových aktiv. Takto rozeznáváme finanční deriváty a nefinanční, tzv. reálné deriváty. Podkladovým aktivem v případě finančních derivátů jsou finanční aktiva, např. cenné papíry nebo peněžní prostředky. U nefinančních derivátů jsou podkladovým aktivem nefinanční aktiva, např. komodity. Dalším hlediskem třídění mohou být podmínky dané smlouvou. V základu lze rozlišit, jestli k vypořádání, tedy skutečnému dodání, musí dojít, nebo pouze může dojít na základě volby jedné ze stran. Pokud si jedna ze stran může po uzavření zvolit, zda chce, aby došlo k vypořádání, či nikoliv, jde o tzv. opce. V opačném případě může jít o řadu jiných derivátů, jejichž základním stavebním blokem bude forward, který může stát buď samostatně, nebo v kombinaci s jinými bude vytvářet složitější deriváty, např. swapy, případně jiné.⁸² Hospodářský účel derivátů je založen na

⁷⁹ § 514 občanského zákoníku

⁸⁰ § 3 odst. 3 ZPKT

⁸¹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 480-481

⁸² ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. s. 466-467

zajištění proti riziku, které vyplývá z pohybu ceny podkladového aktiva. Jako velmi jednoduchý příklad lze uvést situaci, kdy strana A sídlící v České republice očekává příchozí platbu ve výši 100 000 euro od strany C. K této platbě má ale dojít až za rok a strana A proto neví, jaký kurz eura vůči koruně v té době bude. Uzavře proto měnový forward se stranou B. Podmínky tohoto forwardu budou stanoveny tak, že za rok dodá strana A straně B 100 000 eur a dostane od ní 2 542 000 Kč. Díky tomu bude strana A vědět, že kurz pro přepočítání platby od strany C je 25,42 Kč za 1 euro bez ohledu na to, jaký kurz bude za rok platit. Tímto forwardem se strana A zajistila proti výkyvům kurzů těchto dvou měn. Kdyby ovšem ve zmíněném případě strana A neočekávala příjem v eurech (tzn. že by v nich neměla tzv. dlouhou pozici) a přesto by uzavřela takový derivát, šlo by o spekulaci. Kdyby byl totiž za rok skutečný kurz nižší, např. jen 25 Kč za euro, mohla by nakoupit 100 000 eur na spotovém trhu jen za 2 500 000 Kč a následně by za takto nakoupená eura získala 2 542 000 Kč, tzn. že by „vydělala“ 42 000 Kč. Kdyby se ale do té doby kurz pohnul opačným směrem, na tomto derivátu by prodělala. Před tím, než ZPKT zařadil deriváty mezi investiční nástroje, nejenže bylo některými odborníky odmítáno toto zařazení, ale byly považovány za hazardní hry a ti, kdo do nich investovali, prakticky až za gamblery,⁸³ nicméně s obdobným despektem k těmto instrumentům se lze setkat i v nejnovější literatuře, podle které „*existují jen jako nástroje investičních spekulací*“.⁸⁴ Důvodem, který autory vede k těmto závěrům, je pravděpodobně prvek náhody, který je spjat s každou derivátovou smlouvou a který spočívá v tom, že v době uzavření není známo, jaká bude cena podkladového aktiva v okamžiku realizace. Zdánlivě tedy může tento prvek nasvědčovat tomu, že by deriváty mohly být považovány za hru nebo sázku, do které „*sázející vloží sázku, jejíž návratnost se nezaručuje, a v nichž o výhře nebo prohře rozhoduje zcela nebo zčásti náhoda nebo neznámá okolnost*“, jak definuje hazardní hru § 3 odst. 1 zákona o hazardních hrách. Přesto tomu tak není, protože zákon o hazardních hrách vylučuje ze své působnosti „*smlouvu uzavřenou na komoditní burze, na regulovaném trhu, v mnohostranném obchodním systému*“ i „*smlouvu, jejímž předmětem je investiční nástroj podle zákona upravujícího podnikání na kapitálovém*

⁸³ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. Praha: Grada, 2002. Finance (Grada). ISBN 80-247-0342-4. s. 17

⁸⁴ KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018. ISBN 978-80-7552-935-0. s. 269

trhu“.⁸⁵ Při subsumování derivátové smlouvy pod některý ze smluvních typů v občanském zákoníku taktéž narazíme na ustanovení, která vylučují aplikaci ustanovení o sázce na smlouvy uzavřené „na komoditní burze, na regulovaném trhu, v mnohostranném obchodním systému“, smlouvy „mezi podnikateli, jejímž předmětem je investiční nástroj podle zákona upravujícího podnikání na kapitálovém trhu“ a na smlouvy, uzavřené v souvislosti s podnikáním stran, „o dodávce movité věci tak, že věc nemá být dodána, ale má být zaplacen jen rozdíl mezi smluvenou cenou a tržní cenou v době dodání“.⁸⁶ Platné právo tedy jednoznačně vylučuje úvahu o tom, že by deriváty byly hazardními hrami, respektive sázkami. Kdyby totiž byly deriváty zahrnuty mezi hry a sázky, byly by buď stejně jako ony nevymahatelné, nebo by podléhaly dozoru celního úřadu a umístění „herního prostoru“, v tomto případě typicky banky, by podléhalo povolení obecního úřadu. Takovou regulaci by jistě nebylo možné považovat za rozumnou. Kromě toho lze při úvahách, jestli by deriváty měly být stavěny na úroveň sázkám, uvést ještě další argument proti. Lze na ně sice nahlížet tak, že umožňují „sázet“ na vývoj ceny podkladového aktiva, ale z druhého úhlu pohledu naopak přinášejí jistotu, jak ukazuje výše popsáný příklad. Zatímco bez využití derivátu by byl budoucí kurz nejistý a neznámý, díky němu je naopak naprosto jisté, jaký bude, což umožní případně další plánování obchodní činnosti, čímž ji značně usnadňuje. Naopak u hazardních her taková jistota neexistuje. Deriváty lze s hazardními hrami srovnávat pouze v případě, kdy jsou používány ke spekulaci, nikoliv zajištění, čímž ale se ale srovnává pouze jedno z možných použití derivátů se všemi možnými „použitími“ hazardních her.⁸⁷ Existují přitom studie ze světových finančních trhu, které docházejí k závěru, že zajištění je hlavním cílem obchodů s deriváty.⁸⁸

Na druhou stranu můžeme deriváty přirovnat k jiné finanční službě, a to pojištění, které rovněž umožňuje přenos rizika. Rozdíl mezi zajištěním (hedging) a pojištěním se

⁸⁵ § 2 odst. 3 zákona o hazardních hrách

⁸⁶ § 2879 a 2880 občanského zákoníku

⁸⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 481

⁸⁸ např. CINER, Cetin. *Hedging or speculation in derivative markets: the case of energy futures contracts*. Applied Financial Economics Letters. 2006, 2(3), 189-192. DOI: 10.1080/17446540500461729. ISSN 1744-6546. Dostupné také z: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17446540500461729> nebo

BERKMAN, Henk, Michael E. BRADBURY a Stephen MAGAN. *An International Comparison of Derivatives Use*. Financial Management [online]. 1997, 26(4) [cit. 2018-11-10]. DOI: 10.2307/3666128. ISSN 00463892. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.2307/3666128>

zakládá na tom, na koho je riziko přenášeno. Při pojištění se riziko rozkládá mezi velké množství subjektů, zatímco derivátem dojde pouze k jeho přenesení na jiný subjekt.⁸⁹

⁸⁹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6. s. 127 a 481

4. Investiční služby

Výše jsem uvedl názor, že podstatou kapitálového trhu je poskytování investičních služeb. Protože jsem již výše rozebral, kdo je může poskytovat a ve vztahu k jakým instrumentům, je na místě zmínit i samotné investiční služby. Které investiční služby jsou hlavní stanoví zákon a k devíti hlavním pak přidává ještě sedm doplňkových.

Aby šlo o investiční služby, musejí být poskytovány podnikatelsky,⁹⁰ tzn. musí být vykonávány samostatně, na vlastní účet a odpovědnost, soustavně a za účelem dosažení zisku.⁹¹

4.1. Mnohostranný a organizovaný obchodní systém

V souvislosti s transpozicí směrnice MiFID II a zavedení organizovaného obchodního systému je novou investiční službou provozování organizovaného obchodního systému (OTF – organised trading facility). Společně s provozováním mnohostranného obchodního systému (MTF – multilateral trading facility) jde o investiční službu, která spočívá v provozování trhu s investičními nástroji. Při poskytování obou těchto investičních služeb dochází k vzájemnému střetávání zájmů k nákupu nebo prodeji finančních nástrojů,⁹² přesto je OTF jakousi zbytkovou kategorií trhů s investičními nástroji, kde mohou být obchodovány pouze dluhopisy, strukturované finanční produkty, povolenky na emise skleníkových plynů a deriváty. Provozovatel OTF nesmí obchodovat na vlastní účet s výjimkou párování pokynů na vlastní účet a obchodování s veřejnoprávními dluhovými nástroji bez likvidního trhu, zatímco provozovatel MTF nesmí vůbec použít vlastní majetek k provedení pokynu. Zásadním rozdílem mezi těmito dvěma obchodními systémy je to, že pokyny v OTF jsou prováděny na základě uvážení jeho provozovatele ohledně umístění či zpětvzetí pokynu nebo o jeho spárování. Důležité je také to, že zatímco MTF má účastníky, v případě OTF se hovoří o zákaznících, což má vliv na jednání se zákazníky, které popisuje kapitola o ochraně investorů.

⁹⁰ § 4 odst. 1 ZPKT

⁹¹ §420 odst. 1 občanského zákoníku

⁹² čl. 4 odst. 1 bod 19 MiFID II

4.2. Investiční poradenství

Zajímavou změnu přinesl MiFID II i ve vztahu k investiční službě investiční poradenství týkající se investičních nástrojů. Jde o službu, která doporučuje investorovi postup ohledně investičního nástroje, např. koupit, nebo prodat. Aby šlo o investiční poradenství, musí být taková rada poskytnuta konkrétní osobě ve vztahu ke konkrétnímu nástroji. Ačkoliv se název této investiční služby nezměnil, můžeme nyní v souvislosti s právní úpravou související se směrnicí MiFID II rozlišovat dva druhy investičního poradenství, a to nezávislé a nikoliv nezávislé. U nezávislého investičního poradenství musí být posouzeno „*dostatečné spektrum finančních nástrojů, které jsou na trhu*“⁹³ a nesmí v souvislosti s touto službou přijmout žádné pobídky od třetích stran. Pro nikoliv nezávislé investiční poradenství takové omezení neplatí. Pro každý z těchto druhů investičního poradenství se uplatňují jiné informační povinnosti, které její poskytovatel má vůči zákazníkovi.

4.3. Přijímání a předávání pokynů

V zákonném výčtu hlavních investičních služeb jsou prvními dvěma investičními službami přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka.

Ačkoliv lze tyto investiční služby označit za naprosto základní, legální definici pokynu v ZPKT nenalezneme, je proto nutné tento termín vyložit. Komise pro cenné papíry zastávala názor, že „*pojmem „pokyn“ se rozumí především příkaz k nákupu či prodeji investičních nástrojů, ale pokynem je i příkaz k provedení jiné investiční služby a dále uzavření rámcové smlouvy, která určuje podobu budoucích pokynů, či poskytování jiných investičních služeb*“⁹⁴ a tento výklad uplatňovala i ve své rozhodovací praxi, když např. v rozhodnutí KCP/1/2004 rozhodla, že „*[z]prostředkování uzavření smlouvy týkající se investičních instrumentů je investiční službou přijímání a předávání pokynů*“. Česká národní banka k tomu následně přistoupila stejně v (již zrušeném) úředním sdělení k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry.⁹⁵ Stejně tak Ministerstvo financí

⁹³ čl. 24 odst. 7 písm. a) MiFID II

⁹⁴ Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám* [online]. prosinec 2005, verze 1.0 [cit. 2018-11-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf

⁹⁵ úřední sdělení České národní banky k povolení činnosti obchodníka s cennými papíry ze dne 18. září 2009, částka 12/2009 věstníku České národní banky

v Konzultačním materiálu ke směrnici MiFID uvádí, že „[p]ojmem „pokyn“ se rozumí netoliko instrukce zákazníka k nákupu či prodeji finančního nástroje, nýbrž i instrukce k provedení jiné investiční služby nebo k uzavření rámcové smlouvy, která specifikuje provedení budoucích pokynů či investičních služeb“.⁹⁶ Ke stejně extenzivnímu výkladu se kloní i Husták, který tvrdí, že „v praxi je vedle zcela zjevných situací, kdy je obsah pokynu specifikován jako nákup či prodej konkrétního investičního nástroje, pod pojem pokyn zahrnováno např. i uzavření rámcové smlouvy o případném budoucím investování, případně také zprostředkování uzavření smlouvy o obhospodařování majetku zákazníka...“.⁹⁷

Rád bych zde však nastínil i alternativní pohled na věc, při kterém by byl pojem pokyn, respektive pokyn týkající se investičních nástrojů, chápán mnohem úžeji. Takové pojetí v mnoha případech podle mého názoru vyplývá i z logiky některých ustanovení. Jako příklad lze uvést povinnost vést záznamy, kterou stanoví § 17 odst. 1 ZPKT na základě čl. 16 odst. 6 směrnice MiFID II. Nařízení 565/2017 pak v kapitole III oddílu 8 stanoví detaily této povinnosti. Zde evropské právo rozlišuje vedení záznamů o právech a povinnostech investičního podniku a zákazníka, „jež plynou ze smlouvy o poskytování služeb“, v článku 73 a vedení záznamů o pokynech zákazníků v článku 74. Evropské úprava zde tedy jasně činí rozdíl mezi smlouvou o poskytování služeb a pokyny.

Směrnice MiFID II a související právní předpisy Evropské unie tuto investiční službu nazývají v anglickém znění „reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments“, ve francouzském znění „réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers“, v českém znění se její označení střídá mezi „přijímáním a předáváním pokynů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů“ a „přijetím a předáním pokynů ve vztahu k jednomu či několika finančním nástrojům“. Pokud říká, že se pokyny týkají finančních nástrojů, mohlo by to zdánlivě naznačovat volnější spojení s finančními nástroji, než když říká, že pokyny jsou ve vztahu k finančním nástrojům. Nicméně protože na různých místech používá jedno i

⁹⁶ Ministerstvo financí ČR. *Konzultační materiál: Působnost a definice* [online]. [cit. 2018-11-08]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Konzultace_2006-11_Konzultacni-material-Ministerstva-financi-k-MiFID-II-Pusobnost-MiFID-a-definice.pdf s. 25

⁹⁷ HUSTÁK, Zdeněk, Šovar, Jan, Smutný, Aleš, Cetlová, Klára, Doležlová Daniela. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vydání V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9 s. 64-65

druhé slovní spojení, navíc v jiných jazykových zněních se tato slovní spojení nestřídají stejně, můžeme říct, že jde v obou případech o tutéž investiční službu. Pro výklad norem evropského práva navíc není použití pouze gramatického výkladu dostačující. Když se tím, co znamená, že se přijímání a předávání pokynů týká finančních nástrojů, zabýval generální advokát, konstatoval, že „[m]ezi službou „přijímání a předávání příkazů“ a službou „provádění příkazů na účet klientů“ existuje úzká souvislost. Pokud má podnik, který obě tyto služby poskytuje, odpovídající infrastrukturu a možnosti, pak je přijetí a předání příkazu týkajícího se (jednoho či více) určitých produktů nutně spojeno i s jeho provedením. Za takovýchto okolností by oba tyto druhy finančních služeb nemusely být rozlišovány, avšak směrnice MiFID I toto rozlišení stanoví, neboť existují podniky poskytující finanční služby, které nemají možnost přijaté příkazy provádět a musí je předávat jiným podnikům, které jsou toho schopny. V takovýchto případech je „přijímání a předávání“ odlišeno od „provádění“, avšak v obou případech se jedná o tytéž příkazy.“⁹⁸ Ačkoliv případ, kterým se v této souvislosti zabýval, se v některých rysech odlišuje od toho, čím se zde zabývám, domnívám se přesto, že tato argumentace podporuje přístup, který pojímá pokyn užším způsobem. Jestliže totiž spolu investiční služby přijímání a předávání pokynů a provádění pokynů takto nerozlučně souvisejí, musejí být vždy poskytnuty zároveň. Když však zákazník uzavře rámcovou smlouvu, žádné provedení příkazu nenásleduje. Z toho plyne, že by měl být pokyn v kontextu investičních služeb přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka chápán jako příkaz ke koupi, prodeji, nebo jiné majetkové dispozici s konkrétním investičním nástrojem, a to nikoliv jen druhově. Náležitostí pokynu by proto měla být jednoznačná identifikace investičního nástroje (např. prostřednictvím čísla ISIN), vyjádření objemu nebo ceny a určení směru zamýšleného obchodu. U rámcových smluv, které nemají přímý vztah k finančnímu nástroji, toto naplněno není, a proto si myslím, že není vhodné je považovat za pokyny. To samé platí pro jiné smluvní typy, které nesplňují popsané náležitosti pokynu.

Toto teoretické rozlišení toho, co je a co není pokyn, bude mít i mnoho praktických důsledků. Zejména půjde o to, kdy mají být plněny které povinnosti týkající

⁹⁸ stanovisko generálního advokáta Manuela Campos Sánchez-Bordony přednesené dne 8. února 2017 ve věci C-678/15, bod 42

se pokynů, ale např. také o to, jaké jsou možnosti zastoupení. Pokud by totiž bylo uzavření rámcové smlouvy investiční službou, mohl by se obchodník s cennými papíry nechat zastoupit při jejím uzavírání pouze osobou oprávněnou ji poskytovat.⁹⁹

Praktický dopad těchto úvah bych ilustroval na rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/137262/570 ze dne 11. prosince 2015, sp.zn. Sp/2014/327/573. V něm uložila účastníku řízení pokutu ve výši 12 000 000 Kč za to, že neoprávněně poskytoval investiční služby. Skutkový děj byl takový, že účastník řízení umožňoval zájemcům přístup k obchodní platformě obchodníka s cennými papíry se sídlem na Kypru. Na základě toho, že uzavření smlouvy je považováno za pokyn, rozhodla Česká národní banka tak, že účastník řízení poskytoval investiční službu přijímání a předávání pokynů, k čemuž ale nebyl oprávněn. Kdyby byl pokyn vykládán tak, jak jsem naznačil výše, takového porušení zákona by se nedopustil. Jsem si vědom možných argumentů, které se proti tomuto názoru mohou vyskytnout, proto se zde pokusím k nim vyjádřit. Předně z rozhodnutí vyplývá, že účastník řízení poskytoval rady ohledně toho, do čeho mají zákazníci investovat. Pokud by tyto rady splňovaly definiční znaky investičního poradenství (případně investičního výzkumu), jistě lze souhlasit s tím, že by došlo k neoprávněnému poskytnutí této investiční služby a bylo by na místě uložit za to příslušnou sankci. V situaci, kdy je obchodník s cennými papíry zastoupen třetí osobou bez oprávnění poskytovat investiční služby, se ale nedomnívám, že by bylo vhodné argumentovat tím, že by tento zástupce mohl nepatřičně ovlivňovat zákazníka. Vždyť totéž by se dalo namítnout i u obchodníka s cennými papíry. Ten přece také nemusí mít povolení k poskytování investičního poradenství, takže u něj by byl tento argument relevantní naprosto stejně. Britská Financial Conduct Authority ve svém stanovisku ke směrnici MiFID uvádí, že když někdo pouze zprostředkovává kontakt mezi zákazníkem a obchodníkem s cennými papíry, neposkytuje službu přijímání a předávání pokynů.¹⁰⁰ Bývalý Výbor evropských regulátorů cenných papírů ve svém doporučení k pobídkám ve směrnici MiFID říká, že pokud jeden obchodník s cennými papíry, který nenabízí obchodování s určitým nástrojem, uvede zákazníka, který má o tento nástroj zájem, do kontaktu s jiným obchodníkem s cennými papíry a za to získá provizi, může být tato

⁹⁹ § 14a odst. 1 ZPKT

¹⁰⁰ Financial Conduct Authority. *Guidance on the scope of MiFID and CRD IV* [online]. listopad 2018[cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/13.pdf> s. 10

provize chápána tak, že zlepšuje kvalitu služby poskytnuté zákazníkovi.¹⁰¹ Na toto navazuje v konzultačním materiálu k pobídkám a aplikuje stejnou logiku na situaci, kdy uvádějící strana není obchodníkem s cennými papíry.¹⁰² Pouze dodává, že obchodník s cennými papíry bude muset sdělit zákazníkovi, že tuto platbu poskytuje. Zároveň musí zajistit, že nenaruší obchodníkovu povinnost jednat v nejlepším zájmu zákazníka. Tedy ani platba od obchodníka s cennými papíry osobě, která zprostředkuje uzavření smlouvy mezi ním a zákazníkem, není na překážku tomu, aby tak mohla tato osoba činit bez oprávnění k poskytování investičních služeb, pokud bude tato platba splňovat veškeré požadavky, které jsou kladeny na pobídky. Konečně argumentu, že zákazník bude krácen na svých právech, lze oponovat tím, že přece samotnou investiční službu bude nakonec poskytovat obchodník s cennými papíry, a tedy vztah mezi ním a zákazníkem při poskytování investičních služeb nebude dotčen, včetně veškerých povinností, které jsou na obchodníka s cennými papíry kladeny. Nakonec bych opět citoval generálního advokáta: „*Směrnice MiFID I stanoví určité hranice, v jejichž rámci má být sledován cíl ochrany investora, a tyto hranice by neměly být překročeny. Zaprvé čl. 4 odst. 1 bod 1 stanoví, že za investiční podniky mají být považovány pouze právnické osoby, jejichž obvyklým předmětem činnosti je poskytování finančních služeb třetí osobě na profesionálním základě, ačkoli umožňuje, aby členské státy zahrnuly do této definice za určitých podmínek i fyzické osoby. Zadruhé rovněž čl. 3 odst. 1 směrnice MiFID I umožňuje členským státům přijímat vnitrostátní právní předpisy a vyloučit z působnosti směrnice činnost osob, které nesmějí držet peněžní prostředky nebo cenné papíry klientů a které smějí přijímat nebo předávat pouze příkazy v souvislosti s převoditelnými cennými papíry a podilovými jednotkami subjektů kolektivního investování za předpokladu, že jsou oprávněny předávat tyto příkazy investičním podnikům, které je mají provést. Na obě tato ustanovení upozorňuji proto, abych zdůraznil, že ochrana příjemce finanční služby, který je zde považován za „slabší“ stranu vztahu, neopravňuje k obcházení požadavků kladených na správný výklad právních předpisů, a to tím spíše pokud tyto předpisy, tak jako je tomu i v projednávaném případě, nabízejí jiné možnosti ochrany práv a zájmů*

¹⁰¹ The Committee of European Securities Regulators. *Inducements under MiFID* [online]. duben 2007 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_228.pdf s. 15-16

¹⁰² Committee of European Securities Regulators. *Consultation paper: Inducements: Good and poor practices* [online]. 2009 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_958.pdf s.20

investorů.¹⁰³ Proti tomu lze sice namítat, že se případ, který generální advokát posuzoval, týkal něčeho jiného, ale domnívám se, že taková námitka není relevantní. Předběžná otázka v této věci zněla takto: „*Je přijetí a předání příkazu, jehož předmětem je správa portfolia (čl. 4 odst. 1 bod 9 směrnice 2004/39), investiční službou ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 2 první věty ve spojení s přílohou I oddílem A bodem 1 směrnice 2004/39?*“¹⁰⁴ Odpověď na tuto otázku je jak podle generálního advokáta, tak i podle Soudního dvora Evropské unie záporná.¹⁰⁵ Přesto Česká národní banka říká, že „*[z]prostředkování smlouvy o obhospodařování majetku zákazníka naplňuje znaky přijímání a předávání pokynů*“.¹⁰⁶ Zde už je rozpor viditelný naprosto zřetelně.

Pro vyloučení pochybností bych chtěl uvést, že ustanovení § 4 odst. 4 ZPKT, podle něhož „*[i]nvestiční služba přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů zahrnuje i zprostředkování obchodů s investičními nástroji,*“ musí být chápáno v kontextu recitálu 20 směrnice MiFID, podle kterého má tato služba „*zahrnovat také spojení dvou či více investorů i provádění transakcí mezi těmito investory.*“ Že toto ustanovení znamená pouze to, že přijímáním a předáváním pokynů je i tzv. nalezení protistrany, potvrzuje i důvodová zpráva k zákonu č. 230/2008 Sb, který směrnicí MiFID transponoval do českého práva.¹⁰⁷ V souvislosti se směrnicí MiFID II sice ke změně tohoto ustanovení nedošlo, nicméně její recitál 44 mu dává stejný význam, a proto by dle mého názoru mělo být vykládáno tak, že investiční službou přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů zahrnuje i zprostředkování obchodů s konkrétními investičními nástroji mezi konkrétními protistranami.

¹⁰³ stanovisko generálního advokáta Manuela Campos Sánchez-Bordony přednesené dne 8. února 2017 ve věci C-678/15, body 59-61

¹⁰⁴ tamtéž, bod 29

¹⁰⁵ rozsudek Soudního dvora (čtvrtého senátu) ze dne 14. června 2017 ve věci C-678/15

¹⁰⁶ Česká národní banka. *Pověření třetí osoby určitými úkoly v souvislosti se sjednáním smlouvy o obhospodařování majetku zákazníka* [online]. květen 2011 [cit. 2018-11-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/stanoviska_a_odpovedi/pdf/povereni_treti_osoby_urcitymi_ukoly_v_souvislosti_se_sjednanim_smlouvy.pdf

¹⁰⁷ Sněmovní tisk 420, část č. 1/3. Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. leden 2018 [cit. 2018-11-08]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=25867&pdf=1> s. 142

4.4. Obhospodařování majetku zákazníka

Celý název této investiční služby zní obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání a evropské právo ji nazývá správou portfolií. Na rozdíl od přijímání a předávání pokynů její poskytovatel využívá vlastní úvahy, pokud jde o rozhodování o tom, jaké obchody se budou uskutečňovat s investičními nástroji, které jsou součástí zákaznickova portfolia.

4.5. Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet

Zvláštní investiční službou je obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, protože zdánlivě nevyžaduje zákazníka. Z výjimek vztahujících se k této investiční službě však můžeme dovést, že touto službou bude takové obchodování na vlastní účet, kdy budou investiční nástroje „odkupovány“ od zákazníků nebo jim prodávány z majetku poskytovatele této investiční služby a půjde tedy o službu v běžném významu slova. V opačném případě půjde o investiční službu tehdy, jde-li o provádění vysokofrekvenčního obchodování, je-li prováděno účastníky regulovaného trhu nebo osobou mající přímý elektronický přístup k obchodnímu systému.¹⁰⁸ V situaci, kdy půjde skutečně o službu a nikoliv o pouhou činnost a kdy budou v rámci obchodování na vlastní účet prováděny pokyny zákazníků, můžeme při splnění určitých podmínek hovořit o systematickém internalizátorovi. „*Systematickým internalizátorem je evropský obchodník s cennými papíry, který organizovaně, často, systematicky a ve významném objemu obchoduje mimo obchodní systém na vlastní účet při provádění pokynů zákazníků týkajících se investičních nástrojů, aniž by provozoval trh s investičními nástroji.*“¹⁰⁹ Investiční služba obchodování na vlastní účet se v kombinaci s institutem systematického internalizátora projevila i jako potenciální mezera ve snahách zejména evropského zákonodárce o co největší regulaci obchodování s investičními nástroji, protože obchodník s cennými papíry by mohl jednoduše párovat odpovídající si pokyny, ale u každého pokynu by figuroval jako protistrana přímo on sám a nikoliv zadavatel druhého z pokynů, čímž by fakticky provozoval obchodní systém, ačkoliv právně by šlo o obchodování na vlastní účet. Z podnětu Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy bylo proto novelizováno nařízení 565/2017, jehož čl. 16a vylučuje to, že by šlo o obchodování na vlastní účet při párování za účelem výkonu „back-to-back“ transakcí. Z charakteristik

¹⁰⁸ § 4b odst. 1 písm. d) ZPKT

¹⁰⁹ §17a odst.1 ZPKT

OTF také plyne, že by dávalo smysl, aby provozování OTF vylučovalo možnost provádět investiční službu obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, alespoň v její kvalifikované podobě ve formě systematické internalizace. Čl. 20 odst. 4 MiFID II k tomu stanoví pouze to, že „[č]lenské státy nepovolí, aby se provoz organizovaného obchodního systému a systematická internalizace uskutečňovaly v rámci téže právnické osoby“. Toto ustanovení však český zákonodárce transponoval tak, že „[p]rovozovatel organizovaného obchodního systému nesmí provádět systematickou internalizaci investičního nástroje, který je v tomto systému obchodován“.¹¹⁰ Evropský orgán pro cenné papíry a trhy však zastává názor, že výklad tohoto ustanovení má být takový, že systematická internalizace a provozování OTF nesmí být prováděna jednou osobou bez ohledu na to, ve vztahu k jakým nástrojům jsou tyto služby provozovány.¹¹¹ S ohledem na odůvodněnost výkladu Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy a účelu zmíněného ustanovení směrnice lze označit transpoziční ustanovení ZPKT jako legislativní pochybení. Toto potvrzují i právní úpravy jiných členských států, když např. britský Financial Services and Markets Act 2000 (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 zavádí ustanovení, že organizovaný obchodní systém a systematická internalizace nesmí být provozována stejnou osobou, obdobně slovenský zákon č. 429/2002 Z.z o burze cenných papierov zakazuje v § 54 odst. 6 „organizování organizovaného obchodního systému a systematického internalizátora v rámci stejné právnické osoby“.

4.6. Upisování nebo umisťování investičních nástrojů

Poslední dvě investiční služby, upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání a umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání, využívají emitenti investičních nástrojů, kteří díky nim mohou najít zájemce (investory) o upsání jejich investičních nástrojů. V praxi půjde zejména o obchodní společnosti, které tak budou shánět zájemce o své dluhopisy, případně akcie. Před samotnou emisí může osoba zjišťovat zájem potenciálních investorů o takový investiční nástroj, přičemž se bude snažit takovému potenciálnímu investorovi poskytnout různé informace. Vzhledem

¹¹⁰ § 73e odst. 2 ZPKT

¹¹¹ European Securities and Markets Authority. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics* [online]. březen 2018 [cit. 2018-04-05]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf s. 41

k tomu, že informace na finančním trhu mohou mít velkou hodnotu i vliv, je tato oblast upravena především v právní úpravě proti zneužívání trhu, kterou rozebírá kapitola 6.

5. Ochrana investorů na kapitálovém trhu

V odborné literatuře, která se věnuje právu finančního trhu, se začíná objevovat pojem finanční občanství¹¹² pro novodobý fenomén finančních služeb, které jsou součástí každodenního života spotřebitelů a investorů. Rostoucí financionalizace si žádá i detailnější právní úpravu, která bude reflektovat tuto společenskou realitu. Jedním z hlavních cílů práva finančního trhu je proto nepochybně i ochrana „uživatelů“ finančního systému.¹¹³

Pro účely této kapitoly ponechme stranou rizika, která hrozí investorům „nepřímo“, jako např. makrobezpečnostní rizika či rizika spojená s narušením konkurenčního prostředí, a zaměříme se na taková, která je ohrožují přímo při jejich jednáních. Současná koncepce právní úpravy je založena jednak na předpokladu, že investor sám není schopen kvalifikovaně posoudit, co vše pro něj využití konkrétní investiční služby nebo investice do konkrétního investičního nástroje znamená, a jednak na předpokladu, že jednání poskytovatelů investičních služeb a nakládání s majetkem zákazníků jim mohou způsobit škodu.¹¹⁴ Vzhledem ke komplexnosti finančního světa nejsou jistě tyto předpoklady neopodstatněné. Cílem této kapitoly by proto měla být analýza toho, jaké prostředky právo používá k omezení zmíněných rizik.

Kromě využití investičních služeb podle ZPKT poskytovaných obchodníkem s cennými papíry, případně osoby jednající jeho jménem, jsou některé investiční služby srovnatelné s činnostmi, které mohou být předmětem podnikání investiční společnosti podle ZISIF.¹¹⁵ Pokud však správce investičního fondu nabízí investiční nástroje jiné než ty vydané jím spravovaným fondem, uplatní se i zde úprava ZPKT.¹¹⁶ Z toho lze dovodit, že jediný případ, kdy materiálně může jít o investiční službu, která nepodléhá úpravě ZPKT, bude situace, kdy administrátor investičního fondu nabízí investice do tohoto

¹¹² MOLONEY, Niamh, Eilís FERRAN, Jennifer PAYNE, Dimity KINGSFORD-SMITH a Olivia DIXON. *The Consumer Interest and the Financial Markets*. MOLONEY, Niamh, Eilís FERRAN a Jennifer PAYNE, ed. *The Oxford Handbook of Financial Regulation* [online]. Oxford University Press, 2015, 2015-08-01 [cit. 2018-10-02]. DOI: 10.1093/oxfordhb/9780199687206.013.25. ISBN 9780199687206. Dostupné z: <http://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780199687206.001.0001/oxfordhb-9780199687206-e-25>

¹¹³ ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. S. 62-64

¹¹⁴ tamtéž

¹¹⁵ § 11 ZISIF

¹¹⁶ § 33 ZISIF

fondů nebo provádí úschovu cenných papírů a vede evidenci zaknihovaných cenných papírů vydávaných tímto fondem, protože mu podle § 39 odst. 3 a 4 ZISIF postačí povolení k provádění úschovy a správy investičních nástrojů a přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů podle § 11 odst. 1 písm. d) a e) ZISIF a podle § 33 ZISIF *a contrario* nebude muset dodržovat ustanovení ZPKT. Avšak vzhledem k tomu, že jde o velmi specifický případ, nebudu se jím dále zabývat.

Druhou z možností, jak získat investiční nástroj bez využití investiční služby přijímání a předávání pokynů, je nabytí investičního nástroje přímo od emitenta, případně vlastníka, pokud u něj vzhledem k této aktivitě nebude naplněna definice podnikání a nebude proto muset mít podnikatelské oprávnění. Ani v tomto případě tedy nebude moci dotčený investor využít ustanovení ZPKT určená k jeho ochraně.

5.1. Poskytování investičních služeb s odbornou péčí

Obchodník s cennými papíry musí poskytovat investiční služby s odbornou péčí, což zejména znamená jednat se zákazníky kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v jejich nejlepším zájmu.¹¹⁷ Kvalifikované znamená, že je vykonáváno s dostatečnou odborností. Čestné znamená, že je vykonávané transparentně vůči zákazníkům bez jakéhokoliv nekalého jednání. Spravedlivé jednání znamená takové, při kterém jsou minimalizovány střety zájmů.¹¹⁸

Požadavek kvalifikovaného jednání se projevuje zejména v nárocích na zaměstnance, případně další osoby, jejichž prostřednictvím vykonává obchodník s cennými papíry svoji činnost. Musí proto zajistit, aby takové osoby „byly plně svéprávné, důvěryhodné a měly nezbytné znalosti, dovednosti a zkušenosti“.¹¹⁹ Osoby, které jednají se zákazníky, proto musejí splňovat podmínky odborné způsobilosti,¹²⁰ která je tvořena všeobecnými znalostmi a odbornými znalostmi.¹²¹ Musí mít proto alespoň středoškolské vzdělání s maturitní zkouškou a vykonat odbornou zkoušku, která prokazuje znalosti a dovednosti v oblasti finančního trhu.

¹¹⁷ § 15 odst. 1 ZPKT

¹¹⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s.189

¹¹⁹ § 6 odst. 1 písm. h) bod 3 ZPKT

¹²⁰ § 14a odst. 2 ZPKT

¹²¹ § 14b odst. 1 ZPKT

Povinnost jednat se zákazníky čestně můžeme považovat za rozšíření obecné povinnosti jednat v právním styku poctivě¹²² se zohledněním specifických podmínek kapitálového trhu. Základní povinnost zní tak, že všechny informace určené zákazníkům musí být „korektní, jasné a neklamavé“,¹²³ což zahrnuje širokou škálu požadavků, které musí všechna sdělení splňovat: informace musejí být přesné a aktuální, musí upozorňovat na rizika pro zákazníka, musí být napsána dostatečně velkým písmem a způsobem, kterému zákazník porozumí. Ve všech případech musejí být uvedeny v tomtéž jazyce, nezvolí-li si zákazník jiný.¹²⁴

Ve vztahu ke střetu zájmů právní úprava vyjmenovává případy, kdy k němu může dojít, jeho výslovnou legální definici neobsahuje. Někteří autoři ho definují jako „*situaci, ve které může jedna strana transakce potenciálně získat tím, že podnikne kroky, které nepříznivě ovlivňují její protistranu*“.¹²⁵ Všechny zdroje se shodují v tom, že střet zájmů může nastat pouze ve vztahu, kde existuje fiduciární povinnost,¹²⁶ tedy ve vztahu založeném na důvěře.¹²⁷

Evropská právní úprava rozeznává střety zájmů mezi poskytovatelem investičních služeb, jeho pracovníky, zaměstnanci, vázanými zástupci, případně osobami spojenými kontrolou na jedné straně a povinností vůči zákazníkovi na druhé straně, střety mezi více zákazníky navzájem¹²⁸ a střety potenciálně způsobené přijímáním pobídek.¹²⁹ Střet zájmů je regulován jen při poskytování investiční služby zákazníkovi,¹³⁰ přičemž jsou stanovena minimální kritéria pro posouzení, zda v daném případě existuje střet zájmů.¹³¹

¹²² § 6 odst. 1 občanského zákoníku

¹²³ čl. 24 odst. 3 MiFID II

¹²⁴ čl. 44 nařízení 565/2017

¹²⁵ MEHRAN, Hamid a René M. STULZ. *The economics of conflicts of interest in financial institutions*. Journal of Financial Economics [online]. 2007, 85(2), 267-296 [cit. 2018-10-15]. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.11.001. ISSN 0304405X. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304405X06002352>

¹²⁶ Např. BAMFORD, Colin. *Principles of international financial law*. New York: Oxford University Press, 2011. ISBN 978-0-19-958931-9. s. 204 nebo WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance: University Edition*. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s.363-364

¹²⁷ CURZON, L.B. a Paul H. RICHARDS. *Longman dictionary of law*. Seventh edition. New York: Pearson, 2007. ISBN 978-0-582-89426-6. s. 247

¹²⁸ Recitál 45 nařízení 565/2017

¹²⁹ čl. 23 MiFID II

¹³⁰ recitál 46 nařízení 565/2017

¹³¹ čl. 33 nařízení 565/2017

Zjistit, co rozumí termínem střet zájmů pozitivní právo, můžeme pouze tak, že si obsah tohoto termínu dovodíme z uvedených minimálních kritérií pro posouzení toho, zda v daném případě střet zájmů existuje. Tato kritéria jsou stanovena následovně:

a) je pravděpodobné, že podnik nebo taková osoba získá finanční prospěch nebo se vyhne finanční ztrátě na úkor zákazníka;

b) podnik nebo taková osoba má zájem na výsledku služby poskytované zákazníkovi nebo na výsledku obchodu prováděného jménem zákazníka a tento zájem je odlišný od zájmu zákazníka na daném výsledku;

c) podnik nebo taková osoba má finanční či jinou pobídku upřednostnit zájem jiného zákazníka nebo skupiny zákazníků před zájmy daného zákazníka;

d) podnik nebo taková osoba vykonává stejnou podnikatelskou činnost jako zákazník;

e) podnik nebo taková osoba dostává nebo dostane v souvislosti se službou, která je poskytována zákazníkovi, od osoby, která není tímto zákazníkem, pobídku v podobě peněžních či nepeněžních výhod nebo služeb.¹³²

Ve všech kritériích můžeme spatřovat určitou formu užitku, který může poskytovatel získat (finanční prospěch nebo vyhnutí se finanční ztrátě u kritéria a), zájem odlišný od zájmu zákazníka u kritéria b), pobídka u kritéria c), úspěch na úkor zákazníka-konkurenta u kritéria d) a peněžité či nepeněžité výhody nebo služby u kritéria e)). O výše uvedené fiduciární povinnosti se právní předpisy v souvislosti se střetem zájmů výslovně nezmiňují, nicméně pokud uvážíme její důležitost, mohla by definice střetu zájmů znít takto: situace, kdy by porušení fiduciární povinnosti vůči zákazníkovi při poskytování investiční služby mohlo vést k většímu ekonomickému užitku pro poskytovatele investiční služby na úkor zákazníka, než jaký mu přinese poskytnutí dané služby v souladu s takovou povinností, nebo kdy by porušení takové povinnosti vůči jednomu zákazníkovi vedlo k většímu užitku pro jiného zákazníka.

Existuje mnoho metod, kterými lze řídit střety zájmů. Za zcela základní můžeme považovat prosté sdělení zákazníkovi o jejich existenci, avšak tato metoda je zároveň složitá v tom, že bez jakýchkoliv dalších opatření může být takových potenciálních střetů

¹³² čl. 33 nařízení 565/207

velmi mnoho a je poměrně složité je všechny odhadnout předem.¹³³ Platná právní úprava tuto metodu oprávněně považuje až za „nejzazší opatření, které se použije pouze tehdy, pokud účinná organizační a administrativní opatření zavedená investičním podnikem k prevenci nebo řízení svých střetů zájmů podle článku 23 směrnice 2014/65/EU nejsou dostatečná k tomu, aby s přiměřenou jistotou zajistila, že rizikům poškození zájmů zákazníka bude zabráněno“.¹³⁴

Za velmi účinnou metodu lze naopak označit použití tzv. čínských zdí.¹³⁵ Toto opatření spočívá v oddělení jedné části organizace od druhé, aby se předešlo sdílení informací a zájmů mezi těmito částmi. Takové oddělení zahrnuje nejen rozdělení počítačových systémů, ale i fyzické oddělení osob a další kroky k zamezení toku informací. Takové opatření se uplatní například v situaci, kdy bude poskytovatel investičních služeb poskytovat poradenství emitentovi investičního nástroje a zároveň bude s tímto investičním nástrojem sám obchodovat. Ve výčtu postupů, které musí být zavedeny za účelem prevence střetu zájmů, uvádí právo EU toto opatření na prvním místě.¹³⁶

Kromě prevence střetu zájmů mohou čínské zdi sloužit i jako prevence obchodování zasvěcené osoby, protože mohou zabránit tomu, aby fyzická osoba rozhodující jménem právnické osoby o nabytí nebo zcizení finančního nástroje měla přístup k vnitřním informacím, kterými disponuje daná právnická osoba. V takovém případě pak půjde podle nařízení o zneužívání trhu o legitimní jednání,¹³⁷ které není zakázané.

Další opatření k omezení možnosti střetu zájmů zahrnují i oddělení řízení (management) osob ve funkcích, které by byly vzájemně v konfliktu, a jejich oddělené odměňování a dále zabránění nemístnému vlivu na způsob poskytování investičních služeb a zabránění poskytování investičních služeb se zapojením příslušné osoby, jejíž zapojení může být na újmu prevence střetu zájmů.

¹³³ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance: University Edition*. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s.366-368

¹³⁴ čl. 34 odst. 4 nařízení 565/2017

¹³⁵ viz pozn. pod čarou č. 133

¹³⁶ čl. 34 odst. 3 písm. a) nařízení 565/2017

¹³⁷ čl. 9 odst. 1 písm. a) nařízení o zneužívání trhu

Poslední ze zákonem vyjmenovaných demonstrativních znaků odborné péče představuje jednání v nejlepším zájmu zákazníků. Lze předpokládat, že poskytovatel investičních služeb, stejně jako jakýkoliv jiný podnikatel, jedná především ve svém vlastním zájmu. Vlastní užitek je ostatně motiv, který pohání racionálně jednající podnikatele k dosahování zisku.¹³⁸ Nicméně protože sobecké chování nevede k tržní úspěšnosti, obzvláště v oblastech založených na důvěře, kdy dochází k opakovaným transakcím mezi stejnými subjekty,¹³⁹ nelze toto ustanovení považovat jen za morální apel. Přesto je otázkou, do jaké míry má zájem zákazníka převažovat nad zájmy poskytovatele investičních služeb. Je poměrně jasné, že nemůže převažovat absolutně. Navzdory tomu je toto ustanovení problematické, a to zejména ve vztahu k § 12 odst. 2 zákona o bankách, podle kterého banka nesmí uzavírat smlouvy za podmínek, které jsou pro ni nápadně nevýhodné, a § 19a tohoto zákona, který specifikuje tento zákaz uložením povinnosti bance obchodovat s cennými papíry na vlastní účet za nejvýhodnějších podmínek pro banku (tato dvě ustanovení jsou dále též uváděna jako „obezřetnostní požadavky“).

V této souvislosti mohou nastat následující tři případy: banka neposkytující investiční služby, banka, která poskytuje investiční služby a poskytovatel investičních služeb, který není bankou. V prvním případě nebude ustanovení ZPKT relevantní, a proto je takový případ poměrně jednoduchý. Ve zbývajících dvou případech je situace naopak komplikovaná: banka poskytující investiční služby bude muset jednat v nejlepším zájmu zákazníků, ale zároveň ne tak, aby pro ni bylo dané jednání nápadně nevýhodné. Naopak nebankovní poskytovatel investičních služeb nebude vázán ustanovením zákona o bankách. Při analýze toho, kde leží hranice nejlepšího zájmu zákazníka, proto musíme uvážit i to, jakou roli hrají v těchto dvou případech uvedená ustanovení zákona o bankách.

Jako demonstrativní případ může posloužit situace posuzovaná Českou národní bankou v rozhodnutí č.j. 2016/135026/570 ze dne 22. listopadu 2016, ve kterém uložila sankci bance za obchody s korporátními dluhopisy, které prodávala zákazníkovi a ve stejný den je od něj kupovala zpět za vyšší cenu, díky čemuž za zhruba pět měsíců dosáhl zákazník zisku ve výši 4,45 mil. Kč. Tyto obchody byly záměrně konstruovány jako

¹³⁸ URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-724-9. s. 36-39

¹³⁹ tamtéž

ztrátové pro banku, aby si tím udržela nespokojeného zákazníka. Podle České národní banky navíc nehraje roli ani to, jestli byl celkový obchodní vztah pro banku ziskový. Jde o poměrně paradoxní situaci, protože banka zde byla potrestána za to, že upřednostnila zájem zákazníka před svým vlastním. Nebýt však uvedených obezřetnostních požadavků (tedy kdyby daný subjekt nebyl bankou), nic by příslušnému poskytovateli investičních služeb nebránilo provádět takové obchody. Je možné vést úvahu o tom, jakou roli by hrála obecná povinnost jednat s péčí řádného hospodáře, nicméně se domnívám, že snahu udržet si zákazníka, s nímž je udržován ziskový obchodní vztah, lze považovat za obhajitelný rozumný podnikatelský úsudek, který je předpokladem péče řádného hospodáře.¹⁴⁰

Uvedené obezřetnostní požadavky zákona o bankách byly zavedeny ze dvou hlavních důvodů, a to z důvodu ochrany cizích zdrojů, s nimiž banka hospodáří, a ochrany ekonomiky před negativními dopady selhání banky.¹⁴¹ Cílem je proto zajistit, aby nedošlo k poškození zájmů vkladatelů z hlediska návratnosti jejich vkladů. Ačkoliv nebankovní obchodníci s cennými papíry nepřijímají vklady tak jako banky, musejí taktéž „vykonávat činnost řádně a obezřetně“.¹⁴² Navíc mají přijmout „přiměřená opatření k tomu, aby zajistili nepřerušené a řádné poskytování investičních služeb a výkon investičních činností“.¹⁴³ To jistě nebude možné v situaci, kdy by se obchodník s cennými papíry potýkal s existenčními potížemi, do kterých by ho dlouhodobější poskytování ekonomicky ztrátových služeb nutně přivedlo. Obdobné principy, jako platí pro banky, se proto uplatní i tehdy, není-li daný obchodník s cennými papíry bankou, byť jejich porušení nemusí představovat přestupek jako v případě bank. Jednáním v nejlepším zájmu zákazníka proto nemůžeme rozumět jednání v absolutně nejlepším zájmu, ale spíše takové jednání, které kromě souladu s legislativními požadavky bude pro zákazníka výhodné v porovnání s ostatními možnými postupy v dané situaci. Jako příklad nevýhodného jednání, které odporuje nejlepšimu zájmu zákazníka, lze uvést nadměrné

¹⁴⁰ ŠTENGLOVÁ, Ivana, Bohumil HAVEL, Filip CILEČEK, Petr KUHN a Petr ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář*. 2. vydání. V Praze: C.H. Beck, 2017. Velké komentáře. ISBN 978-80-7400-540-4. s. 153

¹⁴¹ PIHERA, Vlastimil, Aleš SMUTNÝ a Pavel SÝKORA. *Zákon o bankách: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2011. Beckovy malé komentáře. ISBN 978-80-7400-389-9. s. 140-143 a 181-183

¹⁴² § 12 odst. 1 ZPKT

¹⁴³ čl. 16 odst. 4 MiFID II

obchodování, které vede k vyšším provizím obchodníka s cennými papíry.¹⁴⁴ Pokud jde o dodržování právních předpisů, musí být splněny veškeré jejich požadavky, a to nikoliv jen formálně.¹⁴⁵

5.2. Posuzování vhodnosti a přiměřenosti

Posouzení vhodnosti nebo přiměřenosti (tzv. test vhodnosti nebo test přiměřenosti) investiční služby nebo nástroje je institut, který má poskytnout ochranu neprofesionálním investorům.¹⁴⁶ Zda bude posuzována vhodnost, nebo pouze přiměřenost, závisí na tom, zda je poskytovaná investiční služba založena na poradenském principu: tak v případě obhospodařování majetku zákazníka na základě volné úvahy a investičního poradenství se uplatní test vhodnosti, u zbývajících hlavních investičních služeb se použije test přiměřenosti. U doplňkových investičních služeb právní předpisy tyto testy nevyžadují, nicméně se lze setkat s názorem, že jejich neprovedení by mohlo představovat porušení odborné péče.¹⁴⁷

Pro posouzení, zda je poskytnutí konkrétní investiční služby ve vztahu ke konkrétnímu investičnímu nástroji vhodné, musí obchodník s cennými papíry získat od zákazníka informace o:

- *odborných znalostech v oblasti investic,*
- *zkušenostech v oblasti investic,*
- *finančním zázemí, včetně schopnosti nést ztráty, a*
- *investičních cílech, včetně tolerance k riziku.*¹⁴⁸

V případě testu přiměřenosti posuzuje pouze první dvě hlediska.

¹⁴⁴ stanovisko Komise pro cenné papíry STAN/1/2006 ze dne 8.2.2006

¹⁴⁵ rozhodnutí bankovní rady České národní banky č.j. 2010/3713/110 ze dne 15. prosince 2010

¹⁴⁶ § 2c ZPKT

¹⁴⁷ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s.213

¹⁴⁸ § 15h odst. 1 ZPKT

Posouzení toho, zda je konkrétní investice vhodná, se provádí v různých podobách v mnoha jurisdikcích.¹⁴⁹ Například americký test vhodnosti prováděný podle pravidla 2111 Regulačního úřadu finančního průmyslu (*Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA) sestává ze tří kroků, a to:

- rozumná vhodnost (*reasonable-basis suitability*),
- vhodnost specifická pro zákazníka (*customer-specific suitability*),
- kvantitativní vhodnost (*quantitative suitability*),

přičemž obdobou evropského testu vhodnosti je pouze prostřední prvek, který zohledňuje zákazníkův věk, další investice, finanční situaci a potřeby, daňový status, investiční cíle, zkušenosti, investiční horizont, potřeby likvidity, toleranci rizika a jakékoliv další informace, které pro tyto účely zákazník sdělí. V tomto ohledu je tedy americký test vhodnosti mnohem blíže zásadě „poznej svého klienta“, jejímž hlavním cílem je v evropském prostředí boj proti legalizaci výnosů z trestné činnosti.¹⁵⁰ Kvantitativní vhodnost navíc posuzuje to, zda provádění všech obchodů v souhrnu je vhodné, protože ačkoliv jednotlivý obchod může být vhodný sám o sobě, nemusí tomu tak už být při zohlednění ostatních obchodů provedených zákazníkem.

Na tomto místě je navíc nutné poznamenat, že americké pojetí doporučení a (investičního) poradenství je mnohem širší než to evropské, které vyžaduje, aby doporučení bylo osobní.¹⁵¹ Toto užší pojetí je proto kompenzováno testem přiměřenosti.¹⁵²

¹⁴⁹ Bank for International Settlements, *The Joint Forum. Client Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services* (2008) [online] duben 2008 [cit. 2018-10-28]. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/joint20.pdf>

¹⁵⁰ BAISCH, Rainer a Rolf H. WEBER. *Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings*. MATHIS, Klaus, ed. *European Perspectives on Behavioural Law and Economics* [online]. Cham: Springer International Publishing, 2015, 2015-2-10, s. 159-192 [cit. 2018-10-28]. DOI: 10.1007/978-3-319-11635-8_9. ISBN 978-3-319-11634-1. Dostupné z: http://link.springer.com/10.1007/978-3-319-11635-8_9

¹⁵¹ čl. 9 nařízení 565/2017

¹⁵² ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. s. 242-243

Ačkoliv je americký test vhodnosti mnohem širší, on i jeho evropský protějšek představují ochranu založenou na procesním postupu. Jak nasvědčují výsledky mystery shoppingu z roku 2013 provedené britskou *Financial Conduct Authority*,¹⁵³ čtvrtina poskytnutého poradenství byla pro zákazníka nevhodná. Stejně tak průzkum Evropské komise vytváří dojem, že vliv informací zjištěných od zákazníka na skutečně doporučené produkty je zanedbatelný.¹⁵⁴ Otázkou proto je, jak velkou ochranu tento institut zákazníkům přináší. Na příkladu „minidluhopisů“ (*minibonds*) vydávaných investiční bankou Lehman Brothers v Hong Kongu (ale obdobná situace nastala např. i v Singapuru), po jejímž pádu došlo k znehodnocení investic desetitisíců investorů, lze ilustrovat slabiny požadavku na vhodnost doporučované investice (i dalších informačních povinností vůči zákazníkům). Kromě toho, že při investici do těchto „minidluhopisů“ zákazníci podepisovali prohlášení o tom, že se seznámili a porozuměli prospektu, existuje i zde povinnost, aby doporučovaná investice byla pro klienta vhodná (založená též spíše na zásadě „poznej svého klienta“ s demonstrativně vymezenými znaky toho, co musí být bráno v úvahu¹⁵⁵).¹⁵⁶ Tyto „minidluhopisy“ byly strukturované dluhové nástroje, u nichž je výplata jistiny i úroku ovlivněna kreditními událostmi stanovených entit (v tomto případě to byly např. HSBC, Goldman Sachs a další) a zajištěny byly swapovými ujednáními s dalšími členy skupiny Lehman Brothers. Jde tedy vlastně o sekuritizovaný derivát. Ačkoliv takový nástroj nemusí být pro neprofesionálního zákazníka objektivně nevhodný, nelze automaticky předpokládat, že mu porozumí a uvědomí si i všechna rizika, která jsou s takovým nástrojem spojena, a to navíc v situaci, kdy jsou nabízeny pod zavádějícím názvem.

¹⁵³ Financial Conduct Authority. *Assessing the quality of investment advice in the retail banking sector: A mystery shopping review* [online]. únor 2013 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/thematic-assessing-retail-banking.pdf>

¹⁵⁴ European Commission. *Distribution systems of retail investment products across the European Union: Final report* [online]. duben 2018 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf

¹⁵⁵ Securities and Futures Commission. *Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission* [online]. srpen 2018 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: <https://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/codes/code-of-conduct-for-persons-licensed-by-or-registered-with-the-securities-and-futures-commission/code-of-conduct-for-persons-licensed-by-or-registered-with-the-securities-and-futures-commission.pdf> s. 10-13

¹⁵⁶ Securities and Futures Commission. *Issues raised by the Lehman's Minibonds crisis: Report to the Financial Secretary* [online]. prosinec 2008 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: <https://www.sfc.hk/web/doc/EN/general/general/lehman/Review%20Report/Review%20Report.pdf>

Ve svém prošetřování tohoto případu dospěla hongkongská Komise pro cenné papíry a futures (*Securities and Futures Commission*) v oblasti vhodnosti investic k závěru, že je nutné, aby příslušný personál měl dostatečné odborné znalosti a aby rozuměl prodávanému produktu. Česká a evropská právní úprava vyžaduje, aby obchodník s cennými papíry rozuměl produktu, který nevytváří, ale pouze nabízí nebo doporučuje.¹⁵⁷ V případě produktu přímo vytvářeného daným obchodníkem s cennými papíry pak vyžaduje postupy pro schvalování produktu.¹⁵⁸ Pokud jde ale o to, aby měl o produktu a rizicích alespoň základní znalosti i zákazník, je otázkou, zda je toto zajištěno dostatečně. Jak už bylo uvedeno výše, jsou odborné znalosti v oblasti investic jedním z faktorů, který se v testu vhodnosti posuzuje. Vzhledem k tomu, že na rozdíl od zbývajících kritérií hodnocených v rámci testu vhodnosti je hodnocení znalostí čistě subjektivní záležitostí, nemůže být zajištěno jejich objektivní posouzení příslušným obchodníkem s cennými papíry, pokud vychází ze subjektivního hodnocení zákazníka.

Pokud tedy zákonodárce volí tento paternalistický přístup k ochraně neprofesionálních investorů, je na zvážení, zda by spíše nebylo žádoucí ověřovat zákaznickovy odborné znalosti testovými otázkami se špatnými a správnými odpověďmi, jak už někteří poskytovatelé investičních služeb činí. Např. výše uvedený průzkum Evropské komise uvádí následující otázku, která se vyskytuje v investičním dotazníku jednoho evropského obchodníka s cennými papíry:

Měnový pár GBP/USD se obchoduje s prodejní cenou 1,2850 a kupní cenou 1,2855. Rozhodnete se nakoupit 0,1 lotu s maržovým požadavkem 0,50 %. Po zveřejnění negativních dat o HDP ze Spojeného království byla poslední prodejní cena 1,2750 a kupní cena 1,2755. Bez zohlednění nákladů na držení pozice přes noc nebo jiných provizí, jaký bude zisk nebo ztráta?

- *Ztráta 105 GBP*
- *Ztráta 105 USD*
- *Zisk 100 USD*

¹⁵⁷ § 12bb ZPKT

¹⁵⁸ § 12ba ZPKT

Otázky pokládané tímto způsobem by daly mnohem jasnější odpověď na to, jaké má zákazník znalosti, přitom by ani nepředstavovaly nepřiměřeně nákladný požadavek, protože pro obchodníka s cennými papíry by mělo být poměrně snadné takové otázky vytvořit a vyhodnotit. Podíváme-li se však pro ilustraci na investiční dotazníky dvou největších českých bank co do počtu klientů, zjistíme, že jsou otázky týkající se znalostí formulovány tak, že pouze zjišťují zákazníkům subjektivní názor na jeho znalosti, a to pouze tím způsobem, že se v zásadě ptají „máte znalosti?“.¹⁵⁹

Výše uvedený případ z Hong Kongu ilustruje to, jak mohou být některé investiční nástroje komplikované. V porovnání s ním je swap, který má zajistit cenu nafty poměrně jednoduchý investiční nástroj: pokud její cena stoupne nad stanovenou referenční hranici, bude platit jedna strana druhé, pokud klesne pod ni, bude platit druhá strana první (a pokud se bude rovnat referenční hodnotě, nebude platit nikdo nikomu). Přesto ani u takto jednoduchého investičního nástroje není dostatečné, pokud zákazník výslovně prohlásí, že mu rozumí. Jak totiž rozhodl Vrchní soud v Praze, jde pouze o „vyjádření subjektivního přesvědčení, že adresát projevu (podle okolností i neverbálního) chápe obsah a smysl projevu. Jenže není tím nutně osvědčeno, že stejný adresát chápe daný projev skutečně a zejména správně. Je přece zcela představitelné, že se stejný adresát domnívá, že pochopil, ale následný vývoj ukáže, že tomu tak není. Takové prohlášení přece není naplnění formality, kterou je vše vyřízené. Rozhoduje objektivní stav.“¹⁶⁰ Obchodník s cennými papíry by proto měl k posouzení zákaznickových znalostí využít postup, který mu umožní je objektivně posoudit. Jestliže totiž není možné, aby zákazník dokázal objektivně posoudit to, že rozumí konkrétnímu produktu, o nějž má zájem a který nějakou dobu s obchodníkem s cennými papíry probíral, není tím spíše možné, aby takové posouzení učinil pouze obecně, bez návaznosti na konkrétní investiční nástroj. I když lze typově rozdělit investiční nástroje na několik druhů (jak popisuje kapitola této věnovaná investičním nástrojům), princip jejich fungování se může lišit, a to obzvláště u komplexnějších nástrojů. Nelze tedy očekávat, že neprofesionální zákazník, v situaci kdy např. prohlásí, že má znalosti derivátů, takové znalosti skutečně má, a to navíc ještě na

¹⁵⁹ Česká spořitelna. *Investiční dotazník* [online]. červenec 2016 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://cz.products.erstegroup.com/Retail/cs/ZajuC3uADmuC3uA1_mne/InvestiAeu8DnuC3uAD_dotaznikuC3uADk/index.phtml, ČSOB. *Investiční dotazník* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: <https://www.csobpb.cz/portal/documents/10748/162827/csob-investicni-dotaznik.pdf>

¹⁶⁰ Rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 5.11.2013, č.j. 5 Cmo 322/2013-154

dostatečné úrovni na to, aby rozuměl všem derivátům. Není proto možné uzavřít jinak, než že je nutné, aby obchodník s cennými papíry v rámci vyhodnocování zákaznickových odborných znalostí v oblasti investic tyto znalosti skutečně ověřoval, a to tím komplexněji, čím komplexnější jsou investiční nástroje, k nimž zákazníkům poskytuje investiční služby.

Pokud jde o zbývající faktory testu vhodnosti, tzn. zkušenosti, finanční zázemí a investiční cíle, tyto by měly být samozřejmě též zjišťovány takovým způsobem, aby poskytly objektivní přehled o situaci, nicméně je lze zjistit mnohem snáz než znalosti. U nich totiž není nutné zákazníka nijak zkoušet, protože např. o zkušenostech z oblasti investic vypovídá to, kolik obchodů zákazník provedl nebo jaké nástroje vlastní, přičemž odpověď na takovou otázku nebude zkreslena subjektivním dojmem zákazníka.

5.3. Provádění pokynů za nejlepších podmínek

Na rozdíl od posuzování vhodnosti nebo přiměřenosti, které se provádí před podáním pokynu, představuje povinnost provádění pokynů za nejlepších podmínek (*best execution*) ochranu investorů, jak už název napovídá, v průběhu provádění pokynu. Při provádění pokynu tak musí obchodník s cennými papíry vzít v úvahu řadu vyjmenovaných faktorů, které mohou ovlivnit podmínky, za jakých bude pokyn proveden. Tyto faktory mohou zahrnovat kromě ceny i další úplaty, které budou zákazníkovi účtovány, rychlost a pravděpodobnost provedení a jakékoliv další faktory „mající význam pro provedení pokynů zákazníka za nejlepších podmínek“.¹⁶¹

¹⁶¹ § 151 ZPKT

6. Zneužívání trhu

Na jakémkoliv druhu trhu dochází, jak už bylo uvedeno, ke směně mezi jeho účastníky. Aby byl kterýkoliv účastník trhu ochoten vstoupit do tržní transakce, musí pro něj užitek, který díky směně může získat, představovat větší hodnotu než náklady, které na ni vynaloží. Aby si mohl vyhodnotit potenciální užitek, potřebuje mít k dispozici co nejvíce relevantních informací. Informace proto na trhu představují důležitý faktor, který ovlivňuje rozhodování. V určitých případech však může nastat i situace, kdy je pro některou ze stran příliš nákladné, nebo dokonce i nemožné získat relevantní informace, přestože druhá strana je může získat velmi snadno. Důsledkem takové situace jsou pak neodůvodněné ekonomické ztráty, protože se strany nemohou rozhodovat racionálně. Ekonomická teorie označuje takový problém jako asymetrické informace, přičemž jde o jeden z případů selhání trhu.¹⁶² Problém asymetrických informací může nastat v mnoha situacích. Jednou z nich je i ta, kdy dochází k tzv. zneužívání trhu.

Součástí vyspělého kapitálového trhu by proto měla být i právní úprava, která reguluje nakládání s informacemi a jejich používání. Nakládání s informacemi tedy můžeme rozdělit na legitimní a nelegitimní, přičemž je na právním řádu, aby tyto kategorie co nejlépe vymezil tak, aby v důsledku informační asymetrie nepůsobili někteří účastníci trhu jiným účastníkům takovou újmu, kterou lze vnímat jako nespravedlivou.

Stěžejním právním předpisem v Evropské unii, který tuto oblast upravuje, je nařízení o zneužívání trhu, které používá zastřešující pojem zneužívání trhu pro obchodování zasvěcené osoby, nedovolené zpřístupnění vnitřní informace a manipulaci s trhem.¹⁶³ Na toto nařízení navazuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu, který upravuje působnost České národní banky a upřesňuje některé další povinnosti vyplývající z nařízení.

6.1. Ochrana vnitřních informací

V této podkapitole se budu věnovat jak (nedovolenému) zpřístupnění vnitřní informace, tak i obchodování zasvěcené osoby. V obou případech je totiž stěžejním

¹⁶² URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-724-9. s. 101-102

¹⁶³ Recitál 7 nařízení o zneužívání trhu

prvkem vnitřní informace. Aby byla informace vnitřní informací, musí být přesná, neveřejná a schopná ovlivnit cenu finančního nástroje, jehož se přímo či nepřímo týká.¹⁶⁴

Obecně lze říci, že obchodování zasvěcené osoby, někdy nazývané anglickými termíny *insider dealing* či *insider trading*, spočívá v tom, že osoba, která má přístup k důvěrným neveřejným cenotvorným informacím týkajících se investičních nástrojů, využije tyto informace k obchodování s těmito nástroji, protože díky znalosti vnitřní informace může předvídat budoucí vývoj cen dotčených nástrojů. V literatuře lze nalézt jak argumenty pro kriminalizaci takového jednání, tak proti němu. Za zásadní důvod pro zákaz lze považovat snahu docílit rovnosti mezi investory a zajistit důvěru v trh, aby nevznikal dojem, že je daný trh „nefér“. Proti zakazu lze argumentovat nadbytečnou kriminalizací jednání, které by mohlo být postihováno obecnější právní úpravou hospodářské soutěže.¹⁶⁵ Všechny významné kapitálové trhy, jako jsou ty ve Spojených státech, Evropské unii, Číně či Japonsku, mají speciální právní úpravu obchodování zasvěcené osoby.¹⁶⁶

Největší tržní kapitalizaci mají burzy ve Spojených státech, které jsou zároveň zemí s nejdélsí tradicí boje proti obchodování zasvěcených osob. První zákonnou úpravu obsahuje *Securities Act of 1933* a *Securities Exchange Act of 1934*, nicméně protože je americké právo založeno na systému *common law*, velkou roli zde hrají i soudní precedenty, které umožňují dotvářet úpravu insider tradingu dle potřeby. V USA se tak děje zejména na základě činnosti Komise pro cenné papíry a burzu (*Securities and Exchange Commission*), která funguje jako regulátor amerického trhu s investičními nástroji a mj. tedy stíhá podezření z obchodování zasvěcené osoby před soudy v civilně právním nebo administrativně právním řízení. Trestně právní stíhání provádí příslušní státní zástupci.

Naopak právo Evropské unie a většiny členských států je založeno na kontinentální právní tradici, a tedy psaném právu. Za výhodu takového systému lze označit to, že jasně stanoví znaky, které jednání musí vykazovat, aby bylo zakázaným

¹⁶⁴ čl. 7 nařízení o zneužívání trhu

¹⁶⁵ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*: University Edition. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s. 398–399

¹⁶⁶ THOMPSON, James H. *A Global Comparison of Insider Trading Regulations*. International Journal of Accounting and Financial Reporting [online]. 2013, 2013(3) [cit. 2018-09-19]. DOI: 10.5296/ijafr.v3i1.3369. ISSN 2162-3082. Dostupné z: <https://doi.org/10.5296/ijafr.v3i1.3269>

obchodováním zasvěcené osoby, nevýhodou na druhou stranu může být menší pružnost ve vztahu k nepředvídaným situacím.

Aby byl insider trading zakázaný podle evropského práva, musí splňovat dvě podmínky:

- 1) musí jít o zasvěcenou osobu,
- 2) tato osoba musí disponovat vnitřní informací.

Nařízení o zneužívání trhu rozlišuje dvě kategorie zasvěcených osob¹⁶⁷, tzv. primární a sekundární zasvěcené osoby. Do první skupiny spadá taxativně vymezený okruh osob, jako např. členové orgánů emitenta nebo jeho zaměstnanci a pro uplatnění zákazu obchodování zasvěcené osoby u nich postačí, že disponují vnitřní informací. V případě sekundární zasvěcené osoby nejde o osobu v žádném kvalifikovaném postavení, a proto je navíc rozhodující i to, jestli ví nebo by měla vědět, že informace, kterou disponuje, je vnitřní informací.

Vnitřní informací se rozumí informace, která je přesná, neveřejná, týkající se emitenta nebo finančního nástroje a pokud by byla zveřejněna, měla by dopad na cenu těchto finančních nástrojů nebo souvisejících derivátů. Vnitřní informací je i informace dodaná klientem osobě pověřené prováděním pokynů týkající se dosud nevyřízených pokynů.¹⁶⁸

Zasvěcená osoba se musí zdržet nabytí nebo zcizení finančních nástrojů, jichž se vnitřní informace týká, ale také zrušení nebo změny pokynu učiněného před tím, než vnitřní informaci získala.¹⁶⁹ Obchodování zasvěcené osoby dále zahrnuje i nabytí nebo zcizení finančního nástroje, nebo změnu pokynu týkajícího se finančního nástroje na základě doporučení založeného na vnitřní informací.

V rámci správy vnitřních informací musejí emitenti a osoby jednající jejich jménem vést seznamy zasvěcených osob.¹⁷⁰ Účelem takového seznamu má být usnadnění

¹⁶⁷ čl. 8 odst. 4 nařízení o zneužívání trhu

¹⁶⁸ čl. 7 odst. 1 nařízení o zneužívání trhu

¹⁶⁹ čl. 8 odst. 1 nařízení o zneužívání trhu

¹⁷⁰ čl. 18 nařízení o zneužívání trhu

činnosti regulátora při vyšetřování zneužívání trhu,¹⁷¹ nicméně v něm lze spatřovat i „nevýhodu“ pro samotné zasvěcené osoby, protože „*emitenti nebo jakákoli osoba jednající jejich jménem nebo na jejich účet učiní veškeré přiměřené kroky k zajištění toho, aby veškeré osoby uvedené na seznamu zasvěcených osob písemně potvrdily právní a regulační povinnosti, které pro ně z této skutečnosti vyplývají, a aby si byly vědomy sankcí souvisejících s obchodováním zasvěcené osoby a nedovoleným zpřístupněním vnitřní informace.*¹⁷²“ Z tohoto ustanovení tedy plyne, že jakmile se osoba stane primární zasvěcenou osobou, je si vědoma i všech relevantních právních následků a v případě porušení povinností nemůže být aplikován § 19 trestního zákoníku o tzv. omluvitelném právním omylu. „*Příkladem omluvitelného právního omylu může být situace, kdy pachatel spáchal trestný čin krátce poté, co nastoupil nové zaměstnání a nestačil se ještě důkladně seznámit s příslušnými právními předpisy, jak bylo jeho povinností.*“¹⁷³ Jistě si lze představit situaci, kdy se někdo stane zasvěcenou osobou krátce po nástupu do zaměstnání a s právní úpravou proti zneužívání trhu se ještě neseznámil. Obdobně nebude přicházet v úvahu ani uplatnění ustanovení o omylu podle § 17 zákona o odpovědnosti za přestupky. Právo Evropské unie požaduje zavedení trestní odpovědnosti za obchodování zasvěcené osoby a trest odnětí svobody s horní hranicí trestní sazby nejméně čtyř let¹⁷⁴ a tuto hranici zachovává i transpoziční ustanovení § 255 odst. 2 trestního zákoníku, přičemž rozhodujícím znakem, jestli půjde o trestný čin, nebo přestupek, je způsobení větší škody nebo jiného závažného následku, případně opatření většího prospěchu. Pokud tento znak není naplněn, půjde o přestupek podle § 160 odst. 1 písm. a) ZPKT.

Podívejme se nyní na znění skutkové podstaty přečinu zneužití informací v obchodním styku podle § 255 odst. 2 trestního zákoníku:

„Kdo neoprávněně užije informaci dosud nikoli veřejně přístupnou, kterou získal při výkonu svého zaměstnání, povolání, postavení, funkce nebo jinak a jejíž zveřejnění je způsobilé podstatně ovlivnit rozhodování v obchodním styku, tím, že uskuteční nebo dá podnět k uskutečnění smlouvy nebo operace v obchodním systému nebo na

¹⁷¹ recitál 56 nařízení o zneužívání trhu

¹⁷² čl. 18 odst. 2 nařízení o zneužívání trhu

¹⁷³ JELÍNEK, Jiří. *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. 6. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Leges, 2017. Student (Leges). ISBN 978-80-7502-236-3. s 249

¹⁷⁴ čl 7 odst. 2 směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu

organizovaném trhu se zbožím, a způsobí tím větší škodu nebo jiný závažný následek nebo tím opatří sobě nebo jinému větší prospěch...“

Zde považuji za nutné zabývat se dvěma znaky, a to tím, že má jít o uskutečnění smlouvy nebo operace v obchodním systému nebo na organizovaném trhu se zbožím a tím, co to znamená, že dá podnět. Směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu, jako ostatně i nařízení o zneužívání trhu, se vztahuje i na finanční nástroje neobchodované v obchodním systému, závisí-li jejich cena na ceně nástroje, který v něm obchodovaný je.¹⁷⁵ Pokud by tedy zasvěcená osoba uzavřela obchod s finančním nástrojem mimo obchodní systém, byť by byl založený na jiném finančním nástroji obchodovaném v obchodním systému, k němuž zasvěcená osoba disponuje vnitřní informací, nešlo by o trestný čin. Opačný výklad by byl v rozporu se základními zásadami trestního práva, protože by rozšiřoval trestnost nad rámec daného ustanovení trestního zákoníku. Jak bychom ale situaci posoudili, kdyby protistrana této zasvěcené osoby následně provedla obchod s oním nástrojem v obchodním systému? Sice nelze s určitostí předpokládat, že tak učiní, na druhou stranu to nelze vyloučit, zvláště u osob, které přistupují zodpovědně k řízení rizik. Pro lepší ilustraci lze uvést hypotetický příklad: Zasvěcená osoba A disponuje vnitřní informací k akciím emitenta B. Uzavře tedy OTC derivát, jehož podkladovým aktivem budou právě tyto akcie. Protistranou této zasvěcené osoby bude obchodník s cennými papíry C, který následně zakoupí akcie emitenta B v obchodním systému.

V odborné literatuře věnované obchodování zasvěcené osoby se lze setkat s termínem „tippee liability“, odpovědnosti na základě tipu, jednoduše řečeno jde o situaci, kdy zasvěcená osoba prozradí vnitřní informaci třetí osobě, která pak jedná na základě této informace.¹⁷⁶ Směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu taktéž postihuje doporučení nebo navádění.¹⁷⁷ V tomto smyslu by proto dle mého názoru mělo být vykládáno dání podnětu v uvedeném ustanovení trestního zákoníku. V popsaném případě se navíc zavinění osoby A nemůže vztahovat k jednání obchodníka s cennými papíry C. Hranice mezi trestným činem a přestupkem je tedy i v tom, jakým způsobem dotčený

¹⁷⁵ čl. 1 odst. 2 odst. d) směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu

¹⁷⁶ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*: University Edition. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s. 401-402

¹⁷⁷ čl. 3 odst. 1 směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu

finanční nástroj získá (nebo naopak zcizí), což se vzhledem k popsanému případu zdá jako poměrně nevhodné, protože společenská škodlivost takového jednání na tomto nezávisí.

Logickým důsledkem zákazu obchodování zasvěcené osoby je i to, že musí být upraveno, kdy lze a kdy naopak nelze takovou informaci zpřístupnit dalším osobám. Obecně platí, že by měl emitent o vnitřních informacích informovat co nejdříve.¹⁷⁸ Odložit zveřejnění lze v případě, kdy by okamžité zveřejnění pravděpodobně ohrozilo oprávněné zájmy emitenta, odkladem pravděpodobně nedojde k uvedení veřejnosti v omyl a emitent je schopen zajistit důvěrnost těchto informací.¹⁷⁹ Zvláštní možnost platí pro úvěrové nebo finanční instituce, které mohou odložit zveřejnění vnitřní informace za účelem zachování stability finančního systému, nicméně pro takové odložení se vyžaduje souhlas příslušného orgánu.¹⁸⁰

Vnitřní informace ale může být zpřístupněna dalším osobám i dříve, než dojde k jejímu zveřejnění, a to v případě sondování trhu. Jde o postup, při kterém osoba, která nabízí finanční nástroj, zjišťuje potenciální zájem investorů. Jak osoba provádějící sondování trhu, tak i osoba, již je sondování trhu určeno, musí dodržovat několik zejména administrativních povinností. Především je nutné vést záznamy související se sondováním, a to o způsobech provádění, o osobách, jimž je určeno či obsahu komunikace, včetně záznamů telefonických hovorů nebo písemných poznámek z ústního jednání.¹⁸¹ Osobě, již je sondování trhu určeno, musí být poskytnuto sdělení mj. o tom, že jí budou zpřístupněny vnitřní informace a odhad, kdy přestanou být vnitřními informacemi.¹⁸²

V případě, kdy osoba nevyužije této výjimky a poruší zákaz zpřístupnění vnitřní informace, může být odpovědná za přečin zneužití informace v obchodním styku podle § 255 odst. 1 trestního zákoníku, způsobí-li tím větší škodu, nebo jiný závažný následek nebo tím opatří větší prospěch. Jinak může jít o přešůpek podle § 160 odst. 1 písm. a) ZPKT.

¹⁷⁸ čl. 17 odst. 1 nařízení o zneužívání trhu

¹⁷⁹ čl. 17 odst. 4 nařízení o zneužívání trhu

¹⁸⁰ čl. 17 odst. 5 nařízení o zneužívání trhu

¹⁸¹ čl. 6 Nařízení 2016/960

¹⁸² čl. 3 Nařízení 2016/960

6.2. Manipulace s trhem

Tržní manipulací je klamavé jednání, které má ovlivnit cenu investičního nástroje za účelem dosažení zisku nebo omezení ztráty.¹⁸³ Toho lze dosáhnout buď šířením falešných informací, nebo vytváření klamavých transakcí nebo „pokusů“ o ně, které se ale ve skutečnosti nezakládají na snaze dosáhnout cíle transakce, ale naopak pouze ovlivnění ceny.

Stejně tak lze rozdělit skutkové podstaty označené v nařízení o zneužívání trhu jako manipulace s trhem na dva druhy: jeden zahrnuje obchody a pokyny ve vztahu k finančním nástrojům, spotovým komoditním smlouvám nebo draženého produktu odvozeného od povolenek na emise nečiněné z legitimních důvodů, druhý v sobě neobsahuje přímé nakládání s finančními nástroji, ale spočívá v šíření informací schopných vydávat nesprávné nebo zavádějící signály ve vztahu ke zmíněným nástrojům nebo referenční hodnotě.¹⁸⁴ Stejně dělení zvolil i český zákonodárce v § 250 odst. 1 trestního zákoníku při transpozici směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu, podle kterého je trestným činem buď rozšíření „*nepravdivé nebo hrubě zkreslené informace*“,¹⁸⁵ nebo uskutečnění obchodu nebo zadání pokynu způsobilé „*vyvolat nesprávnou představu o nabídce, poptávce, ceně nebo kurzu*“.¹⁸⁶ Dále se proto budu věnovat rozboru tržní manipulace tak, že se nejprve zaměřím na šíření nepravdivých informací a následně na manipulativní pokyny a obchody.

Při manipulaci s trhem prostřednictvím šíření informací musejí být splněny dva základní požadavky, a to požadavek na kvalitu informace a požadavek na subjektivní stránku šířitele. Informace musejí být takové, aby vydávaly „*nesprávné nebo zavádějící signály týkající se nabídky, poptávky nebo ceny*“¹⁸⁷ týkající se finančního nástroje. Osoba, která takové informace šíří, musí vědět nebo by měla vědět, že dotčené informace jsou nepravdivé nebo zavádějící. Z druhého požadavku ale nařízení připouští výjimku v případě projevu ve sdělovacích prostředcích, pokud není informace šířena za účelem dosažení zisku, nebo uvedení trhu v omyl.¹⁸⁸ Jak vyplývá z názoru Nejvyššího správního

¹⁸³ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*: University Edition. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s. 391

¹⁸⁴ čl. 12 nařízení o zneužívání trhu

¹⁸⁵ § 250 odst. 1 písm. a) trestního zákoníku

¹⁸⁶ § 250 odst. 1 písm. b) trestního zákoníku

¹⁸⁷ čl. 12 odst. 1 písm. c) nařízení o zneužívání trhu

¹⁸⁸ čl. 21 nařízení o zneužívání trhu

soudu vysloveného v rozsudku č. j. 7 Afs 15/2009 – 159 ze dne 27. ledna 2010, šíření nepravdivých informací omylem, aniž by dotčený novinář získal prospěch nad rámec běžné odměny, nelze považovat za manipulaci s trhem. Byť takto soud rozhodl na základě dřívější právní úpravy založené na směrnici MAD, domnívám se, že stejný závěr lze učinit i ve vztahu k současné právní úpravě vzhledem k účelu této výjimky zajišťující svobodu projevu zaručenou čl. 11 Listiny základních práv Evropské unie.

Druhým jednáním, které právo považuje za způsob manipulace s trhem, zahrnuje manipulativní obchody, pokyny nebo jiné jednání z nelegitimních důvodů, které jsou způsobilé dávat nesprávné signály o nabídce, poptávce nebo ceně finančního nástroje, zajistit cenu finančního nástroje na neobvyklé nebo umělé úrovni nebo ovlivnit cenu finančního nástroje použitím fiktivních prostředků.¹⁸⁹

Můžeme tedy rozlišit dva druhy manipulativních obchodů, pokynů nebo jiných jednání. Jedny využívají „*fiktivní prostředky nebo jinou formu klamavého nebo lstivého jednání*“,¹⁹⁰ aby ovlivnily cenu, druhé jsou takové, které jsou prováděny z nelegitimních důvodů za účelem dávat nesprávné nebo zavádějící signály o nabídce a poptávce, nebo zajišťovat cenu na neobvyklé nebo umělé úrovni. Nařízení o zneužívání trhu zakazuje nejen manipulaci s trhem, ale i pokus o ni.¹⁹¹

Snaha o regulaci tohoto typu tržní manipulace vychází z představy, že může mít dopady snad až katastrofálních rozměrů, a proto je potřeba ho zakázat. Např. první právní předpis, který tuto oblast upravuje, výše zmíněný *Securities Exchange Act of 1934* uvádí: „*Národní mimořádné události, které způsobují rozsáhlou nezaměstnanost a narušení obchodu, dopravy a průmyslu a které zatěžují mezistátní obchod a nepříznivě ovlivňují obecné blaho, jsou vyvolávány, zesilovány a prodlužovány manipulací a náhlými a nerozumnými výkyvy cen finančních nástrojů a nadměrnými spekulacemi na burzách a trzích...*“¹⁹² Přesto americké zákony legální definici manipulace s trhem neuvádějí. Evropské právo k této problematice přistupuje tak, že uvádí demonstrativní výčet

¹⁸⁹ čl. 12 odst. 1 nařízení o zneužívání trhu

¹⁹⁰ čl. 12 odst. 1 písm. b) nařízení o zneužívání trhu

¹⁹¹ čl. 15 nařízení o zneužívání trhu

¹⁹² paragraf 2 odstavec 4 *Securities Exchange Act of 1934*: „*National emergencies, which produce widespread unemployment and the dislocation of trade, transportation, and industry, and which burden interstate commerce and adversely affect the general welfare, are precipitated, intensified, and prolonged by manipulation and sudden and unreasonable fluctuations of security prices and by excessive speculation on such exchanges and market...*“

ukazatelů manipulativního jednání, fiktivních prostředků nebo jiného klamavého či lstivého jednání.¹⁹³

Pokud jde o manipulativní jednání související s nepravdivými nebo zavádějícími signály a se zajištěním ceny, za které lze považovat fiktivní obchody, jako jsou *wash trades* nebo *improper matched orders*,¹⁹⁴ uvažují např. Fischel a Ross nad tím, jaký je rozdíl mezi tímto typem manipulace a podvodem.¹⁹⁵ Podle českého práva by tedy připadal v úvahu § 209 odst. 1 trestního zákoníku stanoví: „*Kdo sebe nebo jiného obohatí tím, že uvede někoho v omyl, využije něčího omylu nebo zamlčí podstatné skutečnosti, a způsobí tak na cizím majetku škodu nikoli nepatrnou...*“ Obohacením jiného se přitom rozumí i obohacení blíže neurčené osoby anebo skupiny osob.¹⁹⁶ Celá podstata takovýchto obchodů spočívá v tom, že vytvoří nepravdivý dojem o obchodních aktivitách, takže lze uvažovat i o tom, že by existoval poškozený uvedený v omyl. Na druhou stranu je nutné uvést, že nelze automaticky předpokládat, že kdokoliv uskuteční obchod za zmanipulovanou cenu, jedná v omylu (např. proto, že se o vývoj cen vůbec nezajímá, nebo si naopak vyhodnotil, že je pro něj aktuální cena výhodná). I tak by sice bylo možné uvažovat o tom, že by šlo o podvod ve stadiu pokusu, nicméně samostatná skutková podstata trestného činu manipulace s kurzem investičních nástrojů,¹⁹⁷ která vyjadřuje i větší závažnost takového jednání ve srovnání s podvodem, proto jistě není na škodu.

Dále se pak nabízí se i druhá otázka, a to jak přistupovat ke skutečným obchodům a pokynům s manipulativním cílem. Proti jejich regulaci uvádějí zmínění autoři ve zkratce dva základní argumenty. Jednak je nesmírně těžké tímto způsobem úspěšně zmanipulovat kurz cen finančních nástrojů a jednak jsou náklady alternativ takovéto regulace velmi vysoké. V situaci, kdy je cílem manipulující osoby dosáhnout zisku ze změny ceny finančního nástroje, musí být nejen schopen ovlivnit cenu tak, aby se pohybovala na „umělé“ úrovni, ale následně musí být schopna využít takové úrovně

¹⁹³ příloha I nařízení o zneužívání trhu, příloha II Nařízení 2016/522

¹⁹⁴ Jde o obchody, kdy dochází k nákupu a prodeji jen za účelem vytváření falešného dojmu o uskutečňovaných obchodech nebo kdy jsou zároveň zadány vzájemně si odpovídající pokyny k nákupu a prodeji stejnou stranou nebo různými stranami jednajícími ve shodě.

¹⁹⁵ FISCHEL, Daniel R. a David J. ROSS. *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*. Harvard Law Review [online]. 1991, 105(2) [cit. 2018-09-21]. DOI: 10.2307/1341697. ISSN 0017811X. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/1341697?origin=crossref>

¹⁹⁶ rozhodnutí č. 18/1991 Sb. rozh. tr.

¹⁹⁷ § 250 trestního zákoníku

k realizaci zisku. Při snaze zvýšit cenu musí proto přesvědčit ostatní investory, že současná cena finančního nástroje neodpovídá jeho „skutečné hodnotě“, ale zároveň musí nakoupit daný finanční nástroj před tím, než jeho cena stoupne. Následně pak musí prodat tak, aby nezpůsobil pokles ceny, což znamená, že musí investory přesvědčit o opaku, tzn. že už nemá informace, které by odůvodňovaly pokles ceny. Přitom pokud by šlo o informovaný nákup, cena by vzrostla zároveň s ním a nikoliv až po něm.

Obdobně při snaze dosáhnou zisku z poklesu ceny prostřednictvím prodeje na krátko, který teoreticky může sloužit jako manipulativní technika,¹⁹⁸ lze označit za rozumný spíše argument, že je vhodné, aby bylo možné přísně potrestat ty, kdo nebudou schopni vypořádat dotčený obchod, než krátké prodeje přímo zakazovat kvůli možnému využití k manipulaci.¹⁹⁹ Za opodstatněnější argument pro regulaci krátkých prodejů proto považují spíše prevenci systémového rizika²⁰⁰ než prevenci zneužívání trhu, byť i zde by regulátoři měli postupovat spíše zdrženlivě. Je proto správně, že nařízení o prodeji na krátko dává příslušným orgánům intervenční pravomoci pouze „v případě nepříznivého vývoje, který představuje vážné ohrožení finanční stability či důvěry na trhu v členském státě nebo v Unii“.²⁰¹

Náklady na prevenci manipulace vytváří nejen to, že je musí regulátor vyšetřovat, ale hlavně to, že sami účastníci trhu musejí vynakládat prostředky na její detekci.²⁰² Dalším negativem je to, že kdokoli se bude chtít vyhnout podezření z manipulace trhem, bude postupovat mnohem opatrněji, než jak by postupoval normálně, v důsledku čehož se sníží efektivita tržního prostředí.

Osoba, která manipuluje s trhem, však nemusí sledovat jen zisk z bezprostředního pohybu ceny finančního nástroje, kterým manipuluje, ale může využít zmanipulované ceny i jinak, např. tím, že prostřednictvím ní ovlivní cenu jiného nástroje, pomocí kterého pak dosáhne zisku. Pak by stačilo udělat pouze polovinu výše popsaného kroku, tedy dosáhnout vyšší nebo nižší ceny. Proto bude zřejmě nutné odpovědět si na dvě otázky:

¹⁹⁸ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*: University Edition. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553. s. 394-395

¹⁹⁹ ALEXANDER, Kern a Niamh MOLONEY. *Law reform and financial markets*. Northampton, MA: Edward Elgar Pub., c2011. ISBN 978-0-85793-662-2. s. 91-93

²⁰⁰ ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. s. 198

²⁰¹ recitál 27 nařízení o prodeji na krátko

²⁰² čl.16 nařízení o zneužívání trhu

Co jsou to nesprávné nebo zavádějící signály o nabídce nebo poptávce? Kdy je cena na neobvyklé nebo umělé úrovni? Pokud totiž nebudou tyto pojmy přesně definované, vytváří tento neurčitý právní pojem opět vysoké náklady alternativ tím, že se mnoho účastníků trhu nebude pouštět ani do legitimních obchodů, které by mohly působit manipulativním dojmem,²⁰³ čímž dojde ke snížení efektivity trhu. Protože ani demonstrativní ukazatele manipulativního jednání by „neměly být nutně samy o sobě považovány za projev manipulace s trhem“,²⁰⁴ musí existovat ještě další faktory, které určují, kdy jde, nebo naopak nejde o manipulaci.

Na základě nařízení o zneužívání trhu nebyla do konce roku 2017 uložena v České republice žádná sankce,²⁰⁵ proto bude vhodné vyjít z rozhodnutí příslušných orgánů jiných členských států. Francouzský Úřad pro finanční trhy (Autorité des Marchés Financiers) rozhodl,²⁰⁶ že manipulací s trhem je případ, kdy p. Matos ve 208 případech v prvním kroku zadal agresivní nákupní pokyny, které vedly ke zvýšení ceny, ve druhém kroku po méně než 10 minutách zadal pasivní pokyny k nákupu ve významném objemu, čímž vytvořil „silnou nerovnováhu“ a „silný nákupní tlak“, na který ve třetím kroku zareagoval pokyny k prodeji cenných papírů, v nichž získal dlouhou pozici agresivními pokyny v kroku jedna. Následně pak zrušil nákupní pokyny zadané ve druhém kroku. Umělou cenu zde Úřad pro finanční trhy dovozuje z „průměrného zisku“, který vypočítal jako rozdíl mezi součtem průměrné prodejní ceny a průměrné nákupní ceny v každém z 208 případů. Ve 158 případech se cena cenných papírů zvýšila alespoň o 0,01 euro, ve zbývajících 50 případech nedošlo k žádné změně nebo ke snížení ceny. Podle Úřadu pro finanční trhy byl tento nárůst způsoben pokyny, které vytvořily iluzi nákupního zájmu.

Nejaktivnějším orgánem co do počtu sankcí za manipulaci s trhem je švédská Finanční inspekce (Finansinspektionen). Ta například uložila pokutu ve výši 90 000

²⁰³ LEDGERWOOD, Shaun D. a Jeremy A. VERLINDA. *The Intersection of Antitrust and Market Manipulation Law*. SSRN Electronic Journal [online]. [cit. 2018-11-15]. DOI: 10.2139/ssrn.2908878. ISSN 1556-5068. Dostupné z: <https://www.ssrn.com/abstract=2908878>

²⁰⁴ příloha I oddíl A nařízení o zneužívání trhu

²⁰⁵ European Securities and Markets Authority. *Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR* [online]. listopad 2018 [cit. 2018-11-16]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1081_mar_article_33_report_sanctions.pdf s.6-7

²⁰⁶ L'Autorité des marchés financiers. *Décision n°3 du 2 mai 2018* [online]. [cit. 2018-11-16]. Dostupné z: https://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/5e4758e9-9a6a-470e-8f1d-fdbcbf5339e8_fr_1.0_rendition

švédských korun za to, že obviněný ve čtyřech případech nakoupil jednu akcii (sic!), což bylo podle jejího rozhodnutí způsobilé dát nesprávné nebo zavádějící signály.²⁰⁷

Pokud bychom z těchto případů měli učinit závěry, můžeme konstatovat že výklad neobvyklé nebo umělé cenové úrovně, stejně jako nesprávných a zavádějících signálů je poměrně subjektivní. Můžeme se zamyslet na tím, jak by byl popsán případ z Francie hodnocen, kdyby nebyly zadané pasivní pokyny zrušeny a došlo by k jejich provedení. Tento případ je sice umocňován tím, že p. Matos prováděl obchody sám se sebou (tedy byl v rámci jednoho obchodu kupujícím i prodávajícím), ale nebýt toho, jeho pasivní pokyny by měly stejný efekt na cenu daných cenných papírů. A také uvažme, jak by se situace vyvíjela, kdyby provedl jen těch 50 pokynů, u kterých k růstu ceny nedošlo. Vzhledem ke složitosti tohoto tématu na tomto místě nemůžu podat jednoznačný uspokojivý závěr, nicméně jsem těmito otázkami chtěl naznačit různé možnosti náhledu na tuto problematiku.

²⁰⁷ Finansinspektionen. *rozhodnutí FI Dnr 18-11860* [online]. [cit. 2018-11-16]. Dostupné z: https://www.fi.se/contentassets/cd2454d954ff4ebdbe50e0c39268942d/clinical_laserthermia_18-11860.pdf

Závěr

Protože je téma finančního trhu nesmírně obsáhlé a diplomová práce svým rozsahem nemůže pokrýt všechny jeho aspekty, zúžil jsem rozsah této práce jednak tím, že jsem se soustředil na trh finančních nástrojů, a jednak tím, co bylo předmětem jednotlivých kapitol, jak vyplývá z jejich názvu. Cílem této práce bylo poukázat zejména na slabiny právní úpravy na trhu finančních nástrojů.

První kapitola definovala, co je to finanční trh, a popsala jeho dělení. Následně potom přinesla několik definic finančního trhu z právní i ekonomické literatury, a to z České republiky i zahraničí. Po jejich vzájemném srovnání jsem v ní dospěl k závěru, že obecně panuje shoda v tom, jak je finanční trh definován. Drobné rozdíly se vyskytují pouze v tom, kdo je považován za jeho účastníka. V druhé kapitole jsem identifikoval vybrané subjekty, které poskytují své služby na finančním trhu. Porovnal jsem investiční a komerční bankovníctví a právní požadavky týkající se činnosti v těchto oblastech. Poté jsem analyzoval požadavky na obchodníka s cennými papíry a zvažoval jejich možný rozpor s ústavními principy v oblasti práva na spravedlivý proces, jejichž porušení by ale v tomto případě mohlo představovat i zásah do svobody podnikání. Taktéž jsem se zabýval možným rozporem mezi principy práva kapitálového trhu a zásadami pracovního práva. Dále jsem se pak zabýval některými dalšími subjekty jako registry obchodních údajů nebo ústředními protistranami. Ze třetí kapitoly věnované nástrojům trhu vyplývá, že nástroje finančního trhu můžeme dělit na nástroje peněžního a kapitálového trhu na jedné straně a na zbývající nástroje na straně druhé. Ve vztahu k derivátovým nástrojům panuje dlouhodobě určité zaujetí, protože dle některých názorů slouží pouze ke spekulacím. Čtvrtá kapitola rozebírá hlavní investiční služby. Ty jsou poskytovány ve vztahu k investičním nástrojům, přičemž podle převažujícího výkladu v České republice může být tento vztah velmi volný, což může představovat rozpor s evropským právem. Pátá kapitola rozebírá základní prvky odborné péče obchodníka s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry musí jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě v nejlepším zájmu zákazníka. Musí mít dostatečně kvalifikované pracovníky, nesmí klamat své zákazníky a v situaci, kdy dojde ke střetu zájmů, nesmí získat prospěch na úkor zákazníka. Nejlepší zájem zákazníka je pak spíše legislativní zkratkou, která má

obchodníkovi s cennými papíry ukázat správný směr jednání při rozhodování v rámci jeho podnikatelské činnosti. Při poskytování investičních služeb musí obchodník s cennými papíry zjišťovat, jestli jsou pro zákazníka vhodné, nebo přiměřené. Musí proto postupovat nejen tak, aby toto dokázal posoudit, ale aby i dokázal zjistit relevantní informace, na základě nich takové vyhodnocení provede. Poslední kapitola byla věnována tématu ochraně proti zneužívání trhu. Jde o důležitou část práva finančního trhu, která má za cíl zajistit důvěru investorů v jeho integritu. Právní úprava zajišťuje ochranu vnitřních informací před neoprávněným zveřejněním i před jejich použitím k obchodování zasvěcené osoby. Zákonodárce by se v této oblasti mohl soustředit zejména na stanovení rozumnější hranice mezi trestnými činy a přestupky. Druhou formou zneužívání trhu je tržní manipulace, která může být prováděna buď šířením nepravdivých nebo zavádějících informací, nebo klamavými či lstivými obchody a pokyny, případně pokyny a obchody prováděné z nelegitimních důvodů, které jsou způsobilé dávat nesprávné nebo zavádějící signály o nabídce a poptávce, nebo zajišťovat cenu na neobvyklé nebo umělé úrovni. Pro jednoznačný výklad těchto pojmů však bude nutné vyjít z relevantní rozhodovací praxe příslušných orgánů, avšak existujících rozhodnutí v této oblasti je v celé Evropské unii velmi poskrovnu.

Pokud bychom tedy měli zhodnotit právo trhu finančních nástrojů, lze konstatovat, že představuje poměrně koherentní systém. Pouze v dílčích případech existují drobné nekonzistentnosti či nejasnosti. Ty však lze v mnoha případech odstranit výkladem, kdy ovšem narážíme na to, že pro vyložení významu vnitrostátních norem musíme mnohokrát provést správnou interpretaci norem práva Evropské unie, které transponují. Nepostačí tedy pouze jazykový výklad, v úvahu musejí být brány i kontext a cíle sledované právní úpravou. Kromě gramatického výkladu musí být proto aplikován i systematický a teleologický výklad, v důsledku čehož je mnohdy obtížné správně interpretovat znění dané normy. Žádoucí by proto bylo, aby zákonodárce formuloval některá ustanovení jasněji.

Zatímco v právu finančního trhu větší nesoulad není, za problematický považují jeho vztah k dalším právní odvětvím, ať už jde o právo ústavní, trestní nebo pracovní. Důvodem je zejména to, že může u adresátů vyvolávat nejistotu, pokud jde o interpretaci toho, který z postupů je vlastně v souladu s tím, co po nich právní řád vyžaduje. Zejména v situaci, kdy dochází k rozporu jednotlivých zásad a principů, na kterých daná právní

odvětví stojí, se mohou dostat do situace, kdy jejich možný postup bude vždy v rozporu s některou ze zásad. I při nejlepší snaze budou v takovém případě čelit tomu, že si právní úpravu vyloží jinak než příslušné orgány, jako Česká národní banka nebo soud.

Za druhý, o něco více zásadnější, nedostatek považuji právní úpravu obchodování zasvěcené osoby. Jestliže je to nežádoucí činnost, za kterou má existovat možnost uložení trestních sankcí, měla by tato možnost existovat za všechna typově shodná jednání. Ačkoliv k obchodování zasvěcené osobě v České republice nedochází velmi často, nemohu se ztotožnit s názorem, že by to měl být důvod k tomu, aby zákonodárce nevěnoval této problematice dostatečnou pozornost, pokud už se rozhodl ji upravit i v rámci trestního práva.

Jako v každé oblasti lidské činnosti, i v právu finančního trhu existují různé názory a pohledy na stejnou věc. Žádná diplomová práce nemůže přinést univerzálně platnou pravdu, která by sjednotila přístup k nějakému tématu, přesto jsem rád, že jsem mohl v této práci přispět do mozaiky různých pojetí problematiky finančního trhu svým pohledem na věc.

Seznam použitých zkratk

MiFID	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS
MiFID II	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
Nařízení 2016/522	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti
Nařízení 2016/960	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/960 ze dne 17. května 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy pro vhodná opatření, systémy a postupy pro účastníky trhu zpřístupňující vnitřní informace, kteří provádějí sondování trhu
Nařízení 565/2017	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. dubna 2016, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice
Nařízení 909/2014	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012

Nařízení EMIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů
Nařízení o prodeji na krátko	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012 ze dne 14. března 2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání
Nařízení o ratingových agenturách	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách
Nařízení o zneužívání trhu	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES
Občanský zákoník	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
Směrnice MAD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)
Směrnice o trestních sankcích za zneužívání trhu	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu)
Trestní zákoník	zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník
Zákon o bankách	zákon č. 21/1992 Sb., o bankách
Zákon o cenných papírech	zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech
Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu	zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
Zákon o hazardních hrách	zákon č. 186/2016 Sb., o hazardních hrách
Zákon o odpovědnosti za přestupky	zákon č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich

Zákon o odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu veřejné moci rozhodnutím nebo nesprávným úředním postupem	zákon č. 82/1998 Sb., o odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu veřejné moci rozhodnutím nebo nesprávným úředním postupem a o změně zákona České národní rady č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád)
Zákoník práce	zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce
ZISIF	zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použité literatury

ARMOUR, John, Daniel AWREY, P. L DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N GORDON, C. P MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4.

BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Petr KOTÁB, Hana MARKOVÁ a kol. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-440-7.

BAMFORD, Colin. *Principles of international financial law*. New York: Oxford University Press, 2011. ISBN 978-0-19-958931-9.

BLAIR, Michael C, George Alexander WALKER a Stuart WILLEY. *Financial markets and exchanges law*. Second edition. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press, 2012. ISBN 978-0-19-960165-3.

CURZON, L.B. a Paul H. RICHARDS. *Longman dictionary of law*. Seventh edition. New York: Pearson, 2007. ISBN 978-0-582-89426-6.

GUILLIEN, Raymond, Jean Vincent a kol. *Lexique des termes juridiques*, Paris, Dalloz, 2005, ISBN 2-247-06071-4.

HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6.

HUSTÁK, Zdeněk, Šovar, Jan, Smutný, Aleš, Cetlová, Klára, Doležlová Daniela. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vydání V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9

CHOVANCOVÁ, Božena a kol. *Finančné trhy: nástroje a transakcie*. Druhé, prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-8168-330-5.

JELÍNEK, Jiří. *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. 6. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Leges, 2017. Student (Leges). ISBN 978-80-7502-236-3

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty*. Praha: Grada, 2002. Finance (Grada). ISBN 80-247-0342-4.

KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018. ISBN 978-80-7552-935-0.

KERN, Alexander a Niamh MOLONEY. *Law reform and financial markets*. Northampton, MA: Edward Elgar Pub., c2011. ISBN 978-0-85793-662-2.

LIŠKA, Václav. *Makroekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2002. ISBN 80-864-1927-4.

PIHERA, Vlastimil, Aleš SMUTNÝ a Pavel SÝKORA. *Zákon o bankách: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2011. Beckovy malé komentáře. ISBN 978-80-7400-389-9.

POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. V Praze: C.H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

ŠTENGLOVÁ, Ivana, Bohumil HAVEL, Filip CILEČEK, Petr KUHN a Petr ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář*. 2. vydání. V Praze: C.H. Beck, 2017. Velké komentáře. ISBN 978-80-7400-540-4.

URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-724-9.

WILLIAMS, Mark. *Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*. New York: The McGraw-Hill Companies, 2010. ISBN 978-0-07-174904-6.

WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance: University Edition*. Reprinted 2010. London: Sweet & Maxwell, 2008. ISBN 9781847032553.

2. Seznam použitých internetových zdrojů

Elektronické články

BAISCH, Rainer a Rolf H. WEBER. *Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings*. MATHIS, Klaus, ed. *European Perspectives on Behavioural Law and Economics* [online]. Cham: Springer International Publishing, 2015, 2015-2-10, s. 159-192 [cit. 2018-10-28]. DOI: 10.1007/978-3-319-11635-8_9. ISBN 978-3-319-11634-1. Dostupné z: http://link.springer.com/10.1007/978-3-319-11635-8_9

BERKMAN, Henk, Michael E. BRADBURY a Stephen MAGAN. *An International Comparison of Derivatives Use*. *Financial Management* [online]. 1997, 26(4) [cit. 2018-11-10]. DOI: 10.2307/3666128. ISSN 00463892. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.2307/3666128>

CINER, Cetin. *Hedging or speculation in derivative markets: the case of energy futures contracts*. *Applied Financial Economics Letters*. 2006, 2(3), 189-192. DOI: 10.1080/17446540500461729. ISSN 1744-6546. Dostupné také z: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17446540500461729>

FISCHEL, Daniel R. a David J. ROSS. *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*. *Harvard Law Review* [online]. 1991, 105(2) [cit. 2018-09-21]. DOI: 10.2307/1341697. ISSN 0017811X. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/1341697?origin=crossref>

MEHRAN, Hamid a René M. STULZ. *The economics of conflicts of interest in financial institutions*. *Journal of Financial Economics* [online]. 2007, 85(2), 267-296 [cit. 2018-10-15]. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.11.001. ISSN 0304405X. Dostupné z: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304405X06002352>

MOLONEY, Niamh, Eilís FERRAN, Jennifer PAYNE, Dimity KINGSFORD-SMITH a Olivia DIXON. *The Consumer Interest and the Financial Markets*. MOLONEY,

Niamh, Eilís FERRAN a Jennifer PAYNE, ed. The Oxford Handbook of Financial Regulation [online]. Oxford University Press, 2015, 2015-08-01 [cit. 2018-10-02]. DOI: 10.1093/oxfordhb/9780199687206.013.25. ISBN 9780199687206. Dostupné z: <http://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780199687206.001.0001/oxfordhb-9780199687206-e-25>

THOMPSON, James H. *A Global Comparison of Insider Trading Regulations*. International Journal of Accounting and Financial Reporting [online]. 2013, 2013(3) [cit. 2018-09-19]. DOI: 10.5296/ijافر.v3i1.3369. ISSN 2162-3082. Dostupné z: <https://doi.org/10.5296/ijافر.v3i1.3269>

Další elektronické zdroje

Bank of England. *Structural reform* [online]. březem 2018 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/key-initiatives/structural-reform>

Bank for International Settlements, *The Joint Forum. Client Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services* (2008) [online] duben 2008 [cit. 2018-10-28]. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/joint20.pdf>

The Committee of European Securities Regulators. *Inducements under MiFID* [online]. duben 2007 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_228.pdf

Committee of European Securities Regulators. *Consultation paper: Inducements: Good and poor practices* [online]. říjen 2009 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_958.pdf

Česká národní banka. *Pověření třetí osoby určitými úkoly v souvislosti se sjednáním smlouvy o obhospodařování majetku zákazníka* [online]. květen 2011 [cit. 2018-11-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/stanoviska_a_odpovedi/pdf/povereni_treti_osoby_urcitymi_ukoly_v_souvislosti_se_sjednanim_smlouvy.pdf

Česká národní banka. *Stanovisko České národní banky. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislati_vni_zakladna/stanoviska_cnb/download/mifid_stanovisko_cnb.pdf

Česká spořitelna, a.s. *Investiční dotazník* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://cz.products.erstegroup.com/Retail/cs/ZajuC3uADmuC3uA1_mne/InvestiAeu8DnuC3uAD_dotaznuC3uADk/index.phtml

Československá obchodní banka, a.s. *Investiční dotazník* [online]. červenec 2016 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: <https://www.csobpb.cz/portal/documents/10748/162827/csob-investicni-dotaznik.pdf>

European Commission. *Distribution systems of retail investment products across the European Union: Final report* [online]. duben 2018 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf

European Securities and Markets Authority. *Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR* [online]. listopad 2018 [cit. 2018-11-16]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1081_mar_article_33_report_sanctions.pdf

European Securities and Markets Authority. *Clearing obligation and Risk mitigation techniques under EMIR* [online]. únor 2018 [cit. 2018-11-05]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearing-obligation>

European Securities and Markets Authority. *EU derivatives markets — a first-time overview* [online]. 2017 [cit. 2018-11-06]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-421_eu_derivatives_markets_-_a_first-time_overview.pdf

European Securities and Markets Authority. *List of Central Counterparties authorised to offer services and activities in the Union* [online]. srpen 2018 [cit. 2018-11-06]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorized_under_emir.pdf

European Securities and Markets Authority. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics* [online]. březen 2018 [cit. 2018-04-05]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf

Financial Conduct Authority. *Assessing the quality of investment advice in the retail banking sector: A mystery shopping review* [online]. únor 2013 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/thematic-assessing-retail-banking.pdf>

Financial Conduct Authority. *Ring-fencing* [online]. září 2016 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.fca.org.uk/consumers/ring-fencing>

Financial Conduct Authority. *Guidance on the scope of MiFID and CRD IV* [online]. listopad 2018 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/13.pdf>

Gov.uk. *Ring-fencing information* [online]. březen 2017 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.gov.uk/government/publications/ring-fencing-information/ring-fencing-information>

The Independent Commission on Banking. *Final Report* [online]. září 2011 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20120827143059/http://bankingcommission.independent.gov.uk/>

Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám* [online]. prosinec 2005, verze 1.0 [cit. 2018-11-08]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf

Ministerstvo financí ČR. *Konzultační materiál: Působnost a definice* [online]. [cit. 2018-11-08]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Konzultace_2006-11_Konzultacni-material-Ministerstva-financi-k-MiFID-II-Pusobnost-MiFID-a-definice.pdf

Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení [nařízení o infrastruktuře evropských trhů] o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů [online]. říjen 2011 [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_smernice_mifid_ii_a_narizeni_mifir_material_mifir.pdf

Securities and Futures Commission. *Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission* [online]. srpen 2018 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: <https://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/codes/code-of-conduct-for-persons-licensed-by-or-registered-with-the-securities-and-futures-commission/code-of-conduct-for-persons-licensed-by-or-registered-with-the-securities-and-futures-commission.pdf>

Securities and Futures Commission. *Issues raised by the Lehmans Minibonds crisis: Report to the Financial Secretary* [online]. prosinec 2008 [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: <https://www.sfc.hk/web/doc/EN/general/general/lehman/Review%20Report/Review%20Report.pdf>

Sněmovní tisk 420, část 1/3. Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. leden 2008 [cit. 2018-11-08]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=25867&pdf=1>

3. Seznam použitých právních a správních předpisů

Česká republika

zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění účinném do 30.4.2004

usnesení č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součástí ústavního pořádku České republiky

zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 82/1998 Sb., o odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu veřejné moci rozhodnutím nebo nesprávným úředním postupem a o změně zákona České národní rady č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád), ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 186/2016 Sb., o hazardních hrách, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich

Evropská unie

Listina základních práv Evropské unie

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

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

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 236/2012 ze dne 14. března 2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu)

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnic 98/26/ES a 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/522 ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o výjimku pro některé veřejné orgány a centrální banky třetích zemí, ukazatele manipulace s trhem, prahové hodnoty pro zveřejnění, příslušný orgán pro oznamování odložení zveřejnění, povolování obchodů během uzavřeného období a druhy obchodů osob s řídicí pravomocí podléhající oznamovací povinnosti

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/960 ze dne 17. května 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy pro vhodná opatření, systémy a postupy pro účastníky trhu zpřístupňující vnitřní informace, kteří provádějí sondování trhu

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. dubna 2016, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/590 ze dne 28. července 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o regulační technické normy pro hlášení obchodů příslušným orgánům

Slovenská republika

zákon č. 429/2002 Z.z o burze cenných papierov

Spojené království Velké Británie a Severního Irska

Financial Services and Markets Act 2000 (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017

Financial Services (Banking Reform) Act 2013

Spojené státy americké

Banking Act of 1933

Securities Act of 1933

Securities Exchange Act of 1934

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

FINRA Rule 2111

4. Seznam použité judikatury a rozhodnutí správních orgánů

Česká republika

rozhodnutí č. 18/1991 Sb. rozh. tr.

rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/1/2004

rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 27. ledna 2010 č. j. 7 Afs 15/2009–159

rozhodnutí bankovní rady České národní banky ze dne 15. prosince 2010 č.j. 2010/3713/110

rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 5.11.2013, č.j. 5 Cmo 322/2013-154

rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 25. září 2012, sp. zn. 30 Cdo 265/2012

rozhodnutí České národní banky ze dne 11. prosince 2015 č.j. 2015/137262/570, sp.zn. Sp/2014/327/573

rozhodnutí České národní banky ze dne 22. listopadu 2016 č.j. 2016/135026/570

Evropská unie

stanovisko generálního advokáta Manuela Campos Sánchez-Bordony přednesené dne 8. února 2017 ve věci C-678/15

rozsudek Soudního dvora (čtvrtého senátu) ze dne 14. června 2017 ve věci C-678/15

Francouzská republika

rozhodnutí Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 2 mai 2018 à l'égard de M. Manuel Jose Gaboleiro Silva Matos, Procédure n°17-03

Švédské království

rozhodnutí Finansinspektionen FI Dnr 18-11860

Seznam použitých stanovisek a výkladových materiálů

závěry ze semináře uspořádaného 19. 6. 1975 Nejvyšším soudem ČSSR, Nejvyšším soudem ČSR a Nejvyšším soudem SSR k uvedení novelizovaných ustanovení zákoníku práce do praxe soudů; Nejvyšší soud ČSSR, Cpj 104/74

stanovisko Komise pro cenné papíry STAN/1/2006 ze dne 8.2.2006

úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013, částka č. 13/2013 věstníku ČNB k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost

úřední sdělení České národní banky k povolení činnosti obchodníka s cennými papíry ze dne 18. září 2009, částka č. 12/2009 věstníku České národní banky

Abstrakt

Finanční trh a jeho právní aspekty

Cílem této diplomové práce na téma finanční trh a jeho právní aspekty je analyzovat slabiny právní úpravy trhu s finančními nástroji. Tato diplomová práce je rozdělena do šesti kapitol, úvodu a závěru. Kapitoly se člení do podkapitol. První kapitola definuje finanční trh a zabývá se jeho dělením. Protože jsou právní aspekty finančního trhu tradičním předmětem vědy finančního práva, jsou i základní pojmy z této oblasti notoricky známé. První podkapitola první kapitoly proto popisuje pouze základní dělení, které je na finanční trh aplikováno. Druhá podkapitola první kapitoly pak využívá toho, že je k dispozici širší odborné literatury z oblasti finančního trhu k tomu, aby srovnala existující definice finančního trhu. Druhá kapitola se zabývá osobami, které působí na trhu finančních nástrojů. Jak může vyplývat z určitého pojetí subjektů finančního trhu, bylo by možné za ně považovat mnoho různých osob. Tato kapitola proto tento rozsah omezuje tím, že se věnuje vybraným osobám, předmětem jejichž činnosti jsou služby poskytované na trhu finančních nástrojů. Nejvíce se tato kapitola soustředí na obchodníka s cennými papíry, protože on je tím, kdo investorům zprostředkovává přístup ke kapitálovému trhu. Třetí kapitola pak rozebírá samotné finanční, respektive investiční nástroje. Čtvrtá kapitola se týká hlavních investičních služeb, které mohou být ve vztahu k investičním nástrojům poskytovány. Pátá kapitola se věnuje vztahu mezi investorem a obchodníkem s cennými papíry, na který nahlíží prizmatem základních právních institutů, které jsou určeny k ochraně investorů na trhu finančních nástrojů. Investorem rozumím osobu, která je příjemcem investičních služeb, a tedy zákazník dle terminologie ZPKT. Konečně šestá kapitola se zabývá činnostmi, které jsou na trhu finančních nástrojů zakázány, tedy zneužíváním trhu. Tato práce je založena na stavu k 30. listopadu 2018. Pro objasnění právní úpravy českého práva vycházím z právní úpravy Evropské unie, nicméně na několika místech provádím komparaci s ustanoveními právních řádů dalších zemí.

Abstract and title of thesis in English

Financial market and its legal aspects

The master's thesis on the topic of financial market and its legal aspects aims to analyse the weaknesses in the legal regulation of markets in financial instruments. The thesis is divided into six chapters, introduction and conclusion. The chapters are divided into subchapters. The first chapter defines the financial market and deals with its divisions. Since the legal aspects of financial market are a traditional subject of the study of financial law, the basic concepts of this field are notoriously well known. The first chapter therefore describes only the basic division that is applied to the financial markets. It then goes on to compare existing definition of the financial markets that can be found in academic literature. The second chapter discusses the capital market participants. As certain concepts of financial market might suggest, many different persons might fall into the category of market participants. This chapter, however, discusses selected persons who provide their services on the market in financial instruments. It focuses mainly on investment firm because it provides investors with access to the capital market. The third chapter discusses financial instruments. The fourth chapter concerns investment services that can be provided in relation to financial instruments. The fifth chapter examines the provisions designed to protect investors on the capital market. Under the term investor, I understand client under the MiFID II directive. Finally, the sixth chapter focuses on activities that are prohibited on the market in financial instruments, i.e. market abuse.

The thesis is based on the situation as of 30th November 2018. For better understanding of the provisions of Czech law, law of the European Union is taken into consideration. In several places, I compare it with the provisions of laws of other countries.

Klíčová slova

Finanční trh, kapitálový trh, trhy finančních nástrojů, zneužívání trhu, MiFID, MAR

Key words

Financial market, capital market, markets in financial instruments, market abuse, MiFID, MAR