



**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Katedra finančního práva**

**DOKTORSKÁ DISERTAČNÍ  
PRÁCE**

**Právní prostředky regulace  
kapitálového trhu**

**Školitel a vedoucí disertační práce: Prof. JUDr. Milan Bakeš, CSc.**

**JUDr. Martin Draslar  
Jetelová 2857/3  
106 00 Praha 10**

**Praha, listopad 2007**

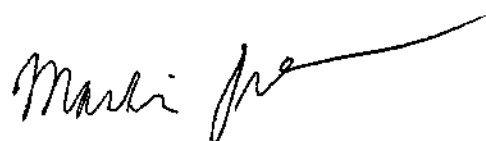
Knihovna UK PF



3125081716

*Prohlašuji, že jsem tuto doktorskou disertační práci zpracoval samostatně, a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.*

*V Praze dne 2. listopadu 2007*

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Marek Jurek". The signature is written in a cursive style with a long horizontal stroke extending to the right.

*Na tomto místě bych rád poděkoval panu prof. JUDr. Milanu Bakešovi, CSc. za cenné rady, připomínky a průběžné konzultace, které mi poskytl při zpracování této doktorské disertační práce.*

## 1. Úvod

Za téma své disertační práce jsem si vybral problematiku **právních prostředků regulace kapitálového trhu**. Právo, resp. nástroje právem upravené, plní díky své **závaznosti, přesnosti a vynutitelnosti** nezastupitelnou roli v oblasti regulace kapitálových trhů. Právní prostředky jsou nezastupitelným nástrojem sloužícím k dosažení takové **transparentnosti a integrity** kapitálového trhu, která je nezbytná pro zajištění jeho důvěryhodnosti a funkčnosti pro všechny subjekty, které na kapitálovém trhu působí. Kapitálový trh je trhem, na kterém se setkávají dvě hlavní skupiny subjektů: **emitenti a investoři**. Emitenti vstupují na kapitálový trh za účelem obstarání finančních prostředků pro rozvoj svého podnikání. Investoři naopak disponují volnými finančními prostředky a mají zájem tyto prostředky na kapitálovém trhu vhodnou investicí co nejlépe zhodnotit. Základní úlohou kapitálového trhu je tedy **zajištění přenosu kapitálu** od investorů k emitentům. Proto aby byl tento přenos kapitálu **rychlý, efektivní, transparentní**, a zároveň co **nejméně rizikový**, je nutné zajistit základní předpoklady pro jeho fungování. Mezi tyto předpoklady patří vytvoření **odpovídajícího právního prostředí**, jehož úkolem je především stanovení pravidel fungování kapitálového trhu a působení jeho účastníků na něm, a existence **orgánu** nebo **orgánů s dostatečnou dozorčí pravomocí**, jejichž hlavním, nikoliv však jediným úkolem, je dohlížet na dodržování takto stanovených pravidel a jejich vynucování.

Jedním ze základních poznatků teorie finančních trhů, jehož nedílnou součástí je také trh kapitálový, je to, že tyto trhy je nutné **regulovat více než trhy jiné**. Důvodem je především skutečnost, že tyto trhy jsou **vysoce rizikové**. Kapitálové trhy jsou nejen velmi náchylné na **různé otřesy**, ale také bývají zneužívány k **nelegálním transakcím a machinacím**. Působení těchto nežádoucích vlivů může vést až k selhání těchto trhů, což může mít nejen negativní ekonomické, ale i sociální důsledky pro celou ekonomiku dané země.

V souvislosti s otázkou, proč je třeba finanční, resp. kapitálové trhy, regulovat více než trhy jiné, je také nutno se zabývat otázkou **míry a efektivity** této regulace. Je zřejmé, že nedostatečná regulace může vést a zpravidla dříve či později také vede k různým deformacím a zneužívání finančního trhu. Nadměrná regulace může na druhou stranu vést k těžkopádnosti a byrokratizaci celého systému regulace a dozoru tak, že tento systém regulace brání nejen rozvoji tohoto trhu, ale především může mít zásadní dopad na jeho fungování. Efektivita regulace úzce souvisí s mírou regulace, která je do značné míry ovlivněna právě **funkčním právním a institucionálním prostředím**. Bez dostatečné **vynutitelnosti práva, existence**

**soudů** nebo **stanovení standardů** bude vždy velmi problematické dosáhnout cílů, které jsou od regulace kapitálových trhů emitenty, investory a poskytovateli služeb na kapitálovém trhu očekávány. Jako příklad špatného přístupu k regulaci kapitálových trhů lze uvést situaci v České republice na počátku devadesátých let minulého století, kdy právě vlivem nedostatečné právní úpravy a faktické neexistence dozoru kapitálového trhu došlo **k závažným poruchám finančního, resp. kapitálového trhu**, které narušily jeho funkčnost, stabilitu, a především v oblasti kolektivního investování vysoce poškodily důvěryhodnost v oblasti poskytování těchto služeb. Tato absence funkčního právního prostředí a výkonu státního dozoru v této oblasti měla také závažné dopady na veřejné finance, které musely absorbovat stamiliardové náklady spojené se sanací vzniklých škod.

Při regulaci kapitálových trhů je, mimo jejich vysoké rizikovosti, potřeba vzít v úvahu také stále postupující **globalizaci**, která má dnes velmi silný vliv na vývoj těchto trhů. Globalizace sektoru finančních služeb postupuje ruku v ruce s rychlým růstem těchto trhů, který je podporován především technologickým rozvojem a tvorbou nových produktů a vede k čím dál tím větší **provázanosti jednotlivých národních finančních trhů**. Tato provázanost má pozitivní, ale i negativní stránky. Pozitivní stránkou je především stále **širší oblast nabídky** v oblasti investičních příležitostí a **možnosti volby** mezi poskytovateli investičních služeb. Negativní stránkou je stále **rostoucí možnost „nákazy“** v případě zhroutení některého z účastníků působících na globálním trhu finančních služeb. Zajištění dostatečné regulace přeshraničního poskytování služeb na kapitálovém trhu je otázkou, kterou je nutné se do budoucna velmi pečlivě zabývat, a to nejen na evropské úrovni.

Ve své doktorské disertační práci se věnuji především **rizikům, která jsou s působením na kapitálovém trhu spojena, institucionálnímu zajištění dohledu kapitálových trhů, konkrétním právním prostředkům**, které jsou při regulaci kapitálových trhů v praxi používány k zajištění jeho hladkého fungování a také **právní úpravě**, kterou by podle mého názoru bylo po zhodnocení dosavadních zkušeností a vývoje kapitálového trhu v České republice žádoucí **de lege ferenda** přijmout.

## 2. Důvody vzniku a cíle regulace kapitálových trhů

### 2.1. Finanční, peněžní a kapitálový trh

S ohledem na skutečnost, že pojmy **finanční**, **peněžní** ani **kapitálový trh** nejsou naším právním řádem definovány, považuji za důležité v úvodu této kapitoly tyto pojmy nejdříve blíže specifikovat, definovat postavení subjektů působících na těchto trzích, rámcově popsat fungování těchto trhů včetně nástrojů, které jsou na těchto trzích předmětem obchodování. **Finanční trh** je možné definovat jako souhrn nástrojů, postupů a institucí, jejichž prostřednictvím dochází k přesunu volných finančních prostředků od těch, kteří je vlastní k těm, kteří jimi potřebují disponovat. Úlohou finančního trhu je tedy zabezpečit soustředování (**agregaci**) a rozmisťování (**alokaci**) uvolněných peněžních prostředků mezi subjekty finančního trhu na základě nabídky a poptávky. Třetí důležitou úlohou finančních trhů je přesouvání (**mobilizace**) volných zdrojů do ekonomického procesu. Finanční trh tedy dává možnost koncentrace disponibilních prostředků, jejich následné rozmisťování (investování) tam, kde je jejich využití nejefektivnější (tedy dává i možnost přelévání prostředků z odvětví do odvětví) a zároveň umožňuje přeměnu úspor v investice. **Subjekty** vystupující na finančním trhu lze rozdělit na dvě základní skupiny. Na **věřitele**, tedy majitele úspor, kteří mají přebytek finančních prostředků a **dlužníky**, tj. subjekty, které mají finančních prostředků nedostatek. Obě tyto skupiny subjektů však sledující **různé cíle**. Věřitelé usilují o co největší výnosnost, dosažení této výnosnosti v co nejkratším čase a zároveň co nejmenší riziko své investice. Dlužníci naopak chtějí minimální náklady (úroky, dividendy, ale také transakční náklady), a maximální období půjčky. Kompromis mezi těmito odlišnými zájmy zajišťuje **rovnováha mezi nabídkou a poptávkou**.

Finanční trh lze v závislosti na charakteru obchodovaných nástrojů a v závislosti na časovém aspektu přerozdělování peněžních prostředků rozdělit na dvě základní části – **trh peněžní** a **trh kapitálový**. **Peněžní trh** je určen pro **poskytování krátkodobých půjček**. Peněžní trh je místem, kde se jednotlivci nebo podniky s přechodným přebytkem peněžních prostředků setkávají s těmi, kteří by si vzhledem k přechodnému nedostatku peněz potřebovali půjčit. Za nástroje peněžního trhu jsou považovány **cenné papíry** nebo **půjčky**, jejichž původní splatnost je stanovena **nejdéle na jeden rok**. Hlavní funkcí peněžního trhu je financování provozního kapitálu společností a poskytování krátkodobých peněžních prostředků vládám. Peněžní trhy také často poskytují finanční prostředky pro spekulativní nákup cenných papírů nebo komodit.

**Kapitálový trh** je naopak určen pro **financování dlouhodobých investic** ze strany firem, vlád ale i domácností. Finanční nástroje na kapitálovém trhu mají dobu splatnosti **delší než jeden rok**, případně **nemají stanovenou splatnost vůbec**. Na kapitálovém trhu dochází ke směně střednědobého a dlouhodobého kapitálu prostřednictvím cenných papírů (investičních nástrojů). Na kapitálový trh vstupují na jedné straně **emitenti** (státní a veřejné instituce, podniky a finanční instituce), aby formou emise cenných papírů získali zdroje pro financování vlastní činnosti nebo rozvoje. Na druhé straně vstupují na kapitálový trh **investoři** (fyzické osoby, banky, podílové a penzijní fondy, pojišťovny apod.), aby zde zhodnotili své volné peněžní prostředky. Mezi investory a emitenty vstupuje třetí skupina subjektů - **finanční zprostředkovatelé**. Jejich úkolem je **zprostředkování toku** peněžních prostředků, resp. investičních instrumentů mezi investory a emitenty. Kapitálový trh tak zabezpečuje pohyb kapitálu mezi přebytkovými a deficitními subjekty. Oproti trhu peněžnímu, kde dochází k pohybu kapitálu ve formě bankovních úvěrů, a to pouze mezi věřiteli a dlužníky, má kapitálový trh výhodu v tom, že zde kapitál existuje ve formě cenných papírů, jež je **možné směňovat** mezi investory navzájem. Kapitálový trh můžeme rozdělit podle druhu cenného papíru na trh **akciový** a trh **dluhopisů**. Akciovým trhem se zpravidla rozumí trh se všemi veřejně obchodovanými (tzv. registrovanými nebo kótovanými) akciemi a podílovými listy. Trh dluhopisů potom představuje všechny veřejně obchodované dluhopisy státních a veřejných institucí a dluhopisy podniků (tzv. korporátní dluhopisy). V souvislosti s tímto „klasickým“ dělením je nutné uvést, že kapitálový trh se také čím dál více stává trhem s **deriváty**<sup>1</sup>. S kapitálem, respektive s držbou cenných papírů, je spojen pravidelný výnos - dividendy v případě akcií a kupónová platba v případě dluhopisů. Akciové trhy také umožňují investorům v postavení majitelů akcií vykonávat tlak na management firem, aby jednal v jejich zájmu (tzn. aby se management snažil pokud možno maximalizovat tržní cenu akcií firem, které řídí). Akciový trh je trhem, který umožňuje domácnostem zapojit jejich úspory do investičního procesu, a firmám pak nabízí efektivní a likvidní akciový trh možnost získávat kapitál pro dlouhodobé investice a tím snížit nebo naprosto odbourat jejich úvěrové zatížení, které zpravidla vede k odkladu investic. Fungující akciový trh může být také alternativou privatizačních prodejů, a to díky své vysoké transparentnosti a relativně krátké době přípravy takového prodeje.

---

<sup>1</sup> Právně není pojem „derivát“ nikde definován. Za deriváty jsou standardně považovány forvardy, futures, swapy a opce. Každý z těchto instrumentů se však může vyskytovat v celé řadě obměn a variací nebo jsou tyto instrumenty vzájemně kombinovány.

Finanční trh můžeme také rozdělit na trh **primární** a trh **sekundární**. Primární trh je určen pro obchodování s novými emisemi cenných papírů nebo nástrojů peněžního trhu, jejichž hlavní funkcí je umožnit získání finančního kapitálu pro nové investice. Sekundární trh pak tyto prostředky redistribuuje mezi různé vlastníky. Finanční trh dále můžeme členit na trh **organizovaný a neorganizovaný**, na trh **bankovní, mezibankovní, mezipodnikový, lokální, národní, mezinárodní** apod. Je faktem, že díky dynamickému vývoji v oblasti peněžních a kapitálových trhů dochází k jejich **stále větší provázanosti**, a to nejen v oblasti účastníků, ale také v oblasti produktů, které jsou předmětem těchto obchodů.

Pro zhodnocení významu finančního trhu pro moderní tržní ekonomiku uvádím citát profesora Columbia University Frederica S. Mishkina, který uvádí<sup>2</sup> „ ... proč mají finanční trhy v ekonomice tak významnou funkci? Protože umožňují finančním prostředkům pohybovat se od těch, kteří nemají produktivní investiční příležitost, k těm, kteří takové možnosti mají. Tím přispívají finanční trhy k vyšší produktivitě a efektivnosti ekonomiky jako celku. Přímou zvyšují blahobyt spotřebitelů, neboť jim umožňují lépe načasovat nákup věcí. Poskytují mladým lidem prostředky na to, co potřebují a co si koneckonců mohou dovolit, aniž by je přitom nutily čekat do té doby, než si nastřádají na celou kupní cenu. Efektivně fungující finanční trhy zvyšují ekonomický blahobyt každého člena společnosti“.

## 2.2. Vznik regulace kapitálových trhů a cíle regulace

**Kapitálový trh jako součást trhu finančního je tedy trhem, na kterém se soustřeďují, rozdělují a rozmisťují dočasné volné peněžní prostředky na základě nabídky a poptávky.** Tyto volné peněžní prostředky jsou investovány do různých investičních nástrojů (dluhopisy, akcie, podílové listy, opce, futures apod.). Nabídka a poptávka po těchto investičních nástrojích se zpravidla soustřeďuje na trzích cenných papírů (**regulovaných** nebo **neregulovaných**). Teoretický přístup k regulaci kapitálových trhů vychází, jak už bylo uvedeno úvodem, ze základního předpokladu, že trhy cenných papírů jsou **náchylné k tržním selháním**. Tato tržní selhání mají **dvě základní příčiny** označované jako **informační asymetrie** a **výskyt informačních externalit**.

Efektivní fungování trhů cenných papírů předpokládá účast dokonale informovaných účastníků (tj. emitentů, investorů, případně poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu). Platí však, že na trzích cenných papírů dochází k tomu, že **různí účastníci disponují více či méně**

---

<sup>2</sup> Mishkin, F. S.: *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů. Druhé vydání. Finance a úvěr, 1991.*



**úplnými** soubory informací, které mají **vliv na hodnotu** cenných papírů obchodovaných na těchto trzích. Tento jev se ve finanční ekonomii označuje jako **informační asymetrie**<sup>3</sup>. Podle mého názoru je **informace** pro kapitálový trh naprosto **zásadním prvkem**. Rozhodnutí investora o nákupu nebo prodeji daného investičního nástroje záleží z větší míry na včasné a úplné informaci, která může mít různou podobu. Může jít například o informaci o hospodářské situaci emitenta, ale také o informaci o chování ostatních účastníků trhu nebo informaci o vývoji kurzu daného investičního nástroje na jiných trzích nebo kurzu jiného investičního nástroje vydaného emitentem, který podniká ve stejném oboru. Ekonomická teorie počítá s tím, že všichni potencionální účastníci trhu mohou disponovat týmiž informacemi. V ekonomické praxi tomu však tak není. Úplné informace proto nejsou pouze rozhodujícím předpokladem efektivního fungování trhů cenných papírů, ale také základem pro zajištění rovnoprávného postavení finančních investorů na tomto trhu. Hlavní směr teorie finanční regulace, který je v současné době reprezentován například profesorem Univerzity v Toulouse Jeanem Tirolem či profesorem Univerzity v Bruselu Mathiasem Dewatripontem považuje za nezbytné, aby *„státní regulace omezila informační asymetrii stanovením informačních povinností pro ty emitenty, jejichž investiční nástroje jsou předmětem obchodu, a stanovením a přijetím pravidel pro zacházení s neveřejnými informacemi a důsledným vynucováním dodržování stanovených povinností a pravidel“*<sup>4</sup>.

Druhou příčinou, vedoucí k tržním selháním na trhu cenných papírů, je výskyt tzv. **záporných externalit**<sup>5</sup>. Jde o jev, který je způsoben úzkou provázaností všech účastníků participujících na trhu cenných papírů, kdy **ekonomické problémy významných účastníků** trhů cenných papírů **přinášejí náklady** ostatním účastníkům trhů cenných papírů. Tyto náklady bývají v konečném důsledku přeneseny na klienty těchto ostatních účastníků. Příkladem těchto nákladů je šíření „finanční nákazy“ z problémových institucí na ekonomicky zdravé účastníky trhu cenných papírů. Právě v České republice byl především v devadesátých letech minulého století poznat vliv neseriózních obchodníků s cennými papíry na celý trh s cennými papíry, a to v obdobném rozsahu jako tomu bylo na trhu bankovních služeb.

Jak již bylo zmíněno výše, kapitálové trhy patří mezi nejvíce regulovaná odvětví v ekonomikách vyspělých států. **Regulatorní politika** se v současné době zaměřuje

---

<sup>3</sup> Akerlof, George A.: *The Market for Lemons*, in *Quarterly Journal of Economics*, srpen 1970 nebo Maskin, E.: *Riley, J.: Monopoly with Incomplete Information*, in *The RAND Journal of Economics*, srpen 1984.

<sup>4</sup> Dewatripont, M. – Tirole, J.: *The regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge, 1994.

<sup>5</sup> Musilek, Petr: *Trhy cenných papírů*, Ekonpress, Praha 2002.

především na podporu vytvoření **spravedlivého, plně konkurenčního investičního prostředí**, jehož hladké fungování je nezbytným předpokladem pro ekonomický růst. Mezi nejdůležitější cíle státní regulace trhu cenných papírů v současné době patří především: **podpora transparentnosti trhu** tak, aby investor měl pro své investiční rozhodnutí k dispozici všechny relevantní informace, **zabezpečení stability a důvěryhodnosti trhu** a **ochrana investorů a investic**. Dosažení výše uvedených cílů státní regulace trhu cenných papírů však není nijak jednoduchou záležitostí. Jedním z velkých nebezpečí, které je třeba mít stále na mysli je nesprávné nastavení tvrdosti regulace, které způsobuje buď pokles zájmu o realizaci investičních obchodů, nebo jejich odliv na citlivěji či méně regulované trhy, což je také jev nežádoucí.

Regulace kapitálových trhů se skládá z dílčích regulačních prvků, mezi které patří zejména: **regulace informačních povinností emitentů, regulace investičních firem**, tj. poskytovatelů investičních služeb, **regulace nelegálních obchodů a boj proti finanční kriminalitě**.

**Regulace informačních povinností emitentů** – slouží k zajištění úplných, aktuálních a pravdivých informací účastníkům trhu cenných papírů o emitovaných a obchodovaných investičních nástrojích. Mezi tyto informace patří například informace o hospodářských výsledcích emitenta, informace o konání valných hromad, informace o změnách v právech k cenným papírům přijatým k obchodování, informace o fúzích, akvizicích apod. Emitenti cenných papírů mají povinnost zveřejnit před uvedením svých cenných papírů na veřejné trhy emisní prospekty, tj. dokumenty, jež sdělují investorům základní informace o osobě emitenta, o jeho podnikání, finanční situaci, údaje o jeho plánovaných záměrech a údaje o vydávaném cenném papíru. Emitenti také musí během celé doby životnosti veřejně emitovaných investičních nástrojů pravidelně plnit svoji informační povinnost, a to zpravidla na čtvrtletní nebo pololetní bázi<sup>6</sup>. Informační povinnosti plní emitent zpravidla nejen vůči orgánům státního dozoru, ale také vůči trhům<sup>7</sup>, které přijaly daný investiční nástroj k obchodování. Všeobecně však platí, že **úkolem regulačních institucí** je v této oblasti stanovovat informační požadavky, vynucovat jejich plnění a prověřovat pravdivost zveřejňovaných informací. Uvážení, zda cenné papíry vydané tímto emitentem jsou či nejsou zajímavou

---

<sup>6</sup> § 119 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ukládá emitentům kótovaného cenného papíru do 2 měsíců po uplynutí prvních 6 měsíců účetního období vypracovat, uveřejnit a zaslat České národní bance pololetní zprávu s údaji uvedenými § 119 odst. 2 tohoto zákona.

<sup>7</sup> Např. podle burzovních pravidel platných na Burze cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) je emitent povinen předkládat BCPP výroční zprávu do 4 měsíců od skončení roku a pololetní zprávu do 1 měsíce po skončení 1 poloviny roku.

investicí, je již věcí posouzení každého investora. Informační povinnost emitentů považují za vůbec nejdůležitější informační povinnost, která bývá zákonem nebo jinou závaznou formou uložena subjektům působícím na kapitálovém trhu. Bez pravidelného poskytování těchto informací, které je samozřejmě i v zájmu emitentů, by docházelo k obrovským otřesům pro jednotlivé ekonomiky. Je však skutečností, že ani kontrolní mechanismy, které slouží k zajištění úplné informační otevřenosti nemusí být zárukou, že nedojde k jednotlivým selháním, jako se tomu stalo například v případě společnosti Enron.

**Regulace investičních firem** – základním prvkem regulace investičních firem, resp. poskytovatelů investičních služeb (obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů, investičních poradců apod.), je skutečnost, že **vstup firem do odvětví není volný, ale podléhá licenčnímu řízení** nebo alespoň **registraci**. Na žadatele o povolení k činnosti nebo k zaregistrování jsou dále kladeny další nutné požadavky, jako je např. požadavek na určitou výši základního kapitálu, odbornost zaměstnanců, splnění technických předpokladů apod., které je nutno splnit ještě před podáním žádosti o příslušnou licenci nebo registraci. Po obdržení licence musí poskytovatelé investičních služeb dále dodržovat regulatorním orgánem stanovené podmínky, zákonné předpisy a principy etického chování. Právě oblast regulace investičních firem je **velmi citlivá na nastavení tvrdosti regulace**. Přístup k regulaci, resp. její tvrdosti, je vždy ovlivněn danými podmínkami každého státu. Také česká právní úprava a přístup regulátora prošly v minulých letech v této oblasti určitým vývojem, který lze dokladovat například na výrazném zkrácení délky správních řízení při rozšíření stávajících povolení k činnosti u obchodníků s cennými papíry.

**Regulace nelegálních obchodů a boj proti finanční kriminalitě** – slouží k zajištění důvěryhodného a plně konkurenčního investičního prostředí. Jedním z charakteristických znaků kapitálových trhů je to, že na nich lze realizovat obrovské peněžní transakce, a to včetně realizace značných zisků za minimálních transakčních nákladů. Jedná se tedy o odvětví, které patří mezi odvětví velice atraktivní, kde lze provádět (navíc často na anonymní bázi) rozsáhlé nelegální transakce. Za **nelegální obchody** jsou považovány takové **obchodní transakce** realizované na kapitálovém trhu, jejichž účelem je **dosažení zisku nezákonným způsobem**. Mezi nejvíce rozšířené nelegální obchodní praktiky v oblasti trhů s cennými papíry patří: **obcházení regulatorního systému, obchody uskutečněné na základě neveřejných informací, zneužívání svěřeného (zákaznického) majetku, konflikt zájmů mezi obchody na vlastní a cizí účet, manipulace tržních cen, praní špinavých peněz,**

**podvody a nepoctivé jednání** (včetně podvodného marketingu) a **zkreslování informací** či **výsledků hospodaření**.

### **2.3. Selhání a rizika spojená s působením na kapitálovém trhu**

Jak již bylo uvedeno výše, vstup investičních firem na trhy cenných papírů podléhá povolovacímu (licenčnímu) řízení a následnému dodržování stanovených regulatorních pravidel, což ovšem zvyšuje náklady na provozování činnosti těchto firem. Jevem, který provází všechny trhy cenných papírů<sup>8</sup>, je snaha některých účastníků **provozovat licencované činnosti bez povolení** příslušného regulatorního orgánu, a tedy obcházet regulatorní systém. I v tomto případě platí jednoduchá rovnice, související s otázkou míry regulace, a to, že snaha o obcházení regulatorního systému v oblasti vydávání povolení nebo registrace je tím vyšší, čím vyšší jsou náklady na splnění stanovených povinností.

V této souvislosti bych také zmínil snahu některých subjektů obcházet regulatorní systém nejen kvůli náročnosti procesu licencování, ale také kvůli snaze získat výhody z poskytování služeb pod firmou (názvem) zaměnitelnou s firmou významnějších nebo všeobecně známějších konkurentů<sup>9</sup>. Tento jev se v České republice objevil zatím pouze okrajově. Naopak provozování licencované činnosti bez povolení bylo v nedávné minulosti relativně velmi častým jevem. Konkrétně se většinou jednalo o tzv. zprostředkování prodeje cenných papírů získaných v rámci kupónové privatizace, které však již nejsou přijaty k obchodování na trhu organizovaném některým z organizátorů regulovaného trhu, tedy činnost mající charakter investiční služby.

Jedním z nejvíce rozšířených způsobů nelegálního obchodování na trzích cenných papírů je **obchodování na základě neveřejných informací** (tzv. insider trading). Za neveřejnou informaci je evropskou legislativou považována<sup>10</sup> *veřejnosti neznámá kursotvorná skutečnost, týkající se jednoho nebo více emitentů cenných papírů nebo jednoho nebo více investičních nástrojů, a která, pokud by byla zveřejněna, by měla vliv na cenu (kurs) těchto investičních nástrojů*. Zneužívání neveřejných informací tzv. **primární osobou** (tj. osobou, která získá informace plynoucí z jejího postavení zaměstnance, člena výkonného vedení společnosti,

---

<sup>8</sup> Ke konci září 2005 bylo možno na internetových stránkách evropských regulátorů najít upozornění na desítky subjektů poskytujících investiční služby bez příslušné licence.

<sup>9</sup> Např. Nizozemský regulátor AMF vydal varování před působením nelicencovaného subjektu JP Turner&Company, tedy subjektem, jehož firma se nápadně podobá firmě známé finanční skupiny JP Morgan&Co.

<sup>10</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/6/ES o obchodování zasvěcených osob a o tržní manipulaci.

člena statutárního orgánu nebo dozorčí rady nebo informace, plynoucí z možnosti přístupu k informacím o společnosti nebo informace plynoucí z kriminálních aktivit dané osoby) nebo tzv. sekundární osobou (tj. osobou, která získává informace od primární osoby), je považováno ve vyspělých státech (např. USA, Irsko, Rakousko, ale také Česká republika<sup>11</sup>) za trestný čin. Obchodování na základě neveřejných informací se vyskytuje zejména u menších emisí, protože neveřejné kursotvorné informace vyvolávají výrazné kolísání jejich tržních cen. K výraznému kolísání tržních cen investičních nástrojů rovněž dochází při fúzích a akvizicích, což často vede k pokusům vlastníků neveřejných informací tohoto typu k realizaci příslušných investičních operací ještě před okamžikem veřejného oznámení takové operace. Tento jev, který je v současné době považován za jednu z prioritních hrozeb ohrožujících transparentnost kapitálových trhů, je však zároveň jedním z nejhůře dokazatelných způsobů nelegálního obchodování na trzích cenných papírů<sup>12</sup>.

**Zneužívání svěřeného (zákaznického) majetku** spočívá v postupném odčerpávání peněžních prostředků z klientských účtů záměrně nevýhodnými obchodními transakcemi ve prospěch majetkových správců nebo investičních zprostředkovatelů. Zneužívání svěřeného majetku může být doplňováno tzv. „čechením“ (**churning**) klientova účtu investiční firmou, která se snaží přesvědčit klienta, aby realizoval co nejvíce transakcí tak, aby byla pro obchodníka generována co největší provize za uskutečněné obchody, resp. vyinkasovány co nejvyšší poplatky za jeho služby bez ohledu na jejich účelnost a ziskovost pro klienta.

**Nedostatečné oddělení aktivit** investičních firem způsobuje konflikt zájmů mezi vlastními a cizími obchody. Negativním projevem tohoto konfliktu může být praktika zvaná „**front running**“. Zjednodušeně vyjádřeno front running znamená situaci, kdy obchodník s cennými papíry vykoná klientův příkaz k prodeji či nákupu v jiném pořadí, než jej obdržel. To znamená, že obchodník provede transakci záměrně dříve než transakci podle obchodního příkazu někoho, kdo přitom příkaz vydal v pořadí dříve. Příkaz k obchodu, který je díky této machinaci vykonán dříve, využívá cenového zvýhodnění, protože zadáním druhého příkazu dochází často ke změně ceny. Příkaz, který byl takto v pořadí „předběhnut,“ a tudíž

---

<sup>11</sup> Podle § 128 odst. 1 trestního zákona je za trestný čin zneužívání informací v obchodním styku považováno takové jednání osoby, kterým získala výhodu z neveřejné informace.

<sup>12</sup> Z přehledu zveřejněného 17. října 2005 v deníku *Hospodářské noviny* vyplývá, že jak v Evropě, tak i v USA se jedná o vyšetřování řádově desítek případů ročně, ale konkrétní postih stihne pouze malé procento vyšetřovaných. Zatím nejvyšší známá sankce byla za insider trading uplatněna vůči bývalému ekonomovi investiční banky Goldman Sachs. V roce 2001 byl odsouzen na 33 měsíců. Lze se důvodně domnívat, že po skončení vyšetřování případu ENRON bude uplatněna i vyšší trestní sankce. I v ČR již bylo Komisí pro cenné papíry několikrát zahájeno vyšetřování pro zneužití neveřejné informace.

znevýhodněn, je následkem toho často realizován za horší cenu, než za kterou by měl být vykonán. Tato nelegální činnost je typická v případě, kdy obchodník s cennými papíry obdrží příkaz k nákupu či prodeji tak velkého množství cenných papírů, které může zapříčinit pohyb v tržní ceně daného investičního nástroje. Obchodník pak následně zobchoduje svůj upřednostněný příkaz a teprve následně velký příkaz klienta. Díky tomu, že realizací příkazu s velkým objemem cenných papírů dojde k pohybu ceny cenného papíru, obchodník automaticky vydělává. Front running může mít také podobu poskytnutí informace o obdržení tohoto velkoobjemového příkazu třetí osobě, která provede svůj příkaz před realizací velkého příkazu daného klienta a tím získá výhodu.

Investiční aktivity širokého okruhu investorů mohou být podlomeny **záměrnou manipulací tržních cen** ze strany úzkého okruhu účastníků finančních trhů. Mezi nejobvyklejší způsoby manipulace tržních cen patří: **prací prodeje** (wash sales), **nelegální obchodní skupiny**, **pyramidování dluhu** (pyramiding of debt) a **skupování trhu** (cornering the market).

**Cílem realizace pracího prodeje** není investiční instrument skutečně prodat, ale pouze vyvolat zdání poklesu tržní ceny a změny objemu obchodů. Obchodník, který se snaží nakoupit určitý investiční instrument za cenu nižší, než je cena tržní, zařídí nejprve pomocí různých účastníků prodej (ať fiktivně deklarovaný nebo přímo mezi takovými účastníky uskutečněný) tohoto investičního nástroje, což vytvoří iluzi, že poklesla tržní cena tohoto investičního nástroje. Po dosažení umělého snížení tržní ceny začne podvodný obchodník nakupovat investiční nástroj od jeho původního vlastníka, který však netuší, že jeho nízká cena byla dosažena na základě podvodně vytvořeného zdání poklesu tržní ceny.

**Nelegální obchodní skupina** sestává ze dvou nebo více osob, jejichž hlavním cílem je manipulovat s tržními cenami investičních nástrojů. Tato obchodní skupina se zpravidla vytváří pouze na omezenou dobu. V nelegální obchodní skupině jsou sdruženi nejen ti, kteří poskytují potřebný kapitál, ale i ti, kteří dodávají potřebné, často neverejné informace, či zajišťují průběh operace nelegální skupiny. Podstata této operace spočívá v tajném a tichém skupování investičních instrumentů až do doby, než skupina vlastní převážnou většinu konkrétních investičních nástrojů. Poté pomocí najatých pracovníků médií tj., rozhlasových a televizních moderátorů, novinářů, ale i investičních poradců, vyvolá zvýšený zájem po koupi daných investičních nástrojů, a tím zvýší poptávku po nich. Když cena dosáhne požadované úrovně, začne nelegální obchodní skupina investiční nástroje pomalu a diskrétně rozprodávat. Dosažené zisky vydělané nelegální obchodní skupinou jsou zpravidla ztrátou těch účastníků obchodních transakcí, kteří nejsou zapojeni do nelegální obchodní skupiny.

**Pyramidování dluhu** je založeno na nákupu investičních nástrojů z vypůjčených peněžních prostředků. Nelegální metodou obchodování se však pyramidování dluhů stává pouze v situaci, pokud vypůjčené prostředky jsou používány na nákup investičních nástrojů v rozporu s podmínkami, za kterých byly peněžní prostředky vypůjčeny. K ohrožení funkčnosti kapitálového trhu, resp. jeho účastníků, však může dojít i tehdy, kdy je nákup investičních prostředků na půjčku uskutečňován zcela v souladu s podmínkami peněžní půjčky. K takové situaci dochází v případě, že dojde k prudkému výkyvu kurzů na kapitálovém trhu a nastane panika spojená se strachem investorů, že takto vypůjčené peněžní prostředky nebudou vráceny ve sjednané výši. Taková situace nastala na pražské burze v květnu a červnu roku 2006 a ukázala, že nákup investičních nástrojů z vypůjčených prostředků (tzv. maržové obchody) je v české právní úpravě regulován naprosto nedostatečně, což může způsobit další obdobný výkyv, jako tomu bylo ve zmíněném období.

**Skupování trhu** je založeno na monopolním chování jedné osoby, která skoupí veškeré investiční nástroje dané emise. Po získání monopolního postavení na straně nabídky může nabyvatel libovolně manipulovat s tržní cenou investičního nástroje. Cílem této nelegální obchodní metody je „umělé“ zvýšení tržní ceny s následným prodejem investičních nástrojů.

Výše uvedené nelegální praktiky jsou **pouze příkladem** možného selhání, vyskytujícího se na kapitálových trzích. Z teorie zabývající se regulací kapitálových trhů, i z praxe jednotlivých regulátorů jsou známy ještě další praktiky (např. používání „cold calling“<sup>13</sup> nebo „poskytování informace o chování jiných významných investorů“) nebo jejich varianty. Účelem výše uvedeného výčtu je ukázat, že používání nelegálních praktik a vynalézavost jednotlivých podvodných subjektů se vyvíjí stejně dynamicky jako kapitálové trhy, a i z těchto důvodů je potřeba hledat stále nové metody, jak těmto praktikám předcházet. Při hledání těchto metod a jejich legislativního vyjádření je však vždy nutné vzít v úvahu **specifika a velikost každého** kapitálového trhu. Jsem toho názoru, že přijímat a následně vynucovat či dozorovat (a tím i zbytečně zatěžovat dozorované subjekty) takovou právní úpravu, zamezující některé nelegální aktivitě, která však nemůže být na daném trhu vůbec praktikována, nedává příliš smysl a zbytečně regulované subjekty zatěžuje. Není například příliš pravděpodobné, že by při rozsahu českého kapitálového trhu mohla vzniknout nelegální skupina se všemi výše uvedenými atributy. Na druhou stranu může naopak při velmi nízkém

---

<sup>13</sup> *Cold calling* je ve světě zavedený název pro nevyžádané telefonické hovory, prostřednictvím kterých je nabízen prodej nebo nákup různého zboží. Pro mnoho firem, včetně obchodníků s cennými papíry, je tento způsob „prodeje“ zboží (cenných papírů, deviz, derivátů, komodit nebo jiné investice) nebo služeb (zajištění obchodování s těmito investičními instrumenty) legitimním prostředkem, ale pouze pokud mají tomu odpovídající licenci.

objemu u některých emisí obchodovaných na pražské burze dojít snadno k manipulaci ceny při tzv. skupování trhu.

V souvislosti se snahou o pokrytí rizik, vyplývajících z výše uvedených praktik, považuji za nutné ještě jednou zmínit **otázku míry regulace a cílů**, které jsou při provádění regulace reálně dosažitelné. Jak již bylo nastíněno výše, účelem regulace kapitálových trhů je pokrytí rizik a snížení pravděpodobnosti selhání regulovaných subjektů a tím i celého kapitálového trhu, ale zároveň nesmí zatěžovat regulované subjekty nad únosnou míru. **Regulace proto musí být vyvážená.** V každodenní praxi výkonu regulatorní činnosti to mnohdy znamená potřebu hledat východisko mezi rizikem, že na jedné straně sice budou pokryta všechna rizika a možná selhání všech subjektů, a rizikem, že dojde k odlivu aktivit účastníků na jiné trhy. Cílem regulace proto v žádném případě nemůže být snaha o zabránění selhání každého jednotlivého subjektu, což v praxi ani nelze považovat za možné, už jen z toho důvodu, že regulatorní zdroje jsou a budou vždy omezené. Stejně tak je vždy nutno brát při regulaci v úvahu **otázku nákladů regulace**, které jsou uvaleny na regulované subjekty. Regulatorní orgán při výkonu regulace také nemůže převzít odpovědnost za řízení a finanční hospodaření dozorovaného subjektu. Tato role přísluší statutárním orgánům a dozorčí radě těchto subjektů, jejichž úkolem je organizovat, řídit a kontrolovat své podniky způsobem, který je plně v souladu se souborem obecných zásad a pravidel stanovených regulátorem, nutných k zabezpečení zájmů zákazníků a zajištění bezpečí a poctivosti trhu. Regulatorní orgán nemůže ani plnit funkce, které připadají jiným orgánům státní moci jako jsou policie, státní zastupitelství apod. Na druhou stranu nesmí regulátor rezignovat na pečlivé vyhodnocování pravděpodobnosti různých typů selhání a jejich vlivu na kapitálový trh a jeho účastníky a na otázky prevence, a to u všech dozorovaných subjektů bez ohledu na jejich velikost, pozici na kapitálovém trhu nebo vykonávanou činnost.



### 3. Postavení orgánů s dozorovou pravomocí nad kapitálovým trhem

#### 3.1. Vývoj v oblasti regulace kapitálových trhů, modely postavení národních regulátorů a význam samoregulace kapitálových trhů

První instituce vybavené pravomocemi v oblasti výkonu dohledu nad organizacemi a institucemi činnými na finančních trzích vznikly v průběhu 19. století. Výkon dozoru se vztahoval nejprve na **banky a pojišťovny** (v roce 1851 vznikla v USA New York State Banking Department, v roce 1879 Bulharská národní banka, v roce 1871 National Association of Insurance Commissioners - USA nebo v roce 1886 Bundesamt für Privatversicherungswesen - Švýcarsko). První subjekty činné v oblasti **dozoru nad obchodníky s cennými papíry a investičními společnostmi a fondy** začaly vznikat až v **první polovině dvacátého století** (např. Ontario Securities Commission v roce 1927 v Kanadě). Přelomem v tomto vývoji byl vznik americké Komise pro cenné papíry (U.S. Securities and Exchange Commission – SEC) v roce 1934. SEC vznikla jako **nezávislá nestranná** quasi-soudní agentura. Posláním této instituce je dozorovat výkon práv a povinností stanovených jednotlivými zákony upravujícími obchodování s cennými papíry, tj. především zabezpečovat, aby trhy cenných papírů byly férové a čestné<sup>14</sup>. Vliv SEC vzrůstal především po 2. světové válce, a to především s ohledem na zkušenosti této instituce s regulací největšího kapitálového trhu na světě. SEC se stala vzorem pro vybudování analogických institucí ve velkém počtu zemí včetně České republiky.

Vývoj v oblasti kapitálových trhů prošel od poloviny minulého století dynamickým rozvojem, kdy díky masové reklamě, široce dostupnému finančnímu a investičnímu vzdělání a budování rozsáhlých pobočkových sítí jednotlivých investičních firem došlo ke zpřístupnění finančního investování drobným investorům. Obdobným rozvojem prošel i vývoj v oblasti institucionálního zajištění regulace kapitálových trhů. V této době dochází k posílení pravomocí jednotlivých národních regulátorů, které je vynuceno především snahou o ochranu široké investorské veřejnosti. S ohledem na stále větší provázanost kapitálových trhů lze předpokládat, že **budoucí vývoj** v oblasti regulace trhů cenných papírů bude velmi silně

---

<sup>14</sup> Kromě SEC působí v oblasti dozoru a regulace kapitálového trhu v USA ještě US Commodity Futures Trading Commission – CFTC (regulace obchodů s komoditními futures a opcemi) a Municipal Securities Rulemaking Board – MSRB (regulace obchodů s cennými papíry a bank, které fungují jako dealeři cenných papírů emitovaných americkými obcemi a městy).

ovlivněn stále větší **internacionalizací** tohoto sektoru ekonomiky<sup>15</sup>.

V **současné době** jsou nositeli regulace trhů cenných papírů ve vyspělých státech různé orgány a instituce, které jsou charakterizovány **odlišným stupněm samostatnosti a nezávislosti** na ostatních orgánech státní moci. Tyto instituce také **disponují odlišnými pravomocemi**. Odlišnost jednotlivých modelů regulace vznikla především v důsledku podmínek příslušné země, k nimž patří zejména odlišná ekonomická situace, historicky podmíněné institucionální zvláštnosti, odlišná struktura finančního či politického systému nebo velikost kapitálového trhu v dané zemi. Z pohledu možných variant přístupu k regulaci kapitálových trhů je možno zvolit několik různých kritérií, která se však vzájemně prolínají. **Současné modely regulace** lze kvalifikovat podle **institucionálního začlenění** orgánů regulace v **systému výkonu státní moci**, podle **předmětu a rozsahu regulace**, podle **rozsahu pravomocí**. Zajímavá je i otázka způsobu financování orgánů regulace.

**Podle institucionálního začlenění** orgánů regulace kapitálového trhu je možné rozlišit dvě základní varianty postavení regulatorních orgánů – **závislý** nebo **nezávislý** regulatorní orgán. Varianta **závislého** státního regulatorního orgánu spočívá v **začlenění** orgánu regulace trhu cenných papírů do některého **státního úřadu**. V převážné většině zemí, kde je zvolen tento model regulace, je orgán, který reguluje kapitálový trh, začleněn pod ministerstvo financí nebo jiné ministerstvo s obdobnou působností. Takto je tomu například ve Švédsku, kde tamnější Úřad pro finanční dozor (Finansinspektionen - FI) je nedílnou součástí Ministerstva financí Švédského království nebo v Dánsku, kde je Úřad pro finanční dozor (Finanstilsynet - FTNET) součástí dánského ministerstva pro ekonomiku. Varianta **nezávislého** regulatorního orgánu je založena na vytvoření **autonomního** a zcela **nezávislého** subjektu, který reguluje trhy cenných papírů. Tato varianta se používá v Evropě např. v SRN (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin) nebo již zmíněná US SEC v USA. Do této kategorie patřila také již zaniklá Komise pro cenné papíry.

**Podle předmětu a rozsahu regulace** je možné rozlišit<sup>16</sup> regulaci **institucionální** a regulaci **funkční**. V případě **institucionální regulace** se klade důraz na **regulaci jednotlivých subjektů** působících v určité oblasti kapitálového trhu (banky, obchodníci s cennými papíry, investiční společnosti, pojišťovny apod.) U **funkční regulace** se klade důraz na **regulaci**

---

<sup>15</sup> *Trhy cenných papírů stále více představují trhy cenných papírů vydaných zahraničními emitenty. Tento trend je možné sledovat i v České republice. Na pražské burze je z jedenácti akciových titulů přijatých k obchodování v Systému pro obchodování akcií a dluhopisů (SPAD) obchodováno sedm emisí akcií vydaných v zahraničí.*

<sup>16</sup> *Pavlát, V. Kubiček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy, VŠFS, Praha 2004.*

činností vykonávaných těmito subjekty bez ohledu na to, v kterém segmentu finančního trhu fungují.

Podle rozsahu regulace lze tyto modely dále rozlišit na **model univerzální** (v jedné instituci je spojena regulace i dozor nad všemi činnostmi kapitálového trhu) a na **model specializovaný** (existence samostatného regulátora pro jednotlivé činnosti). V celosvětovém měřítku až donedávna jednoznačně převládalo toto specializované (sektorové) uspořádání dozorových institucí, tzn., že pro každý segment finančního trhu vykonával funkci regulátora jiný státní orgán. Toto uspořádání bylo až do roku 2006 také v České republice. Od **devadesátých let** minulého století však mnohé státy přecházejí na variantu **univerzálního nezávislého finančního dohledu**, který je nositelem **regulace komerčního a investičního bankovníctví, trhů cenných papírů, kolektivního investování, pojišťovnictví, penzijních fondů apod.** Za nespornou výhodou tohoto začlenění považují komplexní a koordinovaný přístup k regulaci tzv. finančních skupin, jejichž podnikání zasahuje do více sektorů finančních trhů. Varianta institucionálního začlenění regulace trhu cenných papírů je také nově zvolena v České republice.

Jako spíše **doplňkové kritérium** členění modelů regulace uvádím dělení **podle financování** těchto regulatorních orgánů. Z hlediska financování státních regulatorních orgánů je možné tyto dělit na regulatorní orgány, které jsou **financovány ze státního rozpočtu** (naprostá většina regulátorů v Evropě) a na regulatorní orgány, které jsou **financovány přímo účastníky** kapitálového trhu (např. Financial Services Authority – FSA ve Velké Británii). Určitým specifíkem, které je dáno postavením České národní banky, je financování dozoru v České republice<sup>17</sup>. S ohledem na vlastní rozpočet České národní banky nejde v České republice ani o model financování ze státního rozpočtu ani o model financování ze strany účastníků trhu. Pro úplnost považuji za žádoucí doplnit, že i v České republice byla možnost financování činnosti regulatorního orgánu ze zdrojů plynoucích od účastníků kapitálového trhu v minulosti diskutována<sup>18</sup>.

Státní regulace trhu cenných papírů je často doplňována **samoregulací. Základním**

---

<sup>17</sup> Česká národní banka podle ustanovení § 1 zákona č. 6/1993 Sb., hospodař samostatně, což platí i pro její činnost v oblasti dozoru nad finančním trhem v ČR.

<sup>18</sup> V květnu 2001 se na půdě Ministerstva financí ČR konala schůzka za účasti významných poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu v ČR, kde byla otázka částečného financování Komise pro cenné papíry účastníky kapitálového trhu diskutována. Návrh však byl jednoznačně zamítnut. Další návrh na částečném financování Komise pro cenné papíry ze strany obchodníků s cennými papíry se objevil ještě v první polovině roku 2004. Tento návrh však byl ze strany obchodníků označen za nesystémový, nekonceptní a plánované nastavení příspěvku obchodníků bylo doloženo jako ekonomicky nesmyslné – více viz. Stanovisko AKAT k návrhu částečného přímého financování KCP účastníky trhu z 13. dubna 2004.

předpokladem vzniku a existence samoregulace kapitálového trhu je to, že státní regulační orgán **deleguje** část svých pravomocí na **profesionální účastníky**, kteří sami vytvářejí samoregulační organizace. Tyto organizace získávají například **oprávnění rozhodovat o přípuštění cenných papírů** k obchodování na organizovaném sekundární trhu, **oprávnění stanovit pravidla obchodování**, **oprávnění udělovat licence makléřům** nebo se alespoň podílet na přezkušování jejich znalostí, **oprávnění vynucovat dodržování kodexů** obchodního a etického chování a také **oprávnění k rozhodování sporů**. Samoregulační organizace jsou zpravidla financovány přímo regulovanými subjekty. Pro **efektivní fungování** obou těchto regulačních prvků je **bezpodmínečně nutné**, aby vztah mezi státní regulací a samoregulací byl **jasně definován a vymezen**, jinak může existence dvou regulačních pilířů vést nejen ke snížení účinnosti regulace, tedy i ztrátě investorské a uživatelské důvěry v regulační mechanismus, ale také ke zvýšení nákladů regulace. Jako velkou **výhodu samoregulace** oproti regulaci státní bych označil **pružnou reakci** samoregulační organizace na změněné tržní podmínky a vysoce **profesionální a odborný přístup** k řešení vzniklých problémů. Naopak **nevýhodou** samoregulace je podle mého názoru možná snaha o **formování takových podmínek nebo pravidel**, které vyhovují členům samoregulační organizace, kteří jsou v **dominantním postavení** na trhu, nebo mohou jinak uplatňovat zásadní vliv na činnost takových organizací. Takové chování může následně vést nejen k zásadnímu narušení konkurenčního prostředí, ale také k narušení celkové integrity kapitálového trhu a k narušení důvěry v jeho hladké fungování.

### 3.2. Institucionální zajištění regulace kapitálových trhů na celosvětové a evropské úrovni

Jak jsem již několikrát zmínil výše, kapitálové trhy se stále více internacionalizují a stále častěji dochází i k internacionalizaci poskytovatelů investičních služeb na těchto trzích. Tento jev se samozřejmě promítá i do nutnosti koordinovat regulaci kapitálových trhů na mezinárodní úrovni<sup>19</sup>. Toto harmonizační úsilí probíhá na různých úrovních. **Nejdůležitější roli v celosvětové harmonizaci hraje Mezinárodní organizace Komise pro cenné papíry - International Organization of Securities Commissions (IOSCO)** se sídlem v Montrealu. Tato nadnárodní instituce, která je sdružením regulátorů kapitálového trhu, usiluje o mezinárodní harmonizaci regulačních pravidel, podmínek fungování poskytovatelů

---

<sup>19</sup> Příkladem potřeby internacionalizace v oblasti dohledu je doporučení zástupců FSA, US SEC a prezidenta New York Federal Reserve zveřejněné ve Financial Times na počátku října t.r. V tomto doporučení je mimo jiné zdůrazněno, že na integrovanějších trzích jsou regulátoři více nuceni hledat řešení, která nejsou omezena hranicemi jednotlivých států.

investičních služeb i informačních povinností emitentů. Mezi hlavní cíle IOSCO patří<sup>20</sup>: **vzájemná spolupráce směřující k vysokému standardu regulace**, umožňující udržování spravedlivých efektivních a zdravých trhů, **výměna informací a zkušeností** s cílem podporovat rozvoj národních trhů, **společné úsilí zaměřené na efektivní dohled nad mezinárodními transakcemi** s cennými papíry a na **standardizaci** těchto transakcí a **vzájemná pomoc při prosazování integrity národních trhů** prostřednictvím důsledného uplatňování stanovených standardů a současně efektivního vymáhání nápravy v případě jejich porušení.

Z hlediska organizačního uspořádání je IOSCO řízeno **Výborem prezidentů**, který je složen z nejvyšších představitelů členských institucí a schází se jednou ročně na výroční konferenci. Každodenní řízení IOSCO je pak svěřeno do pravomoci **Výkonného výboru**, který v souladu se stanovami IOSCO přijímá rozhodnutí a podniká kroky nutné k dosažení výše uvedených cílů. V čele Výkonného výboru stojí **generální tajemník** této organizace. Do organizační struktury IOSCO patří také **Technický výbor** a **Výbor pro rozvíjející se trhy**. IOSCO má také čtyři **stálé regionální výbory**<sup>21</sup>, které projednávají regionální problémy jednotlivých členských zemí a **Konzultační výbor**, který zastřešuje samoregulující organizace, které jsou přidruženými členy IOSCO. Technický výbor je složen z šestnácti regulátorů trhů cenných papírů ze zemí s velkými a vyspělými trhy. Jeho úkolem je projednávat nejdůležitější problémy, které se týkají mezinárodních transakcí s cennými papíry, a koordinovat praktická opatření, která se týkají řešení těchto otázek. Agenda tohoto výboru je rozdělena na problémy v oblasti předkládání informací a účetnictví, regulace sekundárních trhů, regulace finančních zprostředkovatelů, řízení investic a vynucování plnění předpisů a výměny informací. Pro každý z těchto problémů byla vytvořena zvláštní pracovní skupina. Výbor pro rozvíjející se trhy má na starosti prosazování rozvoje a zvyšování efektivnosti vznikajících trhů tím, že vytváří principy a minimální standardy, vypracovává programy školení zaměstnanců členských organizací, usnadňuje výměnu informací a odborných znalostí.

IOSCO rozlišuje tři kategorie členů: **řádní členové**, **přidružení členové** a **příčlenění členové**. Řádní členové mají ve Výboru prezidentů jeden hlas. Přidružení členové nemají hlasovací právo a nemohou být voleni do výkonného výboru, mají však právo být členy výboru prezidentů. Příčlenění členové mohou být pouze členy poradního výboru.

---

<sup>20</sup> *Objectives and Principles of Securities Regulation.*

<sup>21</sup> *Jedná se o regionální výbory pro Afriku a Střední východ, pro Asii a Pacifik, pro Evropu a pro Ameriku.*

Spolupráce členských regulatorních orgánů v rámci IOSO vyústila v srpnu 1998 k přijetí klíčového dokumentu „**Cíle a principy regulace trhu cenných papírů**“ („Objectives and Principles of Securities Regulation“). Tento dokument vytyčuje tři základní cíle regulace: **ochrana investorů** (The protection of investors), **zabezpečení spravedlivých, efektivních a transparentních trhů** (Ensuring that markets are fair, efficient and transparent) a **omezení systémového rizika**<sup>22</sup> (The reduction of systemic risk).

Zajištění výše uvedených cílů mají regulatorní orgány zabezpečit důsledným dodržováním 30 přijatých základních principů, které jsou rozděleny do devíti subkategorií, jejichž efektivní aplikace však předpokládá odpovídající právní prostředí. V této souvislosti považuji za žádoucí zmínit, že pojem „**odpovídající právní prostředí**“ je tímto dokumentem použit bez bližší specifikace, a proto lze očekávat, že pokud má být činnost této organizace skutečně efektivní, je zapotřebí její činnost ještě více **konkretizovat**. IOSCO každoročně pořádá výroční konferenci a vydává svou výroční zprávu, která obsahuje především zprávy vedoucích představitelů jednotlivých výborů. Osobně se domnívám, že jakkoliv je IOSCO již dnes považováno za důležitou mezinárodní organizaci, bude cesta ke vzniku opravdu vlivné regulatorní organizace na celosvětové úrovni ještě velmi dlouhá.

Na **evropské úrovni** je harmonizační proces regulace kapitálových trhů ovlivněn především snahou o vytvoření **jednotného trhu v oblasti finanční služeb**. Předpokladem vzniku tohoto jednotného trhu jsou především **liberalizace pohybu kapitálu, svobodné podnikání poskytovatelů investičních služeb a bank, harmonizace obchodního a finančního zákonodárství a vytvoření jednotného evropského elektronického obchodního systému a systému vypořádání obchodů s cennými papíry**. Vývoj v oblasti kapitálových trhů na evropské úrovni prošel několika etapami. V **počátcích vývoje** v této oblasti, kdy platila úprava kapitálových trhů obsažená v **Římských smlouvách**, byla ponechána jednotlivým členským státům **relativně velká volnost**. V tomto období platilo, že **pravidla pro fungování kapitálového trhu** byla určena členskými státy, musela však být uplatňována jednotně pro účastníky kapitálového trhu ze všech členských států. Členské státy byly na základě Římských smluv oprávněny odvolat liberalizační opatření v případě problémů s platební bilancí států a po projednání s Evropskou komisí bylo možno učinit restriktivní opatření i v ostatních případech, kdy by mohla být narušena činnost domácího kapitálového trhu. Na **počátku sedmdesátých let** sice jednotlivé členské státy **vyjádřily odhodlání liberalizovat**

---

<sup>22</sup> *Systémové riziko je riziko vyplývající ze specifík a vývoje celé ekonomiky. Jedná o riziko společné všem finančním nástrojům v rámci dané ekonomiky.*

**kapitálové trhy**, což bylo způsobeno především vývojem v oblasti nových komunikačních a technologických možností a také příchodem nových druhů investičních nástrojů, ale prakticky až do druhé poloviny osmdesátých let minulého století k výraznější liberalizaci v této oblasti **nedošlo**.

**Proces liberalizace** pohybu kapitálu mezi členskými zeměmi Evropské unie byl dovršen v **polovině 90. let minulého století**. Od začátku roku **1992** platí pro banky z členských států Evropské unie tzv. **pobočková svoboda**, což znamená, že banky mohou provozovat své pobočkové nebo přeshraniční obchody na celém území EU. **Podnikání poskytovatelů investičních služeb** bylo podobným způsobem liberalizováno začátkem roku **1996**. Po všech těchto krocích vedoucích k vytvoření jednotného trhu v oblasti finančních služeb však došlo k určitému **zpomalení**. Za účelem opětovného **urychlení** tohoto procesu vyvíjí Evropská komise **celou řadu aktivit**. Na základě dokumentu Evropské komise „**Finanční služby: vytvoření rámce pro akci**“, který byl prezentován na zasedání Evropské rady ve Vídni v prosinci roku 1998, na kterém Rada vyzvala Evropskou komisi k vytvoření programu pro postupné vytvoření jednotného evropského trhu finančních služeb, došlo k vytvoření pracovní skupiny složené kromě zástupců Evropské komise také ze zástupců ministerstev financí členských států EU a Evropské centrální banky. Tato pracovní skupina vytvořila Akční plán pro finanční služby (**Financial Services Action Plan - FSAP**), který byl přijat dne 11. května 1999. FSAP předpokládá **úplné otevření národních trhů, odstranění překážek pro poskytování finančních služeb a posílení regulace s cílem zajistit efektivní ochranu investorů**. FSAP zahrnuje celkem 42 opatření, která měla do konce roku 2004 odstranit zbývající **překážky v právním a regulatorním rámci**, což by mělo vést ke zvýšení efektivnosti a spolehlivosti finančních systémů v jednotlivých členských zemích EU, posílení bilaterálního dohledu členských států a přispět k předcházení krizím finančních systémů. Prostředky k naplnění těchto cílů jsou akčním plánem pro finanční služby definovány jako **„identifikace slabých a silných stránek finančního systému příslušné členské země a určení klíčových rizikových faktorů příslušné země“**. Cílem tohoto procesu je stanovení odpovídajících politik a řízení rizik.

Další aktivitou, která nastartovala radikální změny v evropské právní úpravě kapitálových trhů je tzv. **Lamfalussyho proces**. V červenci 2000 byl pod vedením bývalého guvernéra belgické centrální banky barona Alexandra Lamfalussyho zřízen tzv. Výbor moudrých (The Committee of Wise Men). Výbor ustanovila Evropská komise a jeho úkolem bylo zmapovat legislativní překážky fungování vnitřního trhu v oblasti kapitálového trhu a navrhnout vhodný

způsob jejich odstranění. Výbor dne 15. února 2001 vydal závěrečnou zprávu, na jejímž základě byl odstartován tzv. Lamfalussy Process, tedy **proces v oblasti přípravy a implementace legislativy ES v oblasti FSAP**. Tato zpráva poukazuje především na **vysokou fragmentaci sekundárních trhů s investičními instrumenty v rámci EU, která brzdí volný pohyb kapitálu**. Dosavadní evropské směrnice přijaté v této oblasti pak, dle názoru Výboru, nevedou k účinnému sjednocování výchozích podmínek na trhu, což vede např. k tomu, že investoři ani emitenti se nemohou spolehnout na stejné standardy zacházení v různých členských státech. **Lamfalussyho proces definuje čtyřstupňový přístup**. První stupeň určuje **cíle nejvyššího stupně**, které musí dosáhnout legislativa prostřednictvím směrnice a nařízení odhlasovaných ve společném rozhodnutí Evropským parlamentem a Radou ministrů. **Druhý stupeň** určuje **opatření**, odhlasované Evropskou komisí, **technické požadavky** nezbytné k implementaci nařízení první úrovně. **Třetí stupeň** má za úkol zajistit **běžnou a uniformní implementaci** s použitím běžných **standardů, doporučení nebo návodů** odsouhlasených mezi regulátory **sduženými ve Výboru evropských regulátorů cenných papírů (CESR)**. **Čtvrtý stupeň** spočívá v **kontrole souladu národní legislativy s právem EU a koordinaci vymáhání jejího plnění** mezi dozorovými úřady členských států EU. V červenci roku 2005 byla Evropskou komisí zveřejněna „Lamfalussy League Table“, která ukazuje úspěšnost členských států v plnění termínů pro přejímání směrnic týkajících se kapitálových trhů do národního práva. Dle této zprávy státy ještě plně neimplementovaly potřebné směrnice<sup>23</sup>.

Na tomto místě si dovoluji jednu poznámku, která sice nesouvisí přímo s otázkou provádění regulace, ale demonstruje obtížnost snahy o vytvoření jednotných pravidel v oblasti kapitálových trhů. Tato poznámka se týká výše uvedené snahy o vytvoření jednotného evropského elektronického obchodního systému a především pak **vytvoření systému vypořádání obchodů s cennými papíry** jako jednoho z předpokladů vytvoření jednotného trhu v oblasti finančních služeb. Vypořádání obchodů s cennými papíry je velmi **specifickou oblastí**, která je do značné míry **ovlivněna technickými** možnostmi toho kterého organizátora vypořádacího systému. Postupy při vypořádání obchodů s cennými papíry jsou od sebe odlišné ve většině zemí EU právě v závislosti na technických možnostech jednotlivých organizátorů vypořádacího systému. Oblast vypořádání obchodů s cennými papíry navíc velmi úzce souvisí s **evidencí cenných papírů**, ke které se také každá země EU zatím staví

---

<sup>23</sup> V případě České republiky tvořil Tzv. Transposition Deficit (tj. přejímací deficit) k 1. červenci 2005 60 %.)



jinak (některé země například umožňují tzv. nominee princip<sup>24</sup>, v jiných naopak tento způsob vedení evidence naráží, především ze strany národních regulátorů, na odpor). Pokud má v budoucnu opravdu dojít k vytvoření jednotného systému vypořádání, musí ve většině zemí EU dojít k zásadní změně v přístupu k legislativě v této oblasti a ke způsobu vedení evidence investičních nástrojů. Jakkoliv považuji vytvoření jediného systému vypořádání za velmi žádoucí, protože dosavadní způsob přeshraniční spolupráce v této oblasti je velmi nákladný a značně komplikovaný<sup>25</sup>, domnívám se, že sjednocování v této oblasti bude trvat nejméně do doby rozšíření evropské měnové unie na všechny nebo alespoň značnou většinu členů EU.

Jak jsem již uvedl výše, mezinárodní spolupráce v oblasti **regulace kapitálových trhů na evropské úrovni** je zastřešována **Výborem evropských regulátorů cenných papírů** (The Committee of European Securities Regulators - CESR), který byl založen rozhodnutím Evropské komise ze dne 6. června 2001<sup>26</sup> jako nezávislý orgán se samostatnou právní subjektivitou.

Základní úlohou CESR je: **zlepšení vzájemné spolupráce** mezi evropskými regulátory cenných papírů, **plnění úlohy poradní skupiny pro Evropskou komisi** v oblasti cenných papírů a **zajišťování jednotné a včasné implementace komunitární legislativy** v členských státech.

Z pohledu organizačního vykonávají činnost CESR dva stálé výbory – **CESR-POL** a **CESR-FIN**, kterým v činnosti pomáhají expertní skupiny, které se zaměřují na řešení jednotlivých problémů. Účelem stálého výboru CESR-POL je zajistit účelné, efektivní a aktivní sdílení informací tak, aby se posílila spolupráce a koordinace dozoru mezi členskými státy. Účelem je také zabezpečit stejnou rychlost mezinárodní výměny informací, jako je tomu na národní úrovni, a tím přispět k zajištění transparentnosti a integrity evropských trhů. CESR-FIN pak plní úlohy, související s koordinací činnosti členů CESR na poli uvádění a prosazování mezinárodních účetních standardů a dalších požadavků EU v souvislosti s finančním

---

<sup>24</sup> Vedení cenných papírů zákazníků na majetkovém účtu, jehož majitelem je například obchodník s cennými papíry.

<sup>25</sup> Jako příklad je možné použít vedení evidence majitelů akcií ČEZ obchodovaných na burze ve Varšavě. Polský centrální depozitář KDPW vede tyto majitele ve své evidenci, která je napojena na Středisko cenných papírů prostřednictvím Clearstream Banking Luxembourg, který zajišťuje toto napojení prostřednictvím CITIBANK. V případě, že např. český obchodník s cennými papíry nakoupí akcie ČEZ na burze ve Varšavě a chce je převést na svůj účet vedený ve Středisku cenných papírů, musí nejen absolvovat tuto složitou cestu podání pokynu, ale také uhradit příslušné poplatky, které v sobě zahrnují náklady všech těchto subjektů, které však v podstatě poskytují pouze komunikační napojení.

<sup>26</sup> Commission Decision 2001/527/EC establishing the Committee of European Securities Regulators.

výkaznictvím. CESR předkládá Evropské komisi, Evropskému Parlamentu a Radě jednou za rok zprávu, která shrnuje aktivity jednotlivých expertních skupin a stálých pracovních výborů a předkládá plán činnosti na další období. CESR při své činnosti velmi úzce spolupracuje s nově založeným **Výborem evropských bankovních supervizorů** (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) a **Výborem orgánů dozorujících oborové důchody a důchodové pojištění** (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS).

Druhým výborem, který vznikl na základě tzv. Lamfalussyho procesu je **Evropský výbor pro cenné papíry** (European Securities Committee – ESC). ESC byl zřízen rozhodnutím Evropské komise ze dne 6. června 2001<sup>27</sup> v souladu s rezolucí Evropské rady o efektivnější regulaci evropského trhu s cennými papíry. **ESC je především poradním orgánem**, jehož hlavním úkolem je poskytovat Evropské komisi poradenství a spolupracovat s ní při provádění předpisů v oblasti cenných papírů. ESC má zásadní roli při naplňování cílů stanovených Akčním plánem finančních služeb a zajišťování konzistentní implementace legislativy EU. Mandát ESC byl rozhodnutím Evropské komise č. 2004/8/EC rozšířen také na postavení poradního výboru pro oblast kolektivního investování. ESC je složen z vysokých představitelů členských zemí (zástupců ministerstev financí a regulátorů kapitálových trhů).

Kromě výše uvedených aktivit vznikají jednotlivé expertní skupiny, jejichž cílem je především poradenství Evropské komisi v otázkách standardizace jednotlivých segmentů kapitálových trhů. Jako příklad bych uvedl expertní skupinu pro poradenství v oblasti platebních a vypořádacích systémů (**CESAME – Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group**), která byla ustavena v roce 2004. Jejím cílem je asistovat Evropské komisi v integraci platebních a vypořádacích systémů v EU. Na základě činnosti těchto expertních skupin jsou přijímány další dokumenty, které stanovují standardy v jednotlivých segmentech kapitálového trhu. Například v již zmíněné oblasti vypořádacích systémů byl na základě výsledků činnosti tzv. Giovanininiho skupiny přijat Evropskou komisí 28. dubna 2004 materiál „**Clearing and Settlement in the European Union – The way forward**“, ve kterém Evropská komise obsáhle komentuje dosavadní vývoj v oblasti platebních a vypořádacích systémů, vyjmenovává 15 překážek<sup>28</sup> nalezených touto expertní skupinou v této oblasti a také

---

<sup>27</sup> Commission Decision 2001/528/ES establishing the European Securities Committee.

<sup>28</sup> Např. různorodost v systémech IT, restrikce v národních legislativách, různorodost legislativních úprav fungování depozitářů cenných papírů a vypořádacích systémů, různorodost v přístupu k „intra-day settlement finality“, restrikce v národních legislativách týkajících se emitentů, různorodost v daňových otázkách apod.

komentuje možné cíle, které by v této oblasti měly být dosaženy.

Podle mého názoru se v současné době harmonizační proces integrace dozoru na evropské úrovni nachází na počátku další etapy. Jsou nastaveny základní pravidla pro fungování vzájemné spolupráce v oblasti regulace na evropské úrovni. Funkčnost tohoto systému bude prověřena až platností evropských právních norem, které upravují vztahy „home-host“. V tomto jakémsi mezidobí jsou diskutovány dvě varianty<sup>29</sup> další spolupráce. První varianta spočívá ve větším tlaku členských států na podporu spolupráce a koordinace mezi jednotlivými orgány dohledu. Druhou variantou je návrh tzv. nových nástrojů dohledu (např. zefektivnění poskytování informací v rámci plnění informačních povinností), které by měly podporovat spolupráci na evropské úrovni. Otázka případného vzniku „centrálního evropského regulátora“ je zatím diskutována spíše okrajově a teprve budoucnost ukáže, zda si přeshraniční poskytování služeb v rámci EU vznik takové instituce vyžádá.

Ke spolupráci na mezinárodní úrovni dochází i v oblasti organizací, které plní na kapitálovém trhu samoregulační roli. Jedná se především o burzy cenných papírů, které jsou na evropské úrovni sdruženy ve Federaci evropských burz cenných papírů<sup>30</sup> (The Federation of European Securities Exchanges – FESE) a na světové úrovni ve Světové federaci burz (The World Federation of Exchanges). Cílem FESE je představovat a prosazovat společné zájmy evropských burz, a to především s ohledem na informační otevřenost. FESE je organizací, která velmi úzce spolupracuje s ostatními organizacemi, které mají vliv na regulaci trhů s cennými papíry, jako jsou příslušné orgány EU (Evropská komise, Parlament, Rada EU) a CESR. Pravidelně jsou FESE a Evropskou komisí pořádány semináře, na kterých je konzultována připravovaná legislativa EU v oblasti kapitálových trhů. Dalším cílem spolupráce mezi FESE a ostatními evropskými institucemi je především snaha o dosažení spravedlivých podmínek na kapitálových trzích na globální úrovni, a to nejen s ohledem na obchodování, ale také s ohledem na činnosti, související s obchodováním, tj. např. vypořádání těchto obchodů (součástí FESE je European Association of Central Counterparty Clearing Houses) nebo úschova investičních nástrojů.

---

<sup>29</sup> Zpráva o supervisní konvergenci schválená v květnu 2006 Radou ministrů financí členských států EU.

<sup>30</sup> Členy FESE jsou burzy ze zemí EU, Švýcarska a zemí, které se ucházejí o vstup do EU.

### 3.3. Vývoj regulace kapitálového trhu v České republice a právní úprava postavení Komise pro cenné papíry

I přes svoji relativně krátkou existenci prošel vývoj dozoru nad kapitálovým trhem v České republice bohatým institucionálním vývojem, který byl v loňském roce završen dalším zlomovým bodem v podobě sjednocení dozoru nad finančními institucemi do České národní banky.

Primárním orgánem státní regulace kapitálového trhu v České republice bylo od roku 1993 Ministerstvo financí ČR, konkrétně byla tato regulace svěřena jednomu z odborů – dozor nad kapitálovým trhem. Funkce tohoto odboru spočívala především ve výkonu státního dozoru a výkonu funkce správního orgánu pro kapitálový trh. Začátkem února roku 1997 vznikl v rámci Ministerstva financí samostatný organizační útvar - Úřad pro cenné papíry, který nahradil činnost tohoto odboru Ministerstva financí v oblasti dozoru nad kapitálovým trhem. 1. dubna 1998 začala na základě přijetí zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry pracovat Komise pro cenné papíry, která byla vytvořena z Úřadu pro cenné papíry.

Komise pro cenné papíry byla podle tehdy platné legislativy správním úřadem pro oblast kapitálového trhu v České republice. Jejím zákonem definovaným základním posláním bylo posilování důvěry investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh s tím, že hlavním zákonem stanoveným cílem Komise bylo přispívat k ochraně investorů a k rozvoji kapitálového trhu a podporovat osvětu v této oblasti. Toto podle mého názoru poněkud obecné vymezení působnosti Komise pro cenné papíry, které se z formálního pohledu podobalo spíše preambuli než samotnému zákonnému ustanovení, bylo v zákoně konkretizováno stanovením další úkolů (přesněji spíše působnosti), mezi které patřilo provádění výkonu státního dozoru, rozhodování o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech právnických a fyzických osob, pokud tak stanovil zákon o Komisi pro cenné papíry nebo zvláštní zákony, provádění kontroly plnění informačních povinností osob podléhajících státnímu doзору Komise pro cenné papíry, provádění kontroly plnění povinností vyplývajících ze zákazu osob využívat důvěrné informace, oznamování podezření ze spáchání trestného činu zneužívání důvěrných informací v obchodním styku, vedení seznamů subjektů, které podléhaly regulační pravomoci Komise pro cenné papíry, vydávání Věstníku, informování veřejnosti a účastníků kapitálového trhu zejména o poskytovatelích služeb na kapitálovém trhu, investičních nástrojích a operacích, uskutečněných na kapitálovém trhu v rozsahu a způsobem stanoveným zákonem o Komisi pro cenné papíry, spolupráce s mezinárodními organizacemi a zahraničními úřady, které

vykonávají dozor nad kapitálových trhem, **podpora vzdělávání a osvěty v oblasti kapitálového trhu a výkon dalších činností** k naplnění postavení a působnosti Komise pro cenné papíry.

K naplňování výše uvedených úkolů byla Komise pro cenné papíry **vybavena pravomocemi v oblasti vydávání povolení k činnosti poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, pravomocí vydávat předchozí souhlasy, oprávněním formulovat pravidla pomocí prováděcích právních předpisů a oprávněním monitorovat trh.** Komise pro cenné papíry měla také **kontrolní oprávnění včetně oprávnění provádět inspekce, oprávnění ukládat opatření k nápravě a oprávnění ukládat předběžná opatření a sankce.**

Státnímu dozoru Komise pro cenné papíry **podléhalo plnění povinností stanovených fyzickým a právníckým osobám zákonem o Komisi pro cenné papíry, plnění povinností stanovených zvláštními zákony a plnění povinností stanovených ve vykonatelných rozhodnutích Komise.** Státnímu dozoru Komise pro cenné papíry také podléhalo **plnění povinností stanovených obchodním zákoníkem<sup>31</sup> a zákonem o podnikání na kapitálovém trhu<sup>32</sup> při úpravě nabídky převzetí a v případech, kdy se použijí obdobně či přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí, při nabytí nebo snížení podílu na hlasovacích právech společností, jejichž akcie jsou kótovány (tzn. přijaty k obchodování na regulovaném trhu).** Komise pro cenné papíry dále **dozorovala plnění povinností v souvislosti s nabýváním vlastních akcií akciovou společností nebo jí ovládanou osobou a plnění povinností při veřejné nabídce upisování akcií.** Komisi pro cenné papíry byla také zákonem svěřena **působnost výkonu státního dozoru nad činností penzijních fondů a pojišťoven, a to v rozsahu jejich povinností při investování do investičních nástrojů a obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.**

Komise pro cenné papíry při výkonu své činnosti velmi úzce **spolupracovala s Ministerstvem financí ČR** (zejména při tvorbě legislativy a v oblasti dozoru nad penzijními fondy), **s Českou národní bankou** (v oblasti spolupráce při výkonu dozoru nad bankami, které současně podléhaly výkonu dozoru nebo dohledu Komise pro cenné papíry a při tvorbě předpisů v oblasti investičního bankovníctví) a **s Komorou auditorů České republiky** (při zavádění mezinárodně uznávaných auditorských postupů ve vztahu k poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu a emitentům). Zákon definoval meze spolupráce s těmito subjekty a také

---

<sup>31</sup> *Např. ustanovení § 183b zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.*

<sup>32</sup> *Např. ustanovení § 122 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.*

rozsah kompetencí jednotlivých subjektů při výkonu státního dozoru, zejména při souběžném udělování sankcí.

**Z hlediska organizačního** byla Komise pro cenné papíry řízena **prezidiem** a organizačně rozčleněna na jednotlivé odbory (kterých bylo ke dni ukončení činnosti Komise 13). Za účelem možnosti konzultace některých otázek byly na půdě Komise pro cenné papíry vytvořeny dva poradní sbory - mezinárodní a tuzemský.

Účelem tohoto spíše rámcového popisu působnosti a pravomocí Komise pro cenné papíry bylo **především demonstrovat** jednu z podle mého názoru **významných etap** ve vývoji regulace kapitálového trhu v České republice. Cílem této práce není hodnotit již neplatnou právní úpravu postavení Komise pro cenné papíry ani dostatečnost či nedostatečnost jejích pravomocí. Na dvou příkladech bych však demonstroval často kritizované právně-technické nedostatky, které provázely její fungování a které bohužel nejsou výjimečné ani v dnes platné legislativě upravující kapitálový trh v České republice. Jedním ze zákonem stanovených úkolů (působnosti) Komise pro cenné papíry bylo „*oznamovat podezření ze spáchání trestného činu zneužívání důvěrných informací v obchodním styku*“. Toto ustanovení, které ukládá nějakému subjektu povinnost, která plyne z obecných principů trestního práva pro každého, a to navíc pouze v případě jednoho trestného činu, lze označit za naprosto zbytečné. Na druhou stranu do výčtu úkolů (pravomocí) Komise pro cenné papíry nikdy nebyla výslovně zařazena činnost v oblasti normotvorné, která byla v odborné literatuře řazena pod tzv. „ostatní činnosti“<sup>33</sup>, což mohlo vyvolávat dojem, že tato činnost Komise pro cenné papíry byla méně důležitá, než například výše uvedená oznamovací povinnost.

### **3.4. Proces integrace dozoru nad finančním trhem v České republice**

**Proces integrace** dozoru nad finančním trhem v České republice sleduje trend, který je v současné době diskutován nebo realizován v **celé řadě zemí**. V některých zemích (např. Velká Británie, Dánsko, Belgie, Irsko, Německo, Kanada, Jižní Korea apod.) již byl tento proces, jehož cílem je sjednocení dozoru nad finančními institucemi do jednoho nezávislého orgánu, úspěšně dokončen. V dalších zemích, jako jsou například Francie nebo Itálie, je integrace dozoru nad finančními institucemi diskutována nebo probíhá její realizace. Hlavním faktorem, který ovlivňuje trend vytváření integrovaných dozorů je dynamicky se měnící struktura finančního trhu, v níž dochází k mizení jasných dělících čar mezi různými typy

---

<sup>33</sup> Dědič, J.: *K některým problémům zákona o Komisi pro cenné papíry in: Obchodní právo č. 7 1998.*

finančních institucí a jimi poskytovanými službami, což s sebou přináší to, že separátní sektorové dozorování se stává neefektivní a dochází ke vzniku negativních jevů v oblasti regulace, kterými jsou především **nejednoznačně vymezené kompetence a odpovědnosti**. Účelem procesu integrace dozoru v České republice by mělo být zejména **zajištění jednotného dohledu** ve vztahu k jednotlivým segmentům finančního trhu, **zvýšení přehlednosti systému regulace a dozoru, omezení překrývání kompetencí** mezi různými dozorovými orgány a **odstranění tzv. „šedých zón“**, tedy oblastí, na které se dosud výkon státního dozoru buď nevztahoval vůbec, nebo oblastí, kde nebyly dostatečně rozlišeny kompetence jednotlivých institucí. Integrace dozoru by dále měla vést k **vytvoření předpokladů pro efektivnější monitoring finančního trhu** a k vytvoření jednoho místa, kam budou ze strany účastníků zasílány zákonem vyžadované informace, k **prohloubení výkonu konsolidovaného dohledu nad tzv. finančními skupinami** a doplňkového dozoru, k **uplatňování rovných regulatorních požadavků** v jednotlivých sektorech finančního trhu a k **dosažení synergických efektů**, tzn. např. efektivnější využití personálních zdrojů na místech klíčových specialistů. V neposlední řadě by měla integrace dozoru napomoci **snížení nákladů** regulátora, tak i dozorovaných institucí, a to díky sdílení provozní infrastruktury. **Cílem integrace dozoru** v České republice by tedy mělo být nastolení stavu, který bude co nejbližší představě o optimální regulaci a dozoru finančních trhů, tj. stavu, kdy **příslušná instituce dokáže omezit rizika** spojená s **podnikáním na finančním trhu**, **omezit možnost nelegálních praktik, zabezpečit dodržování standardů** (včetně požadavků transparentnosti obchodování a pravidel etiky obchodování) a **omezit riziko zřetězení platební neschopnosti finančních institucí**.

Počátek procesu integrace lze v České republice datovat již od roku 1997, kdy vláda přijala soubor opatření, jejichž smyslem mělo být zprůhlednění činností a standardizace podmínek pro činnost podnikatelských subjektů působících na peněžním a kapitálovém trhu. Na základě těchto opatření vlády byla dne 1. července 1998 uzavřena mezi **Českou národní bankou, Komisí pro cenné papíry a Ministerstvem financí ČR „Dohoda o spolupráci mezi Českou národní bankou, Komisí pro cenné papíry a Ministerstvem financí České republiky při výkonu bankovního dohledu a státního dozoru“**. Tato dohoda upravovala **součinnost** výše uvedených institucí při kontrole peněžních transakcí a obchodů s investičními nástroji a také předpokládala **koordinaci** vybraných činností v oblasti regulace finančního trhu, **konzultace** pracovníků bankovního dohledu a státního dozoru týkající se např. připravovaných i platných právních předpisů pro oblast bankovníctví, kapitálového trhu, pojišťovnictví a penzijního

připojištění. Na základě této dohody došlo u výše zmíněných institucí ke změnám a zdokonalení organizačních a technických podmínek účastníků dohody.

S ohledem na pokračující proces změn v legislativě, která upravovala postavení výše uvedených regulátorů a institucí, které podléhaly státnímu dozoru, a také s ohledem na potřebu pružnější, komplexnější a efektivnější spolupráce těchto tří regulatorních institucí došlo dne 28. února 2003 k uzavření „*Dohody o vzájemné spolupráci při výkonu bankovního dohledu a státního dozoru nad finančním trhem*“. Největší změnou proti dohodě původní bylo **stanovení zásad** vzájemné spolupráce při výkonu dohledu na konsolidovaném základě, tzn. dohledu, při kterém jsou posuzována rizika ve skupině vzájemně propojených osob jako celku. Tento prvek byl do dohody začleněn s ohledem na legislativní změny, které do příslušných zákonů zakotvily výkon konsolidovaného dohledu v oblasti bankovníctví, pojišťovnictví a v oblasti obchodníků s cennými papíry. Tato dohoda umožnila také vytváření **pracovních skupin** složených ze zaměstnanců zainteresovaných institucí. Hlavní náplní těchto skupin bylo **řešení problematik překračujících hranice působnosti** jednotlivých regulátorů. Dohoda také dala základ pro vznik **Výboru pro koordinaci dozoru nad finančním trhem** v České republice, jehož **úkolem** bylo řešit **vážné systémové problémy** na finančním trhu a při výkonu dozoru nad ním, **vyhodnocování plnění závazků** plynoucích z dohody a **řešení závažných problémů**, vzniklých mezi stranami dohody.

Na základě **činnosti** Výboru pro koordinaci dozoru nad finančním trhem a také na základě **analýz**, které byly za tímto účelem zpracovány např. Světovou bankou nebo Mezinárodním fondem, schválila Vláda České republiky<sup>34</sup> **koncepti postupné integrace** dozoru nad finančním trhem, jejímž cílem měl být **jednotný, plně integrovaný dozor**. Podle této koncepce mělo k integraci dozoru docházet postupně, a to ve **dvou etapách**. V **první etapě** se k **1. lednu 2006** (původní datum uvedené v rozhodnutí vlády ČR bylo 30. června 2005) měl **začlenit dohled nad družstevními záložnami**, který byl v té době svěřen Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami **pod Českou národní banku** a do 31. prosince 2005 pak **Komise pro cenné papíry**, která měla zároveň změnit svůj název na **Komisi pro finanční trh**, měla **převzít dozor nad penzijními fondy a pojišťovnictvím**, který byl v gesci Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění. Tento úřad byl začleněn do organizační struktury Ministerstva financí ČR. Dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění byl také

---

<sup>34</sup> Usnesení vlády ČR č. 452 ze dne 12. května 2004, které zároveň mění usnesení č. 452 ze dne 12. května 2004.



částečně vykonáván i Komisí pro cenné papíry<sup>35,36</sup>. Ve druhé etapě, která měla být ohraničena vstupem České republiky do **Hospodářské a měnové unie**<sup>37</sup>, mělo dojít k **integraci České národní banky a Komise pro finanční trh** a ke vzniku jedné instituce doзору nad finančním trhem. Ve druhé etapě pak měly být řešeny i dosud otevřené otázky, jako je např. konkrétní forma a působnost této budoucí instituce.

Výše popsaná představa integrace měla již zpracován i příslušný **legislativní rámec**. Ministerstvo financí vypracovalo návrh Zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním doзору nad finančním trhem. Tento návrh byl schválen vládou<sup>38</sup> a postoupen Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR, kde již byl v prvním čtení schválen<sup>39</sup> a postoupen k projednání rozpočtovému výboru a stálé komisi pro bankovníctví. Dne 18. července 2005 však **Ministerstvo financí společně s Českou národní bankou nečekaně oznámilo záměr** tento proces výrazně **zkrátit** a na jaře roku 2006 provést integraci doзору nad finančním trhem do jediné instituce, a to do **České národní banky**. **Důvodem** pro tuto změnu bylo<sup>40</sup> především **urychlení celého integračního procesu a úspora nákladů spojených s jeho technickým a organizačním zajištěním** (stěhování zaměstnanců, sladění informačních technologií a reportingu apod.). Hlavním důvodem pro institucionální **integraci doзору do České národní banky je struktura českého finančního trhu**<sup>41</sup>. Finanční trh je v České republice tvořen převážně bankovními subjekty (tzv. **bank based systém**), zatímco role např. nebankovních obchodníků s cennými papíry roste jen pozvolna<sup>42</sup>. Jako další důvod, který byl v této souvislosti často zmiňován, byť podle mého názoru jde o argument spíše okrajový, který by na tak závažné rozhodnutí, jakým je zavedení jednotného doзору nad finančním trhem, neměl mít zásadní vliv, je **zajištění odpovídajícího platového ohodnocení zaměstnanců**

---

<sup>35</sup> Státnímu doзору Komise pro cenné papíry (České národní banky) podléhá činnost penzijních fondů v rozsahu jejich povinností při investování do investičních nástrojů a obchodování s investičními nástroji na vlastní účet. U penzijních fondů vykonává Komise pro cenné papíry dohled nad dodržováním ustanovení § 33 zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem.

<sup>36</sup> V oblasti státního příspěvku na penzijní připojištění mělo dozorové pravomoci i Ministerstvo práce a sociálních věcí.

<sup>37</sup> Die různých dosud zveřejněných úvah a stanovisek je počítáno s obdobím od roku 2010 do roku 2014.

<sup>38</sup> Usnesení vlády ČR č. 611 ze dne 25. května 2005.

<sup>39</sup> První čtení proběhlo na 45. schůzi Poslanecké sněmovny dne 21. června 2005.

<sup>40</sup> Předkládací zpráva MF ČR zpracovaná jako podklad pro jednání vlády ČR.

<sup>41</sup> Předkládací zpráva MF ČR zpracovaná jako podklad pro jednání vlády ČR.

<sup>42</sup> Podle údajů ČNB publikovaných v roce 2006 bylo v bankách v roce 2004 74 % aktiv finančního sektoru.

dozorového orgánu, které by mělo přispět ke stabilizaci jeho personálního obsazení a zabránit fluktuaci zaměstnanců<sup>43</sup> v té míře, v jaké se s ní dosud potýkala Komise pro cenné papíry. Jakkoliv ne zcela úplně souhlasím s použitím tohoto argumentu jako argumentu zásadního pro rozhodnutí o určení, která instituce bude vykonávat tento jednotný dozor, musím však z vlastní zkušenosti potvrdit, že fluktuace pracovníků Komise pro cenné papíry byla skutečně vážným problémem. V minulosti velmi často docházelo k tomu, že správní řízení v nějaké věci zahájil úplně jiný tým zaměstnanců některého z odborů Komise pro cenné papíry, než který nakonec vydával rozhodnutí a výjimkou nebyly ani případy, kdy na straně účastníka řízení vystupoval v nějaké roli někdo z bývalých, a to i vedoucích zaměstnanců Komise, který se v tomto postavení podílel na zahájení tohoto řízení.

Podle této nové koncepce integrace dozoru nad finančním trhem mělo **Ministerstvo financí převzít veškerou primární legislativu** finančního trhu a výkonu dozoru nad finančními institucemi v České republice. Pro Českou národní banku se měl výkon dozoru nad finančním trhem stát, vedle péče o cenovou stabilitu, **druhou nosnou činností**. **Časový harmonogram** prezentovaný Ministerstvem financí a Českou národní bankou předpokládal, že k přijetí příslušné legislativy by mělo dojít na **počátku roku 2006**. Na jaře téhož roku mělo dojít ke spojení dozorů. Po této institucionální integraci by měl následovat zhruba dvouletý proces, v jehož rámci budou vyhodnoceny získané zkušenosti a zároveň bude provedena detailní revize legislativy, upravující finanční trh. V roce 2008 by měl být přijat nový zákon o České národní bance a nový zákon o dozoru nad finančním trhem. Téhož roku by měl vzniknout také úřad finančního ombudsmana, který by měl převzít ochranu spotřebitele v oblasti poskytování finančních služeb.

Výše popsaná změna v koncepci integrace dozoru nad finančním trhem do jediné instituce byla dne 24. srpna 2005 schválena Vládou České republiky<sup>44</sup> s tím, že k integraci bankovního dohledu, státního dozoru nad kapitálovým trhem, státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění a dohledu na družstevními záložnami do České národní banky dojde k 1. dubnu 2006. Vládní usnesení také předpokládalo realizaci této změny koncepce integrace dozoru tak, že Česká národní banka a Ministerstvo financí společně vypracují pozměňovací návrh k návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dozoru nad finančním trhem, který bude předložen Poslanecké sněmovně v rámci projednání v příslušných

---

<sup>43</sup> Podle Výroční zprávy KCP za rok 2003 došlo v roce 2003 ke skončení pracovního poměru u 28 zaměstnanců (tj. u 20,5 % všech zaměstnanců) KCP. Vývoj v letech 2004 a 2005 v této oblasti sledoval trend z let předchozích.

<sup>44</sup> Usnesení Vlády ČR č. 1070 ze dne 24. 8. 2005.

výborech. Lze říci, že **takto navržená koncepce byla odborníky i politiky akceptována bez větších polemik**<sup>45</sup>, což mělo podle mého názoru následující důvody. Prvním důvodem je to, že integrace dozoru nad finančním trhem je všeobecně považována za vítaný trend, který je plně v souladu s vývojem v okolním světě. Druhým důvodem je to, že realizace tohoto projektu proběhla ve velmi krátkém časovém úseku, ve kterém ani nebyl dán dostatečný časový prostor pro vznik diskuze nad tímto krokem. Za třetí důvod, jež sice nebývá příliš často veřejně prezentován, považuji nepřilíš pozitivní hodnocení práce Komise pro cenné papíry mezi jednotlivými účastníky kapitálového trhu.

Dne 8. března 2006 byl ve Sbírce zákonů vyhlášen **zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem**, který se stal základním legislativním rámcem pro tuto integraci. **Dne 31. března 2006 Komise pro cenné papíry zanikla**. Dosavadní působnost Komise vyplývající ze zákonů a dalších právních předpisů přešla dnem 1. dubna 2006 na Českou národní banku. Skončilo také funkční období předsedy a členů prezidia Komise. Zaměstnanci Komise se naopak dnem 1. dubna 2006 stali zaměstnanci České národní banky<sup>46</sup>.

Jako poradní orgán bankovní rady pro oblast dohledu nad finančním trhem byl také zákonem č. 57/2006 Sb., zřízen **Výbor pro finanční trh**. Výbor má podle zákona sledovat a projednávat **obecné koncepce, strategie a přístupy k dohledu nad finančním trhem, významné nové trendy na finančním trhu, v jeho dohledu nebo regulaci a systémové otázky finančního trhu a výkonu dohledu nad ním, a to vnitrostátní i mezinárodní povahy**. Výbor je také oprávněn předkládat bankovní radě **stanoviska a doporučení** v oblastech, které sleduje. Česká národní banka naopak informuje výbor o hlavních aktivitách v oblasti dohledu nad finančním trhem včetně vydaných rozhodnutí. Výbor má mít 7 členů<sup>47</sup>, z nichž předseda, místopředseda a další člen jsou zvoleni rozpočtovým výborem Poslanecké sněmovny na návrh profesních a zájmových organizací sdružujících účastníky finančního trhu, dalším členem bude člen bankovní rady, dalšími členy mají být dva vedoucí zaměstnanci Ministerstva financí ČR.

Spolupráce v oblasti dozoru nad kapitálovým trhem v České republice neprobíhá pouze

---

<sup>45</sup> *Kritika tohoto procesu byla spíše sporadická - např.: Mikule, Vladimír: „Má ČNB dostat ještě další pravomoci“ in deník Právo 13. října 2005.*

<sup>46</sup> *Z původních 13 odborů KCP jich bylo do organizační struktury ČNB převedeno 5, které tvořil samostatnou Sekci regulace a dohledu nad kapitálovým trhem.*

<sup>47</sup> *V současné době je složení Výboru šestičlenné.*

v oblasti spolupráce státních regulačních institucí, ale také v oblasti **spolupráce se samoregulačními organizacemi**. Příkladem takové spolupráce je „*Memorandum o výměně informací a vzájemné spolupráci v oblasti kolektivního investování*“ uzavřené mezi tehdejšími regulátorem kapitálového trhu - Komisí pro cenné papíry a Uníí investičních společností ČR (nově Asociace fondů a asset managementu - AFAM) dne 16. května 2003. **Memorandum zakotvuje vzájemnou spolupráci těchto subjektů při přípravě přednášek a školení**. Součástí dohody je také **závazek AFAM informovat regulátora** o všech svých zasedáních a programu stálých odborných komisí (Etický výbor, Legislativní komise, Daňová a finanční komise) a na důležitých jednáních AFAM **umožnit účast zástupce regulátora**. Další spolupráce by podle tohoto Memoranda měla spočívat ve **vzájemném poskytování informací** významných pro oblast kolektivního investování jako celku, tzn. vzájemné informování o všech okolnostech, které dle názoru zúčastněných subjektů brání rozvoji kolektivního investování v České republice, a to hlavně těch informací, které znamenají ohrožení investorů nebo výrazně ztěžují možnost poskytovat služby v oblasti kolektivního investování. Obě instituce se také zavázaly **předem konzultovat** veškeré vydávané předpisy či metodiky, své legislativní návrhy či jiné podobné podněty, týkající se podmínek poskytování služeb v oblasti kolektivního investování<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> Pro úplnost ještě zmiňuji další profesní asociace, které spolupracují se státními orgány především při přípravě legislativy kapitálového trhu. Jedná se o Asociaci finančních a investičních zprostředkovatelů (AFIZ), Českou asociaci obchodníků s cennými papíry (ČAOCP) a Asociaci pro kapitálový trh (AKAT).

#### 4. Působnost a pravomoc České národní banky při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem v České republice

##### 4.1. Právní úprava postavení České národní banky v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem

Dříve než se budu věnovat konkrétní právní úpravě působnosti a rozsahu pravomocí České národní banky v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem, považuji za žádoucí blíže **definovat postavení České národní banky jako reprezentanta výkonu státní moci a definovat pojem výkon dohledu.**

Česká národní banka je při výkonu dohledu nad finančním trhem v postavení **orgánu státní správy**, který zabezpečuje realizaci výkonu státní moci v **oblasti dohledu nad finančním trhem**<sup>49</sup>. Výkon dohledu nad kapitálovým trhem v oblasti výkonu veřejné správy můžeme z pohledu správněprávní teorie charakterizovat z několika různých hledisek. Z hlediska **materiálního a formálního pojetí veřejné správy** je Česká národní banka orgánem, který vykonává činnost, která svým obsahem není ani činností zákonodárnou, ani činností soudní, a má působnost a pravomoc řešit veřejné úkoly, pokud tyto úkoly nejsou přikázány parlamentu a soudům. Postavení České národní banky lze z hlediska organizačního uspořádání charakterizovat jako postavení **ústředního orgánu státní správy**, který vykonává **odbornou (specializovanou) činnost**. Z pohledu právní formy lze výkon dohledu nad kapitálovým trhem charakterizovat jako **správu vrchnostenskou**, tedy správu, která je vykonávána formou veřejného práva, a to za pomoci **vydávání nařízení, vydávání správních aktů a možnosti užití donucovacích opatření**. Česká národní banka je tedy v postavení ústředního orgánu státní správy, který je při plnění úkolů v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem oprávněn vrchnostensky zasahovat. Toto oprávnění je České národní bance v souladu s článkem 2 odst. 2 zákona č. 2/1993 Sb.<sup>50</sup>, svěřeno zákonem.

V obecné rovině lze výkon **dohledu nad finančním trhem** charakterizovat jako **regulaci vzniku, podmínek a pravidel činnosti** subjektů poskytujících služby na finančním trhu a podrobení jejich činnosti státnímu dozoru. Dozorem v obecném smyslu rozumíme aktivitu, jejíž podstatou je **pozorování určité činnosti nebo určitého stavu, na které navazuje hodnocení, případně též aplikace prostředků směřujících k zajištění účelu sledovaného**

<sup>49</sup> Zákon č. 6/1993 Sb., o bankách.

dozorčí činnosti<sup>51</sup>. Obsahem institutu státního dozoru na úseku finanční činnosti je obecně **dohled nad dodržováním právních předpisů, interních pravidel a individuálních právních aktů** závazných pro dozorované subjekty, to vše především s cílem **zajistit ochranu zájmů klientské veřejnosti** těchto institucí a **zabezpečit stabilitu hospodářského sektoru**, v němž daný subjekt působí<sup>52</sup>. Státní dozor je vykonáván vůči subjektům nepodřízeným dozorujícímu orgánu, tedy mimo subordinační strukturu a systém vztahů mezi orgány státní správy<sup>53</sup>. V oblasti dozoru nad finančním trhem je velmi důležité, aby se jednalo o dozor soustavný a nikoli o dozor jednorázový, který by byl zahájen pouze na základě vnějšího podnětu, např. stížnosti poškozeného klienta. K tomu by mělo napomáhat založení výkonu tohoto dozoru na analýze rizika. Při zjištění nedostatků u dozorovaných subjektů (tj. zejména při zjištění jejich protiprávního jednání) orgán státního dozoru aplikuje ve vztahu k těmto subjektům **nápravné prostředky** (ukládá jim opatření k nápravě závadného stavu) či **prostředky sankční**, zpravidla ve formě peněžitých pokut dosahujících řádově až desítek milionů korun. Všechny výše uvedené znaky naplňuje legislativní úprava výkonu dohledu<sup>54</sup> nad kapitálovým trhem Českou národní bankou.

Dne 1. dubna 2006 začala Česká národní banka vykonávat **dozor nad finančním trhem** v České republice. Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance definuje postavení České národní banky jako ústřední banky České republiky a orgánu vykonávajícího dohled nad finančním trhem. Výkon dohledu nad finančním trhem je tímto zákonem definován jako *dohled nad osobami působícími na finančním trhu, provádění analýz vývoje finančního systému, péče o bezpečné fungování a rozvoj finančního trhu v České republice a přispívání ke stabilitě finančního systému jako celku*. Nedílnou součástí tohoto dozoru je působení České národní banky v oblasti **dohledu nad kapitálovým trhem**. Legislativním základem pro působení České národní banky v této oblasti je zákonem č. 57/2004 Sb., novelizovaný **zákon č. 15/1998 Sb.**, který upravuje působnost a pravomoci České národní banky v oblasti kapitálového trhu. Tento zákon nese od 1. dubna 2006 nový název - **Zákon o dohledu**

---

<sup>50</sup> „Státní moc lze uplatňovat jen v případech a v mezích stanovených zákonem, a to způsobem, který zákon stanoví.

<sup>51</sup> Hendrych, D. a kolektiv, *Správní právo. Obecná část. 4. změněné a doplněné vydání*, C.H. Beck, Praha, 2001.

<sup>52</sup> Bakeš, M., a kolektiv, *Finanční právo*, C. H. Beck, Praha, 2003.

<sup>53</sup> Hendrych, D. a kolektiv, *Správní právo. Obecná část. 4. změněné a doplněné vydání*, C.H. Beck, Praha, 2001.

<sup>54</sup> Pojem dozor a dohled je v odborné literatuře používán poměrně volně. Z konkrétního rozboru činnosti České národní banky v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem lze dovodit, že se jedná o synonyma.

v oblasti kapitálového trhu. Kromě tohoto zákona odvozuje Česká národní banka svou působnost a pravomoc v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem i z dalších právních předpisů. Především se jedná o již zmíněný o zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance a dále o zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech a zákon č. 21/1992 Sb., o bankách. Důležitou normou pro činnost České národní banky jako správního orgánu rozhodujícího o právech a povinnostech ve správním řízení je také zákon č. 500/2004 Sb., správní řád.

Ani po sjednocení dohledu nad finančním trhem není Česká národní banka jediným subjektem, který má v oblasti výkonu dohledu zákonem stanovené pravomoci. Ministerstvo financí podle ustanovení § 4 odst. 1 zákona č. 2/1969 Sb., (kompetenční zákon) i nadále zůstalo ústředním orgánem státní správy pro finanční trh a ochranu zájmů spotřebitelů na finančním trhu s výjimkou výkonu dohledu nad finančním trhem v rozsahu působnosti České národní banky. V praxi to znamená, že Ministerstvu financí zůstala pravomoc pouze v oblasti tvorby primární legislativy.

Jak jsem již uvedl výše, návrh integrace dozoru nad finančním trhem předpokládal, že v prvních dvou letech dojde pouze k institucionálnímu propojení dosavadních dozorových institucí. Zásadní změny v oblasti působnosti a výkonu pravomoci by měly být legislativně zakotveny později. V tomto duchu byla také připravena novela zákona č. 15/1998 Sb. Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu obsahuje nové vymezení předmětu zákona<sup>55</sup> a částečně nově definuje hlavní roli regulátora kapitálového trhu. Česká národní banka má podle této nové právní úpravy za úkol **posilovat při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh**, a to zejména tím, že **přispívá k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu a podporuje osvětu** v této oblasti. Česká národní banka v oblasti kapitálového trhu dále vykonává **dohled** v rozsahu stanoveném<sup>56</sup> tímto zákonem a zvláštními právními předpisy upravujícími oblast podnikání na kapitálovém trhu, kolektivního investování, dluhopisů, práva obchodních společností a oblast umístování peněžních prostředků penzijních fondů, **rozhoduje o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech právnických a fyzických osob**, pokud tak stanoví tento zákon nebo zvláštní

---

<sup>55</sup> Předmětem úpravy zákona č. 15/1998 Sb., je úprava působnosti a pravomoci ČNB při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem a stanovení některých práv a povinností subjektů, které na tomto trhu působí.

<sup>56</sup> Zákon č. 15/1998, Sb., používá, stejně jako tomu bylo u úpravy Komise pro cenné papíry termín „předmět dohledu“. Přesnější by však bylo použití termínu „působnost“.

právní předpisy, **kontroluje plnění informačních povinností osob** podléhajících dohledu České národní banky stanovených tímto zákonem a zvláštními právními předpisy a vykonává další činnosti podle tohoto zákona. Zákon tedy již výslovně České národní bance **neukládá některé povinnosti dříve uložené** Komisi pro cenné papíry, které již vyplývají z obecně definované role regulátora v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem, nebo které jsou konkretizovány v jiných zákonech. Jako příklad lze použít dříve zákonem výslovně formulovanou povinnost „*v rozsahu své působnosti spolupracovat s mezinárodními organizacemi a zahraničními úřady*“.

**Předmět dohledu** České národní banky v této oblasti zůstává proti dřívější právní úpravě doзору Komise pro cenné papíry prakticky beze změn. Dohledu nad kapitálovým trhem podléhá **plnění povinností stanovených zákonem č. 15/1998 Sb. a zvláštními zákony<sup>57</sup> a plnění povinností a podmínek stanovených ve vykonatelných rozhodnutích** České národní banky. Dohledu České národní banky, obdobně jako tomu bylo u Komise pro cenné papíry, podléhá **plnění povinností stanovených obchodním zákoníkem** a zákonem o podnikání na kapitálovém trhu při úpravě **nabídky převzetí** a v případech, kdy se použijí obdobně či přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí; při nabytí **nebo snížení podílu na hlasovacích právech společností**, jejichž akcie jsou kótovány, a při **veřejné nabídce upisování akcií**. Při výkonu dohledu v této oblasti je Česká národní banka oprávněna ukládat **opatření a sankce** stanovené tímto zákonem, zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a obchodním zákoníkem. Česká národní banka je také v případě, že hrozí nebezpečí z prodlení ve vztahu k povinným osobám oprávněna **zahájit kontrolu** na místě i tím, že při oznámení o zahájení kontroly současně provede první úkon kontroly.

**Zřejmě nejrozsáhlejší změnou** oproti úpravě působnosti Komise pro cenné papíry prošel **rozsah pravomocí** České národní banky při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem. Rozsah oprávnění České národní banky lze rozdělit **do dvou skupin**. První skupinu tvoří **pravomoci směřující vůči osobám, které podléhají jejímu dohledu nad kapitálovým trhem**. Druhou skupinu pak tvoří pravomoci České národní banky, které má vůči **komukoliv** v případě, že se jedná o porušení povinnosti týkající **se ochrany vnitřních informací nebo manipulace s trhem**. Do první skupiny patří oprávnění České národní banky **vyžadovat informace nebo podklady, vyžadovat předložení záznamů, zpráv** nebo s nimi spojených údajů **přenášených prostřednictvím sítě elektronických komunikací** od osoby, která je

---

<sup>57</sup> Především zákon č. 591/1992 Sb., 189/2004 Sb., 190/2004 Sb., 256/2004 Sb., apod.



oprávněně pořídila, a oprávnění provést kontrolu na místě<sup>58</sup>. Do druhé skupiny patří oprávnění **vyžadovat informace nebo podklady**, vyžadovat **objasnění skutečností**, vyžadovat **poskytnutí provozních a lokalizačních údajů** od osoby zajišťující veřejnou komunikační síť nebo poskytující veřejně dostupnou službu elektronických komunikací. Česká národní banka má dále oprávnění vyžadovat informace a podklady od vedoucích osob nebo od auditora emitenta cenného papíru nebo osoby, která vyhotovila prospekt, nebo obchodníka s cennými papíry, který cenné papíry umisťuje, a to v případě **rozhodování o žádosti o schválení prospektu**. Česká národní banka je také podle tohoto zákona oprávněna přijmout **opatření k nápravě, předběžná opatření a sankce** (blíže o jejich rozsahu a podmínkách uložení níže), které jsou však spíše rámcovým ustanovením ke speciální úpravě obsažené v jiných zákonech. Velmi konkrétním je naopak zákon č. 15/1998 Sb., v oblasti procesní úpravy, která se týká řízení ve věcech opatření k nápravě. Tato roztržštěnost právní úpravy vede s přibývajícimi novelami jednotlivých zákonů upravujících postavení subjektů působících na kapitálovém trhu ke značné nepřehlednosti a mělo by být **jednoznačnou prioritou budoucí právní úpravy tuto roztržštěnost odstranit**.

**České národní bance** jsou, obdobně jako tomu bylo u Komise pro cenné papíry, tímto zákonem také uloženy povinnosti. Zejména se jedná o povinnost informační. Česká národní banka **vede seznamy subjektů**, které podléhají její dohledové působnosti v oblasti kapitálového trhu, a také **seznamy prospektů cenných papírů**, které jí byly schváleny, a to včetně elektronického odkazu na prospekt cenného papíru uveřejňovaného způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetových stránkách emitenta nebo organizátora regulovaného trhu. Zákon také určuje 12 měsíční lhůtu, po kterou musí být uveřejněn takový elektronický odkaz. Česká národní banka dále vede seznamy **obchodních společností a fyzických osob**, které jsou na svoji žádost zapsány jako kvalifikovaní investoři<sup>59</sup> a seznamy **finančních holdingových společností**. Seznamy těchto společností jsou prostřednictvím Ministerstva financí zasílány Komisi Evropských společenství a příslušným orgánům členských států EU. Nově jsou také vedeny seznamy **obchodníků s cennými papíry se sídlem v členském státě EU**, kteří poskytují své služby na území České republiky. Tyto seznamy

---

<sup>58</sup> Osoba, u které je vykonávána kontrola na místě je povinna poskytnout České národní bance součinnost, zejména na žádost neprodleně umožnit vstup do svých prostor.

<sup>59</sup> Pojem „kvalifikovaný investor“ považuji za pojem poněkud problematický, který poukazuje na jednu z mnoha nesystémovostí české právní úpravy kapitálového trhu. Zatímco zákony definují pojmy jako je například institucionální investor nebo účastník kapitálového trhu. Pojem kvalifikovaný investor zákonem definován není, ačkoliv v oblasti kolektivního investování hraje nemalou roli – viz níže). Naopak zákon o podnikání na kapitálovém trhu definuje pojem „profesionální investor“, se kterým však žádný ze zákonů dále neoperuje.

obsahují údaje o případné organizační složce umístěné na území České republiky. Česká národní banka je také povinna uveřejňovat způsobem umožňujícím dálkový přístup seznam **zahraničních regulovaných trhů zveřejňovaný v Úředním věstníku EU a seznam vypořádacích systémů**, vedených v seznamu Komise Evropských společenství. Zatím poslední novela zákona o kolektivním investování<sup>60</sup> uložila České národní bance vést seznam **kategorií institucí** uvedených ve statutech standardních fondů.

Další informační povinností České národní banky je uveřejňování **Věstníku ČNB**, a to způsobem umožňujícím dálkový přístup (v případě Věstníku Komise pro cenné papíry byl tento zveřejňován také formou tištěného, avšak placeného bulletinu), ve kterém zveřejňuje seznamy, jí vydaná pravomocná rozhodnutí a výroky pravomocných rozhodnutí vydaná podle tohoto zákona nebo jiných právních předpisů v oblasti kapitálového trhu. Dále se ve Věstníku ČNB zveřejňují **stanoviska** České národní banky týkající se kapitálového trhu a jiná sdělení nebo oznámení důležitá pro kapitálový trh. Česká národní banka je také povinna ve Věstníku **oznámít** veřejně přístupné místo, na kterém budou k nahlédnutí schválené prospekty kótovaných cenných papírů včetně statutů investičních a podílových fondů, statutů penzijních fondů a pojišťoven a informace o emisních podmínkách dluhopisů a informace o hospodaření emitentů kótovaných cenných papírů.

Zákon č. 15/1998 Sb., stejně jako tomu bylo v případě právní úpravy Komise pro cenné papíry, upravuje některé otázky **řízení před Českou národní bankou**. Zákon o dohledu nad kapitálovým trhem je **zákonem speciálním k obecným právním předpisům** upravujícím správní řízení. Podle těchto obecných právních předpisů se tedy postupuje pokud jednotlivá ustanovení zákona č. 15/1998 Sb., nebo zvláštních zákonů nestanoví jinak. Proti rozhodnutí České národní banky v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem lze podat **rozklad**. O rozkladu **rozhoduje bankovní rada**. Ta, stejně jako tomu bylo v případě prezidia Komise pro cenné papíry, rozhoduje také o opravném prostředku **proti rozhodnutí organizátora regulovaného trhu nebo burzovní komory**<sup>61</sup> podle zákona č. 256/2004 Sb. Toto ustanovení však osobně považují za dosti nestandardní vzhledem k roli, která je svěřena organizátorovi regulovaného trhu. Většina světových burz (organizátorů trhů s cennými papíry) plní více nebo méně **samoregulační funkci** v oblasti **organizování obchodů**, v oblasti **přijetí investičního**

<sup>60</sup> Zákon č. 224/2006, kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>61</sup> Prezidium Komise pro cenné papíry v minulosti již několikrát o takovém odvolání rozhodovalo, vždy však potvrdilo rozhodnutí Burzy.

**nástroje k obchodování** nebo v oblasti **dohledu na svými členy**, případně jinými osobami. Nevidím však důvod pro to, aby v případě, že je organizátorovi regulovaného trhu svěřena pravomoc rozhodovat o právech a povinnostech vybraných subjektů měl možnost do tohoto rozhodnutí zasahovat stát prostřednictvím regulátora. Za standardnější právní úpravu bych do budoucna považoval například možnost požádat o přezkoumání tohoto rozhodnutí soudem. Nově je zákonem č. 15/1998 Sb., v procesní úpravě řízení upravena **možnost doručovat písemnosti veřejnou vyhláškou** v řízení, které se dotýká osob v počtu vyšším, než je 30.

Mezi další povinnosti České národní banky patří povinnost **spolupracovat** s Komorou auditorů České republiky, a to zejména při zavádění mezinárodně uznávaných auditorských postupů ve vztahu k poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu a emitentům a při usměrňování činnosti auditorů při aplikaci těchto postupů.

Další zákonem uložená povinnost se vztahuje na zaměstnance nebo osoby v obdobném postavení a jejím účelem má být především zamezení využívání získaných informací při činnosti České národní banky v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem. Zaměstnanci České národní banky, kteří vykonávají dohled v oblasti kapitálového trhu, a osoby, jejichž služeb Česká národní banka využívá při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem, a jejich zaměstnanci a členové poradních orgánů pro oblast kapitálového trhu jsou **povinni zachovávat mlčenlivost o všech informacích** získaných v souvislosti s výkonem své činnosti, funkce nebo svého zaměstnání v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem. Tyto informace mohou tyto osoby použít jen způsobem a v rozsahu nutném pro plnění úkolů nebo výkon funkce v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem nebo v soudním řízení vedeném v souvislosti s rozhodnutím nebo výkonem dohledu nad kapitálovým trhem nebo v obdobném mezinárodním řízení. Tato povinnost mlčenlivosti **trvá i po skončení činnosti, zaměstnání nebo funkce**, které tuto povinnost založily. Zákon také stanoví případy, ve kterých se poskytnutí informace získané v souvislosti s výkonem činnosti v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem nepovažuje za porušení mlčenlivosti. Zpravidla se jedná o činnosti související s výkonem dozoru nad finančním trhem v ČR nebo v zahraničí, nebo poskytnutí informací pro případ jiných řízení nebo tvorby legislativy. Osobně považuji **uložení povinnosti mlčenlivosti** zaměstnancům regulátora za **velmi důležitou povinnost**. Její vynucování je však mnohdy velmi problematické, a to právě v případě, kdy míra fluktuace zaměstnanců u regulátora překročí únosnou mez, jako tomu bylo právě v případě Komise pro cenné papíry.

Spíše pro úplnost považuji za nutné poukázat na to, že pro **zaměstnance České národní**

banky je zvolen méně přísný režim týkající se výkonu jejich případné podnikatelské činnosti, než tomu bylo u zaměstnanců Komise pro cenné papíry. Zatímco zaměstnancům Komise pro cenné papíry byl podle dřívějšího znění zákona zakázán výkon podnikatelské činnosti bez výjimky, zaměstnanci České národní banky mohou podle zákona č. 6/1993 Sb., vykonávat podnikatelskou činnost se souhlasem bankovní rady. Ostatní povinnosti zaměstnanců Komise pro cenné papíry, které se týkaly dodržování pravidel profesionální etiky a kolize při výkonu státního dohledu formou kontroly na místě byly ze zákona č. 15/1998 Sb., přeneseny do zákona č. 6/1993 Sb.

Zvláštní právní úprava týkající se působnosti a pravomocí České národní banky v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem je obsažena v zákoně č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování a zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. V oblasti kolektivního investování vykonává Česká národní banka dohled nad dodržováním zákona o kolektivním investování, podmínek stanovených v rozhodnutí vydaném podle tohoto zákona, statutu fondu kolektivního investování, smlouvy o obhospodařování depozitářské smlouvy a smlouvy s bankou<sup>62</sup>. Dohledu České národní banky podle tohoto zákona podléhá: investiční společnost, investiční fond, zakladatel investiční společnosti nebo investičního fondu ode dne nabytí právní moci rozhodnutí o udělení povolení k činnosti investiční společnosti nebo povolení k činnosti investičního fondu po zápisu předmětu podnikání uvedeného v povolení do obchodního rejstříku, depozitář (banka, která eviduje majetek fondu kolektivního investování a kontroluje, zda fond kolektivního investování nakládá s majetkem v souladu se zákonem a statutem), banka nebo pobočka zahraniční banky, které přestaly pro fond kolektivního investování vykonávat činnost depozitáře a kterým tento zákon stanoví tuto povinnost, likvidátor investiční společnosti nebo investičního fondu, nucený správce investiční společnosti nebo investičního fondu, zahraniční investiční společnost při poskytování služeb v České republice, zahraniční fond kolektivního investování při veřejném nabízení cenných papírů v České republice, banka nebo pobočka zahraniční banky, se kterou má zahraniční fond kolektivního investování uzavřenou smlouvu.

Dohledu České národní banky v oblasti kolektivního investování podléhá také osoba, která bez povolení nebo souhlasu vykonává činnosti, ke které tento zákon vyžaduje povolení nebo souhlas. Zákon o kolektivním investování také upravuje postavení České národní banky při

---

<sup>62</sup> Touto smlouvou musí být zajištěno: i) vyplácení výnosů z cenných papírů vydaných fondem, ii) vydávání a odkupování cenných papírů tohoto fondu, iii) uveřejňování informací, které je tento fond povinen uveřejňovat a vyplácení podílů vlastníkům cenných papírů, které tento fond vydal, jestliže se fond zrušuje.

výkonu dohledu nad činností **investiční společnosti v hostitelském státě**. Česká národní banka je oprávněna požádat orgán dohledu hostitelského státu, aby provedl kontrolu činnosti této investiční společnosti nebo provést kontrolu v hostitelském státě po předchozím informování orgánu dohledu hostitelského státu. Česká národní banka je také oprávněna provést kontrolu činnosti zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu, a to na základě žádosti orgánu dohledu domovského státu těchto osob a umožnit na základě oznámení orgánu dohledu domovského státu zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu, aby provedl sám nebo prostřednictvím jiné pověřené osoby kontrolu zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu.

Podle ustanovení **zákona o dluhopisech** vykonává Česká národní banka dohled nad **uplatňováním práv a dodržováním povinností** stanovených tímto zákonem a **podmínek** stanovených v rozhodnutí vydaném podle tohoto zákona. Konkrétně se jedná o rozhodnutí České národní banky o schválení emisních podmínek, rozhodnutí změny emisních podmínek, rozhodnutí o schválení dluhopisového programu a jeho doplňku, rozhodnutí o správním deliktu podle zákona o dluhopisech.

**Právní úprava postavení České národní banky** v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem je úpravou velmi **roztříštěnou** a po mnoha novelizacích také úpravou velmi **nepřehlednou**. **Zákon o dohledu nad kapitálovým trhem** je normou, která je po mnoha novelizacích, z nichž většina je datována ještě do doby působení Komise pro cenné papíry, velmi **nevyváženou**. Velmi konkrétně je v tomto zákoně upravena například oblast řízení před Českou národní bankou, řízení ve věcech opatření k nápravě nebo informační povinnost České národní banky (vedení seznamů a dokumentace). Ostatní oblasti jakými jsou například oblast uplatňování prostředků k nápravě jsou buď upraveny velmi obecně nebo je tato právní úprava rovnou přesunuta do ostatních zákonů. **De lege ferenda** je jednoznačně žádoucí přijmout takovou právní úpravu, která působnost, pravomoci, vymezení subjektů podléhajících dohledu a oblast procesní sjednotí do jedné normy.

#### **4.2 Nástroje regulace svěřené zákonem České národní bance k výkonu dohledu v oblasti kapitálového trhu**

Česká národní banka má při výkonu **dohledu** v oblasti kapitálového trhu v České republice široký rozsah nástrojů. Mezi nejdůležitější prostředky v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem v České republice patří: **vydávání povolení nebo registrace, udělování souhlasů, schvalování dokumentů, vydávání prováděcích právních předpisů,**

shromažďování informací plynoucích z plnění informační povinnosti a monitorování trhu, výkon státního dohledu a uplatnění nápravných prostředků dohledu.

#### 4.2.1. Vydávání povolení nebo registrace

Vydávání povolení nebo provádění registrace je i v České republice **základním prostředkem k zamezení volného** a tedy nekontrolovatelného přístupu subjektů k podnikání v oblasti kapitálového trhu. Tento právní nástroj dává České národní bance možnost regulovat nejen kvalitu, ale také kvantitu jednotlivých poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu. Povolení k činnosti zakládá oprávnění daného subjektu k výkonu zákonem definované činnosti. Z hlediska působení tohoto subjektu v oblasti podnikání na kapitálovém trhu je nepochybně povolením **klíčovým**. Kromě povolení k činnosti rozhoduje Česká národní banka **také o vydání povolení některých operací** souvisejících s právní existencí a fungováním regulovaného subjektu. Jedná se například o povolení **k převodu podílu** na daném subjektu, povolení **ke sloučení** nebo **fúzi** nebo povolení **k prodeji části podniku**. Účelem povolovacího procesu v této oblasti je dát regulátorovi do ruky nástroj, kterým může zamezit, aby se regulované subjekty dostaly pod přímou nebo nepřímou kontrolu subjektů, které jsou buď mimo dozorovou pravomoc regulátora nebo které nejsou považovány za dostatečně důvěryhodné k poskytování těchto činností. Pravomoc rozhodovat o udělení povolení k činnosti, resp. povolení k jiným operacím je jednou z **vrchnostenských pravomocí**, které jsou v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem České národní bance svěřeny.

Povolení k činnosti vydávané Českou národní bankou v oblasti kapitálového trhu je zákonem vyžadováno u těchto subjektů:

- **obchodník s cennými papíry** (právní osoba, která poskytuje investiční služby),
- **organizační složka zahraniční osoby, která má sídlo ve státě, který není členským státem EU a poskytuje investiční služby v České republice,**
- **investiční fond** (právní osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování),
- **investiční společnost** (právní osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování spočívající ve vytváření a obhospodařování podílových fondů, nebo v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování); investiční společnost dále potřebuje povolení České národní banky k **vytvoření podílového fondu,**
- **makléř** (fyzická osoba, která vykonává odbornou obchodní činnost při poskytování investiční služby obchodníkem s cennými papíry),
- **tiskárna oprávněná k tisku kótovaných listinných cenných papírů,**

- **burza** (právnícká osoba, která organizuje trh s investičními nástroji pro osoby oprávněné uzavírat burzovní obchody),
- **organizátor mimoburzovního trhu** (právnícká osoba, která organizuje trh s investičními nástroji),
- **vypořádací systém** (právnícká osoba, která zajišťuje vypořádání obchodů s investičními nástroji mezi účastníky vypořádacího systému),
- **centrální depozitář** (právnícká osoba, která vede centrální evidenci cenných papírů v České republice, přiděluje cenným papírům identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů – ISIN, a která provozuje vypořádací systém).

Povolení k činnosti **obchodníka s cennými papíry** je vydáváno na **dobu neurčitou** a musí v něm být uvedeno, které **hlavní a doplňkové investiční služby** je obchodník s cennými papíry oprávněn poskytovat, a to ve vztahu ke kterým investičním nástrojům. Podmínkou zákona o podnikání na kapitálovém trhu je, že povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry musí obsahovat alespoň jednu hlavní investiční službu<sup>63</sup>. Podle této zákonné podmínky by bylo možné dovodit, že poskytování investičních služeb je definičním znakem pouze pro obchodníky s cennými papíry. Především díky historickému vývoji legislativy v oblasti kapitálového trhu však mají povolení k poskytování některých investičních služeb i jiné subjekty<sup>64</sup>. V případě, že je žadatel o povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry ovládán osobou, která má povolení k poskytování investičních služeb od dozorového úřadu jiného členského státu EU nebo je tento obchodník s cennými papíry ovládán bankou, úvěrovou či finanční institucí nebo pojišťovnou se sídlem v členském státě EU nebo osobou, která takovou osobu ovládá, požádá Česká národní banka před vydáním povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry o stanovisko dozorový úřad jiného členského státu EU.

Povolovacímu řízení u obchodníka s cennými papíry, který není bankou<sup>65</sup> také podléhá

<sup>63</sup> Hlavní investiční službou se podle § 4 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu rozumí: i) přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, ii) provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet jiné osoby, iii) obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, iv) obhospodařování majetku zákazníka na základě smlouvy se zákazníkem, je-li součástí majetku investiční nástroj, v) upisování nebo umísťování emisí investičních nástrojů.

<sup>64</sup> Například provozovatel vypořádacího systému UNIVYC, a.s. – společnost UNIVYC má v povolení k činnosti uvedenu i úschovu cenných papírů.

<sup>65</sup> V případě obchodníka s cennými papíry, který je bankou, se postupuje podle zvláštního právního předpisu, který upravuje činnost bank (zákon č. 21/1992 Sb., o bankách).

povolení **fúze** obchodníka s cennými papíry s jiným obchodníkem s cennými papíry<sup>66</sup>, povolení k **rozdělení** obchodníka s cennými papíry nebo povolení k **převodu** obchodního jmění obchodníka s cennými papíry, na jeho akcionáře nebo povolení k **převodu** obchodního jmění jiné osoby na obchodníka s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry, který není bankou, musí také požádat o povolení k **uzavření smlouvy o převodu podniku** nebo části podniku obchodníka s cennými papíry; o povolení k uzavření smlouvy o **zastavení podniku** nebo části podniku obchodníka s cennými papíry, nebo povolení k uzavření smlouvy o **nájmu podniku** nebo části podniku obchodníka s cennými papíry. V případě organizační složky zahraniční osoby, vydává Česká národní banka povolení k poskytování služeb prostřednictvím této organizační složky

**Subjekty**, které nabízejí služby v oblasti **kolektivního investování** jsou povinny požádat Českou národní banku o **povolení k činnosti** a povolení k **fúzi** nebo **rozdělení** (v případě **investiční společnosti** a **investičního fondu**), povolení k **vytvoření** a povolení ke **splynutí a sloučení** (v případě **podílového fondu**), povolení k **převodu podílového fondu** do obhospodařování jiné investiční společnosti (v případě **investičního fondu**). Povolení k činnosti **investiční společnosti** se také vydává na **dobu neurčitou**. Povolení k činnosti **investičního fondu** se uděluje na dobu **určitou**, nejdéle však na dobu **10 let**. Povolení k vytvoření **otevřeného podílového fondu** se uděluje na dobu **určitou** nebo **neurčitou**. Povolení k vytvoření **uzavřeného investičního fondu** se uděluje naopak pouze na dobu **určitou**, nejdéle však na dobu **10 let**. Součástí výroku rozhodnutí o udělení povolení k vytvoření otevřeného podílového fondu nebo uzavřeného podílového fondu je schválení depozitáře a statutu<sup>67</sup>. Dále je **povolení České národní banky potřeba k veřejnému nabízení** cenných papírů v České republice. Toto povolení uděluje Česká národní banka **zahraničnímu speciálnímu fondu**, a to za podmínky, i) že tento fond má sídlo a skutečné sídlo ve stejném státě, ii) tento fond předloží potvrzení orgánu dohledu státu, ve kterém má sídlo a skutečné sídlo o tom, že mu tento orgán vydal povolení ke kolektivnímu investování a že nemá námítky proti veřejnému nabízení cenných papírů tohoto fondu v České republice, iii) tento fond odkupuje na žádost podílníka cenné papíry, které vydal za podmínek, které nejsou horší než podmínky stanovené zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování pro odkupování podílových listů otevřeného podílového fondu, nebo zajišťuje, že se kurz cenných papírů, které vydal, na regulovaném trhu významně neliší od jejich aktuální hodnoty, iv) stát,

<sup>66</sup> Fúze obchodníka s cennými papíry s osobou, která není obchodníkem s cennými papíry není přípustná.

<sup>67</sup> Také změna statutu a depozitáře podléhá schválení.



ve kterém má tento fond sídlo a skutečné sídlo zaručuje srovnatelnou úroveň ochrany investorů, v) vedoucí organizační složky tohoto fondu, pokud má být na území České republiky umístěna, je důvěryhodný, odborně způsobilý a má dostatečné zkušenosti s investováním do majetku, na který je zaměřena investiční politika fondu<sup>68</sup>. Povolení ze strany České národní banky podléhá i **přeměna speciálního fondu cenných papírů na standardní fond nebo speciální fond fondů, přeměna speciálního fondu fondů na standardní fond nebo speciální fond cenných papírů a přeměna uzavřeného podílového fondu na otevřený podílový fond**. Podle výslovného ustanovení zákona o kolektivním investování může v tomto Česká národní banka stanovit fondu kolektivního investování další podmínky, které je fond povinen v souvislosti s přeměnou splnit.

Povolení ze strany České národní banky podléhá také **povolení k činnosti makléře**. Makléř je fyzická osoba, která na základě povolení vykonává pro obchodníka s cennými papíry jako jeho zaměstnanec odbornou obchodní činnost při poskytování investiční služby. Povolení k činnosti makléře se stejně jako u ostatních poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu vydává na **dobu neurčitou**. Podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu může Česká národní banka udělit povolení k činnosti na základě žádosti, jestliže žadatel složil makléřskou zkoušku a je důvěryhodný. Obsah zkoušek a jejich vyhodnocení je v kompetenci České národní banky, která také kandidáty přezkouvá. To, že Česká národní banka stanovuje obsah zkoušek a vyhodnocuje jejich výsledky je v mezinárodní praxi do jisté míry nestandardní záležitostí. V mnoha zemích je tato pravomoc svěřena zájmovým nebo profesním sdružením. Tento trend se velmi pomalu prosazuje také v České republice. Tzv. technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu<sup>69</sup> dává České národní bance možnost prominout složení makléřské zkoušky osobě, která prokáže složení odborné zkoušky před tuzemskou profesní organizací, která sdružuje účastníky kapitálového trhu, pokud taková zkouška prověřuje znalosti potřebné pro výkon činnosti makléře srovnatelně s makléřskou zkouškou<sup>70</sup>. Česká národní banka může také prominout složení makléřské zkoušky osobě, která prokáže složení obdobné zkoušky v zahraničí, pokud tato zkouška prověřuje znalosti potřebné pro výkon činnosti makléře a dotyčný prokáže znalost právních předpisů upravujících kapitálový trh v České republice.

---

<sup>68</sup> Jestliže požadavek na dostatečné zkušenosti s investováním již splňují nejméně dvě vedoucí osoby, je Česká národní banka oprávněna udělit souhlas též osobě, která má dostatečné zkušenosti k výkonu příslušné funkce k činností, které je investiční společnost oprávněna jako službu pro jinou investiční společnost nebo pro investiční fond, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování.

<sup>69</sup> Zákon č. 70/2006 Sb.

V případě burzy a organizátora mimoburzovního trhu (společně zákonem označení jako organizátoři regulovaného trhu<sup>71</sup>) podléhá řízení České národní banky vydání povolení k činnosti burzy a povolení k organizování mimoburzovního trhu. V povolení k činnosti burzy, které se vydává na dobu neurčitou uvede Česká národní banka investiční nástroje, se kterými může burza organizovat trh. Česká národní banka je výslovně zákonem (stejně jako je tomu v případě subjektů poskytujících služby v oblasti kolektivního investování) oprávněna stanovit podmínky, které žadatel musí splnit před zahájením organizování trhu s investičními nástroji nebo dodržovat při jeho organizování. V povolení k organizování mimoburzovního trhu Česká národní banka také stanovuje rozsah investičních nástrojů, se kterými může organizátor mimoburzovního trhu organizovat trh, a také stanovuje podmínky výkonu činnosti obdobným způsobem, jako je tomu u burzy. Česká národní banka navíc organizátorovi mimoburzovního trhu schvaluje pravidla obchodování na mimoburzovním trhu. Také povolení k organizování mimoburzovního trhu se vydává na dobu neurčitou. Povolení České národní banky dále podléhá fúze organizátora regulovaného trhu s jiným organizátorem regulovaného trhu nebo organizátorem vypořádacího systému, převod obchodního jmění organizátora regulovaného trhu na jeho akcionáře a převod obchodního jmění jiné osoby na organizátora regulovaného trhu. Povolení také podléhá uzavření smlouvy o převodu organizátora regulovaného trhu nebo jeho části, uzavření smlouvy o zastavení podniku organizátora regulovaného trhu nebo jeho části.

Vypořádacímu systému, resp. jeho provozovateli, vydává Česká národní banka povolení k provozování vypořádacího systému a povolení k rozdělení nebo fúzi provozovatele vypořádacího systému. Také povolení k provozování vypořádacího systému se vydává na dobu neurčitou. V tomto povolení Česká národní banka uvede investiční nástroje, u kterých může provozovatel vypořádacího systému vypořádat pohledávky a závazky z obchodů, obdobně jako je tomu u organizátora mimoburzovního trhu schválí pravidla vypořádacího systému, případně je také oprávněna stanovit podmínky, které musí provozovatel vypořádacího systému splnit před zahájením činnosti, popřípadě dodržovat při výkonu své činnosti.

---

<sup>70</sup> Na možnost přezkušovat žadatele o povolení k činnosti makléře se v současné době velmi intenzivně připravuje Asociace pro kapitálový trh – AKAT.

<sup>71</sup> Regulovaným trhem zákon rozumí trh, i) který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování, ii) trh na kterém se obchoduje pravidelně, iii) trh, který má stanovená pravidla pro tvorbu kurzů investičních nástrojů, iv) trh, který pravidelně uveřejňuje kurzy investičních nástrojů dosažené při obchodování, v) trhu, který podléhá dohledu orgánu dohledu státu, ve kterém má sídlo a skutečné sídlo, vi) trh, který je uveden v seznamu regulovaných trhů zveřejněném v Úředním věstníku EU, který uveřejňuje ČNB.

Obdobně jako v případě provozovatele vypořádacího systému vydává Česká národní banka **centrálnímu depozitáři povolení k činnosti a povolení k fúzi** s provozovatelem vypořádacího systému. Zákon výslovně stanoví, na rozdíl od výše uvedených povolení k činnosti ostatních poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, že **na povolení k činnosti centrálního depozitáře není právní nárok**. I toto ustanovení ukazuje na nesystémovost právní úpravy obsažené v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Domnívám se, že je zřejmé, že ani na povolení k činnosti ostatních osob právní nárok není, nicméně tato výslovná právní úprava u těchto ostatních subjektů v zákoně obsažena není. I v povolení k činnosti centrálního depozitáře je Česká národní banka oprávněna **stanovit podmínky**, které žadatel musí splnit před zahájením vedení centrální evidence cenných papírů nebo dodržovat při jejím vedení. Česká národní banka dále **uvede, které činnosti je centrálním depozitář oprávněn vykonávat**<sup>72</sup> a v jakém rozsahu a **schválí provozní řád** centrálního depozitáře. Povolení České národní banky také podléhá **povolení k převodu** obchodního jmění jiné osoby na centrální depozitář a **povolení k uzavření smlouvy o převodu** podniku centrálního depozitáře nebo jeho části, **smlouvy o zastavení podniku** centrálního depozitáře nebo jeho části nebo **uzavření smlouvy o nájmu podniku** centrálního depozitáře nebo jeho části.

Povolení České národní banky také podléhá **tisk kótovaných listinných cenných papírů** provozovatelem tiskárny. Zákon na rozdíl od většiny ostatních subjektů nestanoví dobu, na kterou se toto povolení vydává. Stanoveny jsou pouze obecné podmínky, které musí provozovatel tiskárny splňovat<sup>73</sup>.

K tomu, aby se dotyčný subjekt mohl stát **žadatelem** o povolení k příslušné činnosti, musí splnit **požadavky kladené na žadatele zákonem** nebo na základě zákonného zmocnění, příslušným **prováděcím právním předpisem**. Především je zákonem stanovena **forma společnosti**. Pro všechny poskytovatele služeb na kapitálovém trhu, jejichž činnost podléhá povolení a kteří jsou právnickou osobou, se jedná o formu **akciové společnosti**. Určitou **výjimkou** z tohoto pravidla je **investiční fond**. O jeho povolení mohou požádat pouze zakladatelé akciové společnosti, která dosud nevznikla. Další zákonnou podmínkou je

---

<sup>72</sup> *Centrální depozitář je kromě činností uvedených v § 100 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu oprávněn vykonávat také, pokud to má uvedeno v povolení k činnosti, další, činnosti uvedené v § 100 odst. 3 (např. obstarávat splácení cenných papírů, poskytování půjček cenných papírů apod.). Kuriozitou ustanovení § 100 odst. 3 je ustanovení písm. g) zákona, které dává žadateli o povolení k činnosti centrálního depozitáře možnost získat od České národní banky povolení k provádění zúčtování obchodů realizovaných na komoditních burzách, přičemž právní předpisy upravující oblast komoditních burz výkon této činnosti na žádné povolení, a to ani od správních orgánů pro tuto oblast, nevěžou.*

<sup>73</sup> *Provozovatel tiskárny musí mít sídlo v České republice a musí splňovat věcné, organizační, personální a bezpečnostní předpoklady k tisku kótovaných listinných cenných papírů.*

umístění sídla společnosti i tzv. skutečného sídla v České republice. Výjimku tvoří poskytovatelé investičních služeb na základě tzv. **evropského pasu**, tzn. poskytovatelé služeb, kteří mají povolení k poskytování investičních služeb ve svém domovském státě, který je součástí EU. Zákon také klade požadavky na **osoby**, které mají **majetkovou účast** na daném subjektu. U většiny subjektů, u kterých je zákonem formulován tento požadavek, se požaduje jejich **vhodnost** z hlediska zdravého a obezřetného vedení tohoto žadatele<sup>74</sup>. Ještě **přísnější režim**, k jehož zavedení však nevidím žádné argumenty (a ani důvodová zpráva k zákonu tento přístup nijak neodůvodňuje), je zvolen pro centrální depozitář, kde je navíc taxativně vymezen rozsah subjektů, které se mohou stát akcionářem centrálního depozitáře<sup>75</sup>.

Dalším zákonným požadavkem na vybrané subjekty je požadavek na výši **základního**, resp. **vlastního kapitálu**. I tady bych poukázal na to, že česká legislativa v tomto směru nevykazuje příliš systematický přístup. Určitou zvláštností, která má však původ v dřívější evropské legislativě, je to, že požadavek na výši vlastního kapitálu je pro obchodníka s cennými papíry, který není bankou, a pro investiční společnost **stanoven v korunách českých**, ale v části odpovídající příslušné části uvedené v **eurech**, přičemž však není stanoveno, jaký kurz a ke kterému okamžiku má být pro tento přepočít použit. Větší legislativní nesystemovostí je však podle mého názoru požadavek na **druh výše kapitálu** poskytovatele služeb. Jak již bylo zmíněno, u obchodníka s cennými papíry je to požadavek na výši **vlastního kapitálu**<sup>76</sup>, tj. kapitálu tvořeného vlastními zdroji financování obchodního majetku. U většiny ostatních poskytovatelů služeb, u kterých je stanoven tento požadavek, je to požadavek na výši kapitálu **základního**, tzn. kapitálu, který je peněžním vyjádřením souhrnu peněžitých i nepeněžitých vkladů všech společníků do základního kapitálu společnosti. Další výjimkou je stanovení požadavku na vlastní kapitál u **investiční společnosti a fondu kolektivního investování**. Na rozdíl od právní úpravy týkající se obchodníka s cennými papíry je u investiční společnosti výslovně stanoveno, že po dobu existence investiční společnosti nesmí její vlastní kapitál klesnout pod zákonem stanovenou částku. Zákon u investiční společnosti také stanovuje, za

---

<sup>74</sup> Např. ustanovení § 6 odst. 1 písm. h) ZPKT u obchodníka s cennými papíry nebo § 57 odst. 1 písm. f) ZPKT u burzy.

<sup>75</sup> Akcionářem centrálního depozitáře může být pouze obchodník s cennými papíry, banka, organizátor regulovaného trhu, provozovatel vypořádacího systému, Česká republika jednající prostřednictvím ministerstva financí, členský stát EU, Česká národní banka, centrální banka členského státu EU, Evropská banka pro obnovu a rozvoj, Evropská centrální banka, centrální depozitář se sídlem v zahraničí nebo osoba se sídlem v zahraničí, která vykonává na území ČR činnost obchodníka s cennými papíry, banky, organizátora regulovaného trhu nebo provozovatele vypořádacího systému.

<sup>76</sup> Zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví, že žadatel o povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry musí mít splacen základní kapitál, není však stanovena jeho výše.

jakých podmínek je tato investiční společnost povinna vlastní kapitál navýšit. V případě fondu kolektivního investování zákon stanoví v jaké výši musí mít tento fond vlastní kapitál (také zákonem stanoven v **eurech**) v době udělení povolení k jeho činnosti. Do jednoho roku ode dne udělení povolení k činnosti investičního fondu nebo povolení k vytvoření podílového fondu musí výše vlastního kapitálu činit částku několikrát vyšší. Výše této částky je však zákonem stanovena výslovně v **českých korunách**. Určitou další zvláštností v této oblasti, kterou lze podle mého názoru přisoudit spíše uzpůsobování legislativy faktickému, v minulosti vzniklému stavu, je požadavek na výši základního kapitálu u **organizátora regulovaného trhu**. Žadatel o povolení k činnosti burzy musí mít základní kapitál ve výši alespoň 100.000.000,-- Kč, kdežto žadatel o povolení k činnosti mimoburzovního trhu, který je také regulovaným trhem, ve výši alespoň 10.000.000,-- Kč. Příliš systémově nepůsobí ani zákonný požadavek na to, že **centrální depozitář** musí mít základní kapitál alespoň ve výši 100.000.000,-- Kč, ale na rozdíl od jiných subjektů s obdobným zákonným požadavkem na výši základního kapitálu je stanoveno, že emisní kurz jeho akcií musí být **alespoň z jedné třetiny splacen peněžitými** vklady. Naopak u **provozovatele vypořádacího systému**, který musí mít také formu akciové společnosti, žádný **požadavek na výši základního** nebo vlastního kapitálu **zákonem stanoven není**, pouze je zákonem požadováno, aby žadatel měl v době podání žádosti základní kapitál splacen. V případě **investiční společnosti** je naopak požadavek na výši základního kapitálu sice **zákonem stanoven**, ale **není stanovena** jeho konkrétní **výše**. Zákon pouze stanoví, že povolení k činnosti investiční společnosti bude uděleno, pokud její základní kapitál umožňuje řádný výkon činností uvedených v žádosti o povolení k činnosti investiční společnosti. Zákon dále u většiny subjektů vyžaduje, aby původ základního kapitálu byl **průhledný a nezávadný**. Co je považováno za takový původ, však zákon nestanoví a posouzení splnění této podmínky je plně v kompetenci České národní banky.

Dalšími zákonnými požadavky, které musí žadatel o povolení k činnosti některého ze subjektů splnit, jsou např. **požadavek na formu akcií** (např. obchodník s cennými papíry může vydat pouze akcie na jméno) nebo **požadavek na omezení převoditelnosti akcií** vázaný na souhlas představenstva (např. centrální depozitář nebo burza). Žadatel je v rámci řízení o povolení k činnosti povinen **předložit celou řadu dokumentů**, které jsou buď **vyžadovány přímo zákonem** (např. obchodník s cennými papíry musí v rámci podání žádosti předložit návrh pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a návrh pravidel jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, která splňují požadavky zákona o podnikání na

kapitálovém trhu), nebo dokumentů, které **prokazují jiné skutečnosti požadované zákonem** (jedná se především o dokumenty prokazující zákonem obecně formulovaný požadavek na splnění věcných, personálních a organizačních předpokladů pro výkon činnosti<sup>77</sup>) a nebo dokumentů, jejichž předložení je **vyžadováno prováděcím právním předpisem**<sup>78</sup>. V této souvislosti vzniká podle mého názoru otázka, zda **rozsah požadovaných dokumentů**, které je žadatel povinen předložit při podání žádosti o povolení k činnosti, **odpovídá záměru** regulátora dostatečně **posoudit připravenost žadatele** o povolení k poskytování dané činnosti a zároveň při tomto posuzování **zbytečně a nesystémově zatěžovat** žadatele. Jako příklad bych uvedl ustanovení Vyhlášky Komise pro cenné papíry č. 268/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, kdy po žadateli o povolení k činnosti centrálního depozitáře je požadováno předložení návrhů vnitřních předpisů, jakými jsou například Pracovní řád nebo Spisový, podpisový a skartační řád, přičemž ostatní subjekty tyto návrhy vnitřních předpisů předkládat nemusejí a ani centrální depozitář není povinen tyto vnitřní předpisy přijmout a nic mu také nebrání libovolně změnit jejich obsah oproti předkládaným návrhům.

Dalším požadavkem na žadatele o povolení je **požadavek** na to, aby tento žadatel **nebyl úzce propojen**<sup>79</sup> s jinou osobou tak, aby to bránilo účinnému výkonu dohledu nad příslušným licencovaným subjektem (např. obchodník s cennými papíry nebo burza). V případě investiční společnosti není dovoleno, aby tato ovládala jinou obchodní společnost<sup>80</sup> a investiční společnost nesmí být neomezeně ručícím společníkem veřejné obchodní společnosti nebo komanditní společnosti nebo obdobné společnosti podle zahraničního práva. Souvisejícím požadavkem je požadavek na to, aby na žadateli měli kvalifikovanou účast pouze osoby vhodné z hlediska zdravého a obezřetného vedení licencovaného subjektu (např. burza nebo mimoburzovní trh). Také posouzení vhodnosti těchto osob je plně v kompetenci České národní banky.

Z pohledu procesního se na řízení o udělení povolení k činnosti nebo jiná povolení vydávaná

---

<sup>77</sup> Např. obchodník s cennými papíry (§ 6 odst. 1, písm. d) ZPKT), burza (§ 57 odst. 1 písm. e) ZPKT) nebo vypořádací systém (§ 83 odst. 3 písm. d) ZPKT).

<sup>78</sup> Např. Vyhláška KCP č. 268/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

<sup>79</sup> Úzkým propojením zákon č. 256/2004 Sb., rozumí vztah mezi osobami, z nichž jedna osoba má přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech jiné osoby, který představuje alespoň 20 %, nebo vztah mezi osobami, z nichž jedna osoba ovládá jinou osobou, nebo ovládanými stejnou osobou.

<sup>80</sup> Výjimkou je účast držená na účet podílového fondu, který tato investiční společnost obhospodařuje.

Českou národní bankou stejně jako na obsahové náležitosti těchto rozhodnutí vztahuje ustanovení zákona č. 500/2004 Sb., správní řád.

Výjimkou z jinak většinového režimu povolení k činnosti, jsou **investiční zprostředkovatelé** (osoby, které poskytují investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních cenných papírů nebo cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování), které Česká národní banka při splnění všech zákonných podmínek<sup>81</sup> **zaregistruje**. O tomto zaregistrování je vydáno osvědčení<sup>82</sup>, a to do 30 kalendářních dnů od doručení žádosti. Za zmínku stojí skutečnost, že zákon výslovně neřeší, zda má Česká národní banka možnost tuto registraci odmítnout, resp. zda případné rozhodnutí o nezaregistrování je rozhodnutím ve správním řízení.

**Zvláštní** a ne příliš obvyklá právní úprava se týká **ratingových agentur**, resp. poskytování jejich služeb na kapitálovém trhu v České republice. Právní úprava zákona o podnikání na kapitálovém trhu (úprava postavení ratingových agentur tvoří samostatnou část zákona o podnikání na kapitálovém trhu) obsahuje úpravu, která je svým charakterem podobná registraci, ale jedná se pouze o zaregistrování do seznamu vedeného Českou národní bankou, nikoliv registraci, která opravňuje vybranou osobu k poskytování tohoto druhu služeb nebo registraci, ze které plynou nějaká další oprávnění či povinnosti. **Zápis do tohoto seznamu ratingových agentur uznaných ČNB je tedy spíše prestižní záležitostí<sup>83</sup>**. I přes tuto spíše formální funkci registrace však zákon na rozdíl od výše uvedené úpravy týkající investičních zprostředkovatelů **výslovně stanoví**, že o zamítnutí tohoto zápisu, resp. vyškrtnutí ze seznamu, se vydává rozhodnutí ve správním řízení.

**De lege ferenda** bych pro právní úpravu udělování **povolení k činnosti** jednoznačně doporučil sjednocení právní úpravy, která dá regulátorovi jednotně u všech subjektů **výslovnou pravomoc stanovit** v povolení k činnosti daného subjektu podmínky, které musí tento subjekt splnit před nebo při výkonu činnosti. Dosavadní právní úprava, která to výslovně připouští pouze u některých subjektů, tak podle mých zkušeností vede k výkladovým nejasnostem ohledně možnosti regulátora tyto podmínky stanovit i u subjektů, kde tato výslovná právní úprava chybí. Zároveň bych však doporučil **stanovení mezi** těchto podmínek tak, aby jimi regulátor nemohl například rozšiřovat okruh povinností nad zákonem definované

<sup>81</sup> Srov. § 30 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

<sup>82</sup> § 30 odst. 8 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

<sup>83</sup> Do seznamu ratingových agentur uznaných ČNB je v současné době zapsán pouze jeden subjekt.

limity. Velmi často mají regulátorem stanovené podmínky formu spíše příkazu, který však lze uložit pouze na základě zákonného zmocnění<sup>84</sup>. Za žádoucí také považují **sjednocení požadavku na kapitálovou vybavenost** žadatelů o povolení k činnosti, a to nikoliv co do výše, ale co do typu kapitálu. V této oblasti se jednoznačně kloním ke sjednocení požadavku na kapitál vlastní, který více vypovídá o vývoji ekonomické situace daného subjektu, byť kontrola plnění této povinnosti je náročnější, než je tomu u kapitálu základního. Za žádoucí také považují **vypustit ze zákona úpravu**, týkající se zápisu do seznamu **ratingových agentur**, kterou považují za **nadbytečnou**. Pro to, aby ratingové hodnocení mělo „svoji váhu“ se používají měřítko mezinárodních ratingových agentur (Standard & Poor's, Moody's Investors Service, IBCA apod.), na jejichž kredibilitu zápis v seznamu vedeném Českou národní bankou nemá žádný vliv. Z hlediska formálního, a to platí i pro jiná ustanovení zákona by bylo žádoucí **sjednotit ustanovení**, která platí pro všechny subjekty, jejichž činnost podléhá povolení **do obecné části**, než je opakovaně uvádět v jednotlivých částech upravujících postavení toho kterého subjektu.

#### 4.2.2. Udělování souhlasů

**Udělování souhlasů** je právním nástrojem regulace, který má mnoho společného s vydáváním povolení. Teorie správního práva se udělováním souhlasů jako formy správní činnosti téměř nevěnuje, přestože je tato forma velice často užívaným právním institutem (například v právu životního prostředí). Z ustanovení jednotlivých zákonů upravujících oblast dohledu nad kapitálovým trhem však lze dovodit, že se i v případě udělení nebo neudělení souhlasu jedná o **jednostranný právní úkon** (rozhodnutí), kterým správní orgán upravuje právní poměry jmenovitě uvedených osob. Rozhodnutí o udělení, případně neudělení souhlasu, je vydáváno ve správním řízení podle správního řádu.

Souhlasy jsou **většinou** vydávány jako souhlasy **předběžné**. Výjimku z tohoto pravidla jsou souhlasy související s nabytím účasti na vybraných subjektech poskytujících služby na kapitálovém trhu, které lze vydat i následně.

Česká národní banka uděluje předběžný souhlas k **výkonu funkce** vedoucím osobám obchodníka s cennými papíry, který není bankou<sup>85</sup>, investiční společnosti, investičního fondu,

---

<sup>84</sup> Srovnej: Hendrych, D. a kolektiv, *Správní právo. Obecná část. 4. změnéné a doplnéné vydání, strana 90, C.H. Beck, Praha, 2001.*

<sup>85</sup> U obchodníka s cennými papíry, který je bankou, se vyžaduje tento souhlas pouze k výkonu funkce vedoucí osoby odpovědné za činnost banky jako obchodníka s cennými papíry (§ 10 odst. 1 ZPKT).



organizační složky zahraniční osoby, která má sídlo ve státě, který není členským státem EU a poskytuje investiční služby v ČR, burzy, organizátora mimoburzovního trhu a nově také vedoucí osobě centrálního deponitáře. Bez udělení tohoto souhlasu se tedy dotyčná osoba **nesmí stát** takovou vedoucí osobou, kterou se podle zákona rozumí<sup>86</sup> člen statutárního orgánu, statutární orgán, výkonný ředitel nebo prokurista právnické osoby nebo osoba, na kterou byla pravomoc některé z těchto osob delegována nebo, která jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby. I zde bych však upozornil na to, že tento **souhlas je zákonem vyžadován u všech** poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, kteří mají formu právnické osoby, pouze u **provozovatele vypořádacího systému nikoliv**<sup>87</sup>. Domnívám se, že budoucí právní úprava by měla tento nesoulad odstranit. Podle mého názoru neexistuje žádný důvod, proč by vypořádací systém, jehož činnost je vysoce náročná na řízení rizika, měl mít v této oblasti liberálnější právní úpravu. Pro doplnění uvádím, že zákon definuje ještě jeden právní nástroj, kterým je ovlivněn výběr osob, které fakticky řídí vybrané subjekty. Jedná se o zákonem stanovený **zákaz stát se vedoucí osobou pro osoby ve zvláštním funkčním postavení**. Tímto omezením je sledována snaha o vyloučení možného konfliktu zájmů, a to v rovině **politické** (např. vedoucí osobou obchodníka s cennými papíry, burzy, mimoburzovního trhu nebo centrálního deponitáře nesmí být poslanec nebo senátor), v rovině **výkonu dozoru** (např. vedoucí osobou obchodníka s cennými papíry nesmí být zaměstnanec České národní banky) a také v rovině možného **narušení konkurenčního prostředí** (např. vedoucí osobou obchodníka s cennými papíry nesmí být vedoucí osoba či zaměstnanec jiného obchodníka s cennými papíry).

Česká národní banka dále vydává **souhlas** osobě nebo osobám, které jednají ve shodě a které chtějí **nabýt kvalifikovanou účast** na obchodníkovi s cennými papíry, který není bankou, **souhlas ke zvýšení kvalifikované účasti** na obchodníkovi s cennými papíry, nejde-li o nabytí přechodem vlastnického práva k cennému papíru, **k dosažení nebo překročení kvalifikované účasti 20%, 33% nebo 50%** na obchodníkovi s cennými papíry, nejde-li o dosažení nebo překročení účasti přechodem vlastního práva k cennému papíru nebo k tomu, aby se staly osobami ovládajícími obchodníka s cennými papíry, nestanou-li se jimi přechodem vlastnického práva k cennému papíru. Tento souhlas je Česká národní banka oprávněna vydat **i následně**. Předběžný souhlas vydává Česká národní banka také osobě nebo osobám

<sup>86</sup> § 10 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

<sup>87</sup> Povolení k provozování vypořádacího systému získá pouze akciová společnost, která (mimo jiné) splňuje věcné, organizační a personální předpoklady pro vypořádání obchodů s investičními nástroji, zejména její vedoucí osoby jsou odborně způsobilé a důvěryhodné.

jednajícím ve shodě k nabytí kvalifikované účasti na investiční společnosti nebo investičním fondu. Souhlasu také podléhá zvýšení kvalifikované účasti na investiční společnosti nebo investičním fondu na 20% nebo více, 33% nebo více nebo 50% nebo více a Česká národní banka vydává souhlas k tomu, aby se staly osobami ovládajícími investiční společnost nebo investiční fond (vše za předpokladu, že nejde o přechod vlastnického práva). Tento souhlas je Česká národní banka oprávněna také udělit i následně.

Předběžný souhlas České národní banky se vyžaduje také pro nabytí hlasovacích práv, která na účet oznamovatele drží svým jménem jiná osoba, hlasovacích práv, kterými disponuje osoba ovládaná oznamovatelem, hlasovacích práv, kterými disponuje jiná osoba, jež uzavřela smlouvu s oznamovatelem nebo s jím ovládanou osobou, ve které se zavázali dlouhodobě prosazovat společnou politiku týkající se řízení investiční společnosti nebo investičního fondu tím, že budou ve shodě uplatňovat hlasovací práva, jimiž disponují, hlasovací práva, která na základě smlouvy s oznamovatelem nebo s jím ovládanou osobou, ve které se zavázali dlouhodobě prosazovat společnou politiku týkající se řízení investiční společnosti nebo investičního fondu tím, že budou ve shodě uplatňovat hlasovací práva, jimiž disponují, hlasovací práva, která na základě smlouvy s oznamovatelem nebo jím ovládanou osobou drží třetí osoba, jestliže tato smlouva předpokládá dočasné přenechání dispozic se hlasovacími právy oznamovateli nebo jím ovládané osobě za úplat, hlasovací práva oznamovatele, jež byla poskytnuta jako jistota a hlasovacích práv jiné osoby, jestliže je tato osoba vykonává svým jménem podle pokynů oznamovatele na základě smlouvy o výkonu hlasovacích práv.

Souhlasu České národní banky podléhá také zahájení shromažďování prostředků investičního fondu od veřejnosti. Tento souhlas Česká národní banka udělí pokud investiční fond do 2 měsíců ode dne zápisu do obchodního rejstříku doloží České národní bance, že jeho poměry jsou v souladu s předpoklady, ze kterých se vycházelo při udělení povolení, zejména, že má věcné, personální a organizační předpoklady pro výkon kolektivního investování.

#### 4.2.3. Schvalování dokumentů

Česká národní banka má pravomoc také v oblasti schvalování pravidel<sup>88</sup>, kterými jsou některé

<sup>88</sup> Právní povaha těchto pravidel není zcela jasná a zřejmě není v oblasti úpravy veřejného práva příliš obvyklá. Jak jsem již uvedl výše, tyto vybrané subjekty soukromého práva (tj. provozovatel vypořádacího systému, centrální depozitář a organizátor mimoburzovního trhu) získávají prostřednictvím těchto pravidel oprávnění upravovat právní postavení vybraných uživatelů jejich služeb (tedy nepodřízených subjektů soukromého práva), a to včetně možnosti přijímat vůči nim sankční opatření (srovnej ustanovení § 104 odst. 1 písm. h) zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Jsou tedy splněny všechny definiční znaky tzv. abstraktních právních aktů s výjimkou toho, že jsou vydávány soukromoprávními subjekty, které však v podstatě získávají jakousi veřejnoprávní pravomoc. Od tzv. vnitřních předpisů se tato pravidla liší tím, že upravují právní postavení

vybrané subjekty oprávněny normativně upravovat podmínky, za kterých poskytují své služby, stejně jako i práva a povinnosti subjektů, kterým jsou tyto služby poskytovány. Mezi tato pravidla patří - **Pravidla obchodování na mimoburzovním trhu, Pravidla vypořádacího systému a Provozní řád centrálního depozitáře**. V případě Pravidel vypořádacího systému a Provozního řádu centrálního depozitáře zákon také rámcově stanovuje obsahové náležitosti, které tato pravidla musí obsahovat. V případě Pravidel obchodování na mimoburzovním trhu je zákonem stanoven pouze způsob jejich uveřejnění.

Schválení Českou národní bankou také podléhá **statut fondu kolektivního investování**, resp. jeho změna. Statutem fondu kolektivního investování se rozumí dokument, který obsahuje informace o způsobu investování fondu kolektivního investování a další informace nezbytné pro investory k přesnému a správnému posouzení investice, zpracované formou srozumitelnou běžnému investorovi. Česká národní banka schvaluje změnu statutu<sup>89</sup>. Česká národní banka je oprávněna tuto změnu neschválit v případě, že by mohly být ohroženy zájmy podílníků. Schválení ze strany České národní banky podléhá také změna statutu fondu kolektivního investování, kterou se fond kolektivního investování přemění ze speciálního fondu cenných papírů na standardní fond nebo speciální fond fondů, speciálního fondu fondů na standardní fond nebo speciální fond cenných papírů nebo uzavřeného podílového fondu na otevřených podílový fond

Česká národní banka také schvaluje **dražební řád** upravující veřejné dražby cenných papírů, tedy činnost, kterou může organizovat pouze obchodník s cennými papíry. Schválení Českou národní bankou dále podléhá schválení **vzorového výtisku listinného cenného papíru** v případě kótovaných listinných cenných papírů.

Z procesního pohledu se i na schvalování těchto dokumentů vztahují obecné předpisy o správním řízení (Správní řád) a o schválení či zamítnutí se vydává rozhodnutí. Výjimku z obecných ustanovení Správního řádu tvoří schvalování Pravidel obchodování na mimoburzovním trhu, Pravidel vypořádacího systému a Provozního řádu centrálního depozitáře, resp. jejich změn. **Organizátor mimoburzovního trhu** je povinen (na rozdíl od burzy) předložit České národní bance ke schválení **každou změnu** pravidel obchodování na

---

*nepodřízených subjektů a od statutárních předpisů především tím, že nejde o úpravu vnitřních vztahů samosprávných korporací.*

<sup>89</sup> Změna statutu nepodléhá předchozímu schválení Českou národní bankou, je-li předmětem této změny i) údaj přímo vyplývající ze změn týkajících se investiční společnosti, investičního fondu, podílového fondu nebo depozitáře, ii) informace o výkonnosti nebo skutečných nebo předpokládaných výsledcích hospodaření fondu kolektivního investování, která vyžaduje pravidelnou aktualizaci, iii) jednoduchá změna, která se netýká postavení nebo zájmů podílníků nebo akcionářů fondu kolektivního investování.

mimoburzovním trhu. Česká národní banka odešle prvoinstanční rozhodnutí o schválení změny těchto pravidel do 30 **kalendářních dnů** ode dne doručení nebo doplnění žádosti. Neodešle-li však Česká národní banka rozhodnutí v této lhůtě, považuje se změna těchto pravidel za **schválenou**. Obdobná fikce, byť se záměnou lhůty spočívající nikoliv v kalendářních, ale pracovních dnech, se uplatňuje i v případě pravidel vypořádacího systému. tzn. v případě, že Česká národní banka neodešle do 30 **pracovních dnů** ode dne doručení nebo doplnění žádosti o schválení změny pravidel prvoinstanční rozhodnutí o schválení (míněno i zamítnutí) změny těchto pravidel. Jiná právní úprava platí v případě změny Provozního řádu centrálního depozitáře. Centrální depozitář má povinnost o každé změně svého provozního řádu informovat Českou národní banku. Česká národní banka pak může do 10 **pracovních dnů** od doručení oznámení o změně provozního řádu zahájit správní řízení o schválení jeho změny. Pro doplnění je třeba uvést, že obdobná fikce schválení je také u dražebního řádu<sup>90</sup>.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu v případě řízení o schválení Provozního řádu centrálního depozitáře také výslovně určuje, kdo je **účastníkem tohoto správního řízení**<sup>91</sup>. Tato právní úprava je zřejmě projevem obavy o to, aby správní řízení nemohlo být prodlužováno ze strany účastníků centrálního depozitáře, kteří by jako případní účastníci tohoto řízení mohli změny záměrně blokovat.

V souvislosti se způsobem schvalování Pravidel vypořádacího systému a Provozního řádu centrálního depozitáře bych rád poukázal na určitou **zvláštnost** právní úpravy existence **centrálního depozitáře**. Centrální depozitář je subjektem, který vede centrální evidenci cenných papírů v České republice a zároveň je vypořádacím systémem. Centrální depozitář tedy vydává Provozní řád, který obsahuje úpravu související s vedením evidence a Pravidla vypořádacího systému, které obsahují úpravu týkající se vypořádání obchodů s investičními nástroji. Oba tyto předpisy, jakkoliv je vedení evidence cenných papírů a vypořádání obchodů velmi spojitou záležitostí, však **podléhají různému právnímu režimu** při jejich schvalování. Další zvláštností je to, že okruh možných účastníků centrálního depozitáře a okruh účastníků vypořádacího systému provozovaného centrálním depozitářem je také odlišný. Tato dvojakost

---

<sup>90</sup> Pokud ČNB neodešle do 30 dnů ode dne doručení žádosti o schválení dražebního řádu nebo jeho změny rozhodnutí o této žádosti proti kterému lze podat rozklad, platí, že dražební řád nebo jeho změna byly schváleny.

<sup>91</sup> Podle § 104 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je účastníkem správního řízení o schválení změny provozního řádu centrálního depozitáře pouze centrální depozitář.

právního režimu bude v praxi<sup>92</sup> zřejmě přinášet různé problémy. Z tohoto důvodu bych **de lege ferenda** navrhoval přijmout takovou právní úpravu, která nejen, že sjednotí lhůty pro uplatnění fikce rozhodnutí, ale také sjednotí právní režim provozního řádu centrálního depozitáře a jím provozovaného vypořádacího systému.

Zvlášť je třeba ještě zmínit **zákonem výslovně neupravenou** pravomoc České národní banky zasáhnout do přijetí **burzovních pravidel**, resp. jejich změn. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu dává možnost zástupci České národní banky, který je přítomen na jednání burzovní komory, **pozastavit výkon rozhodnutí** burzovní komory na dobu nejdéle 7 kalendářních dnů. Protože burzovní komora jako statutární orgán burzy také schvaluje burzovní pravidla a jejich změny, lze dovodit, že toto pozastavení výkonu rozhodnutí se **může vztahovat** i na přijetí burzovních pravidel. O potvrzení tohoto pozastavení následně rozhoduje bankovní rada, přičemž řízení se zahajuje vydáním rozhodnutí. Burza je také povinna zasílat na vědomí České národní bance každou změnu pravidel.

Česká národní banka dále schvaluje na žádost **prospekt cenného papíru** vydaného emitentem se sídlem v České republice<sup>93</sup>. Prospekt cenného papíru je dokument, který obsahuje **všechny údaje**, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je žádáno o přijetí k obchodování na oficiální trh, **nezbytné pro investory** k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku, závazků finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta. Česká národní banka také schvaluje prospekt dluhového cenného papíru vydaného emitentem se sídlem v jiném členském státě EU nebo ve státě, který není členským státem EU, pokud o schválení požádala Českou národní banku osoba, která prospekt vyhotovila. Podmínkou je, aby tento cenný papír byl nebo má být v České republice přijat k obchodování na oficiálním trhu nebo veřejně nabízen a dluhový cenných papír má jmenovitou hodnotu nebo cenu za 1 kus rovnající se alespoň částce odpovídající 1 000 eur, nebo opravňuje k získání převoditelných cenných papírů nebo k získání částky v hotovosti v důsledku převodu nebo výkonu práv s ním spojených za předpokladu, že emitent dluhového cenného papíru není zároveň emitentem podkladových

---

<sup>92</sup> *Centrální depozitář dosud nebyl ustaven. Dceřiná společnost Burzy cenných papírů Praha, a.s. UNIVYC, a.s. požádala o povolení k činnosti centrálního depozitáře dne 31. ledna 2005. Správní řízení o vydání tohoto povolení stále trvá.*

<sup>93</sup> *Osoba, která vyhotovila prospekt cenného papíru vydaného emitentem se sídlem v České republice nebo emitentem se sídlem v jiném státě EU, nebo státě mimo EU, který žádá o uvedení na oficiální trh v ČR, je oprávněna požádat o schválení prospektu orgán dohledu jiného členského státu EU, kde mají být cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo veřejně nabízeny.*

cenných papírů nebo osobou, která je součástí stejné skupiny jako emitent podkladových cenných papírů. Z procesního hlediska je Česká národní banka povinna rozhodnout o žádosti o schválení prospektu do **10 pracovních dnů** ode dne doručení této žádosti, pokud jsou součástí žádosti doklady o tom, že emitent cenného papíru uvedeného v prospektu má už cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu nebo už veřejně cenné papíry nabízel. Tato lhůta se ze zákona prodlužuje na **20 pracovních dnů**, pokud emitent cenného papíru uvedeného v prospektu nemá žádné cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu a dosud veřejně cenné papíry nenabízel. Česká národní banka je také oprávněna požádat o doplnění prospektu, jsou-li předloženy dokumenty neúplné nebo je nutné doplnění dalších údajů. Česká národní banka **schválí prospekt, který obsahuje veškeré náležitosti** vyplývající z tohoto zákona. Česká národní banka je také oprávněna schválit prospekt cenného papíru vydaného emitentem se sídlem ve státě, který není členským státem EU, který je vyhotoven v souladu s právními předpisy tohoto státu, pokud jsou požadavky tohoto státu na obsah prospektu rovnocenné požadavku, které stanoví tento zákon, a prospekt byl vyhotoven v souladu s mezinárodními standardy stanovenými mezinárodními organizacemi příslušných orgánů dohledu. Česká národní banka je také oprávněna postoupit žádost o schválení prospektu orgánu dohledu jiného členského státu EU, pokud s tím tento zahraniční orgán dohledu vyslovil souhlas<sup>94</sup>. Česká národní banka může naopak rozhodnout o tom, že souhlas s návrhem orgánu dohledu jiného členského státu EU na postoupení žádosti o schválení prospektu České národní bance. V takovém případě postupuje Česká národní banka při schválení prospektu podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

#### 4.2.4. Vydávání prováděcích právních předpisů

Formulování pravidel prostřednictvím vydávání **prováděcích právních předpisů** je nástrojem regulace, který dává regulátorovi možnost formou obecně závazného právního předpisu **konkretizovat zákonem rámcově definované podmínky** vybraných činností subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu. Komise pro cenné papíry byla jako správní úřad pro oblast kapitálového trhu oprávněna na základě a v mezích zákona vydávat právní předpisy, byla-li k tomu zákonem zmocněna<sup>95</sup>. Oprávnění Česká národní banky

---

<sup>94</sup> Česká národní banka je povinna tuto skutečnost sdělit osobě, která prospekt vyhotovila do 3 pracovních dnů ode dne postoupení žádosti.

<sup>95</sup> Článek 79 odst. 3 zákona č. 1/1993 Sb, Ústava České republiky.

k vydávání těchto předpisů je odvozeno od ustanovení § 1 odst. 3<sup>96</sup> zákona č. 6/1993 Sb. Z pohledu formy činnosti České národní banky jako orgánu, který vykonává veřejnou moc, splňují prováděcí právní předpisy vydané v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem všechny atributy nařízení,<sup>97</sup> tj. podzákonost (secundum et intra legem), abstraktnost, obecnost a jednostrannost.

Z vývoje legislativy kapitálového trhu lze především **po přijetí zákona** o podnikání na kapitálovém trhu pozorovat **velmi silnou tendenci** k tomu, aby dřívější regulátor - Komise pro cenné papíry měl **co největší pravomoc** upravovat detaily zákonem stanovených podmínek svými vyhláškami<sup>98</sup>. Zda-li taková tendence bude pokračovat i do budoucna zřejmě ukáže již připravovaný nový zákon o České národní bance a další legislativa týkající se dohledu nad finančním trhem.

Nepochybně lze souhlasit s tím, že primární legislativa (tj. zákony) nemůže upravovat všechny detaily dané právní oblasti, a konkrétní podmínky mají být specifikovány právě prováděcím právním předpisem. Za **negativní jev** v této oblasti však považuji **velké množství** těchto vyhlášek, které celou oblast právní úpravy kapitálových trhů podle mého názoru spíše **zatěžuje**. V současné době bylo jen k realizaci zákona o podnikání na kapitálovém trhu přijato Komisí pro cenné papíry 17 vyhlášek. Další dosud nebyly, i přes dobu uplynulou od nabytí účinnosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu<sup>99</sup>, Komisí pro cenné papíry ani Českou národní bankou přijaty<sup>100</sup>.

Česká národní banka není jediným správním úřadem, který je zákonem zmocněn v oblasti týkající se kapitálového trhu vydávat prováděcí právní předpisy. Ustanovení § 115 odst. 5, resp. zmocňovací ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu (§ 199 odst. 1), dává pravomoc **Ministerstvu financí**<sup>101</sup> přijmout prováděcí právní předpis, který stanoví způsob

<sup>96</sup> České národní bance jsou svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném tímto zákonem nebo zvláštními zákony.

<sup>97</sup> Nařízení je právní předpis, který vydal k tomu zmocněný orgán nebo úřad veřejné správy k provedení zákona – in. Hendrych, D. a kolektiv, *Správní právo. Obecná část. 4. změněné a doplněné vydání*, strana. 72, C.H. Beck, Praha, 2001.

<sup>98</sup> Možnost vydávání podzákonných právních předpisů byla Komisi pro cenné papíry svěřena až od roku 2002. Od svého založení do tohoto roku byla tato pravomoc svěřena výhradně Ministerstvu financí.

<sup>99</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu nabyl účinnosti dnem 1. května 2004.

<sup>100</sup> Např. prováděcí právní předpis upravující obsah informačních povinností provozovatele vypořádacího systému (§ 87) nebo centrálního depozitáře (§ 10B odst. 1).

<sup>101</sup> Ministerstvo financí je také na základě § 45 zákona o dluhopisech oprávněno stanovit vyhláškou náležitosti žádosti o souhlas s vydáním komunálních dluhopisů a příloh k žádosti.

stanovení výše vynaložených věcných nákladů a způsob jejich úhrady, a to za poskytování informací centrálním depozitářem a osobou, která vede samostatnou evidenci. Tento prováděcí právní předpis také dosud **nebyl přijat**.

Hodnocení obsahu všech vydaných vyhlášek by mohlo být materiálem pro samostatnou práci. I bez znalosti detailních ustanovení všech těchto prováděcích právních předpisů (které jsou navíc mnohdy velmi obsáhlé) však mohu vyjádřit určité **pochyby** nad tím, **zda se lze při vytváření takového množství prováděcích právních předpisů vyvarovat legislativních chyb či opomenutí**. Jako příklad uvádím ustanovení § 36 odst. 2 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, které při způsobu vedení evidence vlastníků jednotlivých dluhopisů, jejichž souhrn tvoří sběrný dluhopis, odkazuje na příslušná ustanovení týkající se vedení tzv. samostatné evidence podle úpravy zákona o podnikání na kapitálovém trhu (konkrétně ustanovení § 93 tohoto zákona). Zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 93 odst. 4 stanoví, že způsob vedení samostatné evidence stanoví prováděcí právní předpis. Tímto předpisem je Vyhláška Komise pro cenné papíry č. 58/2006 Sb., která však způsob vedení evidence vlastníků jednotlivých dluhopisů, které jsou podílem na sběrném dluhopisu, **naprosto opominula**. Pro úplnost je třeba uvést, že na vydávání prováděcích právních předpisů (vyhlášek) upravujících kapitálový trh se vztahují ustanovení zákona č. 309/1999 Sb., o sbírce zákonů.

**De lege ferenda** bych jednoznačně doporučil **omezení nárůstu množství** těchto prováděcích právních předpisů a jejich **výrazné zjednodušení**. Žádoucí je podle mého názoru také **sjednocení právní úpravy** zákonů a prováděcích právních předpisů tak, aby zákon obsahoval pouze rámcové podmínky a detaily byly ponechány úpravě prováděcím právní předpisem. Například ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu ukládá žadateli o povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry povinnost předložit se žádostí plán obchodní činnosti a návrh organizační struktury. Tyto dokumenty jsou vyžadovány i po žadateli o povolení k činnosti centrálního depozitáře, ale nikoliv na základě zákonem definovaného požadavku, ale jako tzv. dokumenty prokazující jeho věcné personální a organizační předpoklady pro výkon činnosti, které jsou definovány vyhláškou.

#### **4.2.5. Shromažďování a kontrola informací plynoucích z plnění informační povinnosti a monitorování trhu**

Jak již bylo několikrát zmíněno výše, kapitálový trh je trhem, který je více náchylný k tržním selháním než trhy jiné. Jako jeden ze stěžejních nástrojů, které jsou regulátory užívány k boji



proti různým negativním jevům, které mohou poškodit kapitálový trh, patří permanentní **shromažďování informací** o subjektech poskytujících služby na kapitálovém trhu a o **jejich činnosti, jejich vyhodnocování a přijímání** patřičných **opatření** k zabezpečení bezchybně fungujícího kapitálového trhu. Podrobněji se informační povinnosti jednotlivých subjektů působících na kapitálovém trhu věnuje kapitola 5.

#### 4.2.6. Výkon státního dohledu

Mezi hlavní nástroje, které Česká národní banka při výkonu své činnosti v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem využívá, je výkon tzv. **dozorčí působnosti**. Česká národní banka je vykonavatelem veřejné správy, kterému je zákonem svěřena pravomoc vykonávat správní dozor, a při zjištění nedostatků uplatňovat nápravné prostředky. K výkonu dohledové činnosti je Česká národní banka ze zákona nadána tzv. **kontrolním oprávněním**, tak jak je částečně nově definováno zákonem č. 15/1998 Sb. Česká národní banka je stejně jako tomu bylo u Komise pro cenné papíry, za účelem řádného zjištění skutečného stavu věci oprávněna: **vyžadovat informace nebo podklady** od osoby, která podléhá jejímu dohledu nad kapitálovým trhem, **vyžadovat informace nebo podklady** od každého, je-li to nutné k šetření skutečnosti nasvědčující porušení povinností týkající se **ochrany vnitřních informací** nebo **manipulace s trhem, provést kontrolu** na místě podle zvláštního zákona<sup>102</sup> u osoby, která podléhá jejímu dohledu nad kapitálovým trhem. Nově je pak Česká národní banka oproti dřívější právní úpravě oprávněna v případě porušení povinností týkající se **ochrany vnitřních informací nebo manipulace s trhem** vyžadovat **objasnění skutečností** od každého, **vyžadovat předložení záznamů, zpráv** nebo s nimi spojených údajů přenášených prostřednictvím sítě elektronických komunikací od osoby, která podléhá jejímu dohledu nad kapitálovým trhem a která je oprávněně pořídila v případě porušení povinností týkající se **ochrany vnitřních informací nebo manipulace s trhem, vyžadovat poskytnutí** provozních a lokalizačních údajů od osoby zajišťující veřejnou komunikační síť nebo poskytující veřejně dostupnou službu elektronických komunikací. Při rozhodování o žádosti o schválení prospektu cenného papíru je Česká národní banka oprávněna **vyžadovat informace a podklady** od vedoucích osob nebo od auditora emitenta cenného papíru, osoby, která vyhotovila prospekt, nebo obchodníka s cennými papíry, který cenné papíry umísťuje.

Oprávnění vyžadovat informace, podklady, objasnění skutečností, předložení záznamů, zpráv nebo s nimi spojených údajů přenášených prostřednictvím sítě elektronických komunikací a

<sup>102</sup> Zákon č. 552/1991 Sb., o státní kontrole.

provést kontrolu na místě může Česká národní banka uplatnit i v případě, že je to **nutné ke zjištění informací**, o které **žádá zahraniční orgán** dohledu nad finančním trhem, a to za podmínky, že je to nezbytné pro plnění jeho úkolů v oblasti dohledu nad finančním trhem. Nově je zákonem definována povinnost osoby podléhající dohledu v oblasti kapitálového trhu **poskytnout při výkonu kontroly na místě potřebnou součinnost**, zejména na žádost neprodleně **umožnit vstup do svých prostor**. Osoba, od které je Česká národní banka v souladu se zákonem oprávněna vyžadovat informace nebo podklady nebo záznamy a údaje, je povinna tyto poskytnout bez zbytečného odkladu. Česká národní banka je oprávněna stanovit i lhůtu delší. Další nově definované oprávnění České národní banky se týká spíše procesní stránky věci. V případě, že **hrozí nebezpečí z prodlení**, může Česká národní banka ve vztahu k osobám podléhajícím jejímu dohledu **zahájit kontrolu na místě** i tím, že při oznámení o zahájení kontroly současně provede první úkon kontroly. Zákon také rozšiřuje oprávnění kontrolovat i na osoby, u kterých je důvodné podezření, že bez příslušného povolení nebo souhlasu provádějí činnost, ke které je třeba povolení nebo souhlas. I tato osoba je povinna poskytnout potřebnou součinnost.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu rozlišuje mezi výkonem dohledu na **individuálním základě** a výkonem dohledu na **konsolidovaném základě**. Výkonu dozoru na individuálním základě podléhá: **obchodník s cennými papíry, makléř, zahraniční osoba s povolením k poskytování investičních služeb, která poskytuje služby v České republice prostřednictvím organizační složky, investiční zprostředkovatel, osoba, která používá služeb investičních zprostředkovatelů, emitent cenného papíru, burza, organizátor mimoburzovního trhu, provozovatel vypořádacího systému, účastník vypořádacího systému, centrální depozitář, účastník centrálního depozitáře, osoba, která vede evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, osoba, která vede samostatnou evidenci investičních nástrojů, osoba, která vede evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, provozovatel tiskárny, která má povolení k tisku kótovaných listinných cenných papírů, institucionální investor, osoba, která má sídlo v České republice a je účastníkem vypořádacího systému provozovaného podle právního řádu jiného členského státu Evropské unie, nucený správce obchodníka s cennými papíry, který není bankou, nucený správce burzy, organizátora mimoburzovního trhu, provozovatele vypořádacího systému a centrálního depozitáře, osoba, která veřejně nabízí cenné papíry, zasvěcená osoba, osoba, jejíž jednání může být tržní manipulací, osoba, která má povinnost oznámit České národní bance podezření na manipulaci s trhem, osoba, která se podílí na rozhodování**

emitenta a má povinnost informovat Českou národní banku o svých obchodech s investičními nástroji, osoba, která má povinnost oznámit České národní bance podezření na využití vnitřní informace.

Zákon také výslovně uvádí, které činnosti České národní banky **nepodléhají výkonu dohledu**<sup>103</sup>. Jedná se o vydávání cenných papírů Českou národní bankou, vedení evidence cenných papírů Českou národní bankou, provozování vypořádacího systému Českou národní bankou a obchodování České národní banky s investičními nástroji a cennými papíry, které nejsou investičními cennými papíry.

Zvláštní právní úpravu obsahuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu pro výkon **státního dohledu nad burzou**, resp. jejími členy. Při výkonu tohoto státního dohledu je Česká národní banka oprávněna **kontrolovat burzovní obchod** z hlediska dodržování právní předpisů a burzovních pravidel; **informovat** o zjištěném porušení právního předpisu nebo burzovních pravidel burzovní komoru; **účastnit se jednání** zasedání burzovních komory a burzovních výborů; **pozastavit výkon rozhodnutí** burzovní komory nebo burzovního výboru na dobu nejdéle 7 kalendářních dnů, pokud odporuje právnímu předpisu nebo burzovním pravidlům; požadovat, aby burzovní komora nebo burzovní výbor **odstranily** ve stanovené lhůtě zjištěné **nedostatky**; **vyžadovat** od orgánů burzy **informace a doklady**, které souvisejí s burzovním obchodem a vyžadovat od orgánů burzy **informace o burzovních obchodech** uzavíraných osobami oprávněnými uzavírat burzovní obchody.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu také specifikuje oprávnění České národní banky papíry **při výkonu dohledu nad činností obchodníka s cennými papíry v hostitelském státě**. Česká národní banka může **požádat** dozorový úřad hostitelského státu, aby **provedl kontrolu činnosti** tohoto obchodníka vykonávané na území hostitelského státu, přičemž je ve své žádosti povinna uvést rozsah požadované kontroly a nebo může provést tuto kontrolu sama po předchozím informování dozorového úřadu hostitelského státu. Pro úplnost je třeba také zmínit tomuto oprávnění odpovídající povinnost České národní banky **na základě žádosti** dozorového úřadu domovského státu zahraniční osoby, která poskytuje investiční služby v České republice, provést kontrolu činnosti zahraniční osoby na území České republiky v rozsahu uvedeném v žádosti, nebo na základě oznámení dozorového úřadu domovského státu zahraniční osoby, která poskytuje investiční služby v České republice, **umožnit dozorovému úřadu domovského státu zahraniční osoby, aby provedl sám** nebo

<sup>103</sup> Česká národní banka působí také jako poskytovatel služeb na kapitálovém trhu, a to především v oblasti vedení evidence a vypořádání obchodů pro systém krátkodobých dluhopisů.

prostřednictvím jiné pověřené osoby kontrolu této zahraniční osoby. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu také upravuje výkon státního dohledu nad **zahraniční osobou**, která poskytuje investiční služby v České republice na základě povolení dozorového orgánu svého domovského státu a dohled **nad obchodníkem** s cennými papíry, který poskytuje služby **v jiném členském státě** Evropské unie. U prvního typu subjektů je Česká národní banka povinna v případě zjištění nedodržení informační povinnosti nebo porušení pravidel jednání se zákazníky informovat dozorový úřad domovskému státu. Pokud opatření přijatá tímto dozorovým úřadem nevedou k žádanému efektu, je Česká národní banka **oprávněna**, po informování tohoto dozorového úřadu, **uložit opatření k nápravě nebo sankci**. Česká národní banka je také oprávněna uložit opatření k nápravě bez předchozího upozornění, a to v případě možného ohrožení zájmů investorů. V takovém případě je Česká národní banka povinna **informovat Komisi Evropských společenství** a příslušný **dozorový úřad**. Pokud Komise Evropských společenství po konzultaci s příslušným domovským úřadem rozhodne, že uložení opatření k nápravě má být změněno nebo zrušeno, Komise je tímto rozhodnutím vázána. V případě obchodníka s cennými papíry, který poskytuje investiční služby v hostitelském státě, může Česká národní banka na základě oznámení dozorového úřadu hostitelského státu uložit opatření k nápravě podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu upravuje výkon státního **dohledu na konsolidovaném základě**, kterým se podle zákona rozumí *sledování a regulace rizik u konsolidačních celků*<sup>104</sup>, jejichž součástí je *obchodník s cennými papíry, který není bankou, za účelem omezení rizik, kterým je tento obchodník s cennými papíry vystaven na základě své účasti v konsolidačním celku*. Tento dohled vykonává Česká národní banka, která **při výkonu tohoto dohledu spolupracuje** se zahraničními orgány dohledu nad bankami, osobami s povolením k poskytování investičních služeb nebo finančními institucemi a vyměňuje si s těmito orgány informace. Česká národní banka je ze zákona **oprávněna vyžadovat informace a dokumenty** od osoby zahrnuté do konsolidačního celku; **provést kontrolu** u osoby zahrnuté do konsolidačního celku; **požádat o provedení kontroly** této osoby příslušný zahraniční orgán dohledu nebo **provést na žádost** zahraničního orgánu dohledu kontrolu u takové osoby. V případě zjištění nedostatku u osoby zahrnuté do skupiny ovládajícího obchodníka s cennými papíry je Česká národní banka oprávněna tomuto obchodníkovi **uložit opatření k nápravě** zjištěného nedostatku, a to v případě, že tento nedostatek může negativně

<sup>104</sup> *Konsolidačním celkem se podle ustanovení § 151 zákona o podnikání na kapitálovém trhu rozumí skupina ovládajícího obchodníka s cennými papíry, skupina finanční holdingové společnosti anebo skupina smíšené holdingové společnosti, přičemž konsolidační celek tvoří nejméně dvě osoby.*

ovlivnit činnost obchodníka s cennými papíry, který je součástí skupiny ovládajícího obchodníka s cennými papíry. Česká národní banka je dále oprávněna **nařídít zajištění mimořádného provedení auditu osoby**, která je součástí skupiny ovládajícího obchodníka s cennými papíry, na náklady ovládajícího obchodníka s cennými papíry a **zakázat nebo omezit uzavírání** obchodů s investičními nástroji s osobami, které jsou součástí skupiny ovládajícího obchodníka s cennými papíry. Obdobná opatření je Česká národní banka oprávněna uložit finanční holdingové osobě. U definice finanční holdingové osoby bych upozornil na určitý legislativní nesoulad. Finanční holdingová osoba je **definována dvěma zákony**. Zákonem o podnikání na kapitálovém trhu (§ 151 písm. c) a ustanovením § 26g odst. 5 zákona o bankách. Budoucí právní úprava by měla podle mého názoru s ohledem na provázanost obou těchto zákonů tyto velmi obdobné definice **sjednotit do jedné** právní úpravy.

Podle zákona č. 189/2004 Sb., může Česká národní banka při výkonu dohledu **nad činností investiční společnosti v hostitelském státě** požádat orgán dohledu hostitelského státu, aby provedl kontrolu činnosti této investiční společnosti vykonávané na území hostitelského státu s uvedením rozsahu požadované kontroly nebo provést kontrolu v hostitelském státě po předchozím informování orgánu dohledu hostitelského státu. Česká národní banka naopak **na základě žádosti** orgánu dohledu domovského státu zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu provede kontrolu činnosti této investiční společnosti nebo standardního fondu v České republice v rozsahu uvedeném v žádosti, nebo **na základě oznámení** orgánu dohledu domovského státu zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu **umožní** orgánu dohledu domovského státu zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu, **aby provedl sám** nebo prostřednictvím jiné pověřené osoby **kontrolu** zahraniční investiční společnosti nebo zahraničního standardního fondu.

Česká národní banka **upozorní** zahraniční investiční společnost, která má sídlo v jiném členském státě EU a poskytuje služby v České republice na to, **že neplní** informační povinnosti nebo pravidla jednání se zákazníky podle zákona o kolektivním investování. **Nezjedná-li** tato osoba **nápravu**, **informuje** Česká národní banka orgán dohledu domovského státu. Pokud ani opatření přijatá vůči této osobě orgánem dohledu domovského státu nevedla k nápravě, může Česká národní banka po informování orgánu **dohledu uložit některé z opatření** k nápravě daných jí zákonem nebo uložit **sankci**. **V případě** možného **ohrožení zájmů** investorů je Česká národní banka oprávněna uložit zahraniční investiční

společnosti, která má sídlo v jiném členském státě EU a poskytuje služby v České republice **opatření k nápravě** bez předchozího upozornění. O uložení opatření k nápravě Česká národní banka informuje bez zbytečného odkladu Komisi Evropských společenství a příslušné orgány dohledu členských států EU. Jestliže Komise Evropských společenství po konzultaci s příslušnými orgány dohledu členských států EU rozhodne, že uložené opatření k nápravě má být změněno nebo zrušeno, Česká národní banka je tímto rozhodnutím vázána. V případě, že orgán dohledu domovského státu odňal povolení ke kolektivnímu investování této zahraniční osobě nesmí tato poskytovat služby v České republice a musí neprodleně vypořádat závazky vůči investorům. Česká národní banka uveřejní tuto skutečnost způsobem umožňujícím dálkový přístup. Pokud toto tato osoba nedodrží je Česká národní banka opět oprávněna uložit opatření k nápravě nebo sankci. Zahraničnímu standardnímu fondu, který veřejně nabízí své cenné papíry v České republice, může Česká národní banka uložit za porušení povinností uložených tímto zákonem opatření k nápravě podle zákona o kolektivním investování.

**Zahraničnímu speciálnímu fondu**, který veřejně nabízí své cenné papíry v České republice může Česká národní banka uložit za porušení povinnosti stanovené zákonem o kolektivním investování nebo za porušení podmínky stanovené v povolení k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice **opatření k nápravě zjištěných nedostatků**. U uložení opatření k nápravě informuje Česká národní banka bez zbytečného odkladu příslušný orgán dohledu státu, ve kterém má zahraniční speciální fond sídlo. Pokud orgán dohledu státu, ve kterém má zahraniční speciální fond sídlo, odejme tomuto fondu povolení ke kolektivnímu investování odejme též Česká národní banka tomuto fondu povolení k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice.

**Investiční společnosti**, která poskytuje služby v **hostitelském státě** a porušila právní předpis tohoto státu může Česká národní banka na základě oznámení orgánu dohledu hostitelského státu uložit opatření k nápravě podle zákona o kolektivním investování. O uložení opatření k nápravě Česká národní banka bez zbytečného odkladu informuje orgán dohledu hostitelského státu.

Jako podpůrný nástroj při provádění dozorové činnosti převzala Česká národní banka od Komise pro cenné papíry **system rizikového hodnocení regulovaných osob**. Tento systém pomáhá České národní bance sestavovat **rizikový profil** konkrétní regulované osoby, a podle toho k této osobě přistupuje ve své dozorové činnosti. Rizikovost osob je posuzována nejprve v rámci licenčního řízení. Na základě výsledku posouzení plnění požadavků pro udělení povolení k činnosti je subjekt zařazen do příslušné **skupiny rizikovosti**. Následně je

posuzována rizikovost regulovaných osob na základě monitoringu a plnění informační povinnosti. V úvahu jsou také brány výsledky provedené kontrolní činnosti. Osobám, které jsou systémem vyhodnoceny jako osoby s vysokým rizikovým potenciálem, je pak věnována zvýšená pozornost, a to i při plánování další kontrolní činnosti. Rizikové hodnocení tak pomáhá České národní bance zaměřit se na **potenciální problémy**.

#### **4.2.7. Uplatnění nápravných prostředků dohledu**

Nedílnou součástí výkonu státního dozoru je také uplatňování tzv. **nápravných prostředků dohledu**, tj. takových oprávnění dozorčího orgánu, které je tento orgán oprávněn využít pro případ zjištění nedostatků (rozdílů) mezi zjištěným a žádoucím chováním dozorovaných subjektů. Při uplatňování nápravných prostředků dohledu dochází ze strany dozorčího subjektu k rozhodování o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech dozorovaných osob, nebo k zasahování do jejich hmotněprávních poměrů. Většina prostředků užívaných při uplatňování nápravných prostředků dohledu jsou **správními akty** vydanými ve správním řízení podle správního řádu.

Česká národní banka je oprávněna: **přijmout předběžné opatření, uložit opatření k nápravě, odejmout povolení, uložit sankci za přestupek nebo jiný správní delikt definovaný zákonem a zavést nucenou správu.**

Také při rozhodování o **uložení opatření k nápravě nebo sankce** postupuje Česká národní banka podle zákona č. 500/2004 Sb., **Správního řádu**, pokud však jednotlivá ustanovení zákona č. 15/1998 Sb., nebo jiný zvláštní zákon nestanoví jinak. První takovou **odchyldkou** je oprávnění České národní banky **odložit zahájení správního řízení**. Česká národní banka musí podle zákona uvážit, zda řízení o uložení opatření k nápravě nebo sankce za zjištěné porušení povinností zahájí. Přitom má Česká národní banka za povinnost vycházet zejména z povahy, závažnosti, doby trvání a následku protiprávního jednání. Rozhodne-li se toto řízení nezahájit, sepíše o tom zápis a věc odloží. Rozhodnutí odložení věci se v takovém případě nevydává. Další dvě odchyldky se týkají ukládání předběžných opatření a výkonu rozhodnutí, zejména vybírání a vymáhání pokut (viz níže).

##### **4.2.7.1. Předběžná opatření**

Předběžná opatření ve správním řízení jsou **obecně upravena** Správním řádem. Předběžné opatření může správní orgán nařídit **rozhodnutím z moci úřední** nebo na **požádání účastníka** před skončením řízení, a to je-li třeba, aby byly zatímně upraveny poměry

účastníků, nebo je-li obava, že by bylo ohroženo provedení exekuce. **Předběžným opatřením** lze účastníkovi nebo jiné osobě **příkázat**, aby něco **vykonal**, něčeho se **zdržel** nebo něco **strpěl**, anebo **zajistit věc**, která může sloužit jako důkazní prostředek, nebo věc, která může být předmětem exekuce. Správní řád také podrobně upravuje postup v případě předběžného opatření spočívajícího v odnětí věci<sup>105</sup>. Česká národní banka je oprávněna, kromě případu, kdy lze uložit předběžné opatření podle obecných předpisů o správním řízení, **uložit předběžné opatření** také tehdy, i) jestliže je to třeba **k zajištění ochrany** práv a právem chráněných zájmů osob, **kteřé nejsou účastníky** správního řízení, nebo, ii) jestliže by byl **výkon konečného rozhodnutí zmařen** či **vážně ohrožen**<sup>106</sup>.

Předběžným opatřením může Česká národní banka uložit:

- **tomu, kdo vede pro osobu**, vůči níž se přijímají opatření k nápravě nebo sankce, účet cenných papírů<sup>107</sup>, **neprovést jakoukoliv registraci převodu cenných papírů** z tohoto účtu na jakýkoliv jiný účet téže nebo jiné osobě ani registraci smluvního zástavního práva,
- **tomu, kdo vede účet cenných papírů**, aby **neprováděl jakékoliv úkony** směřující k převodu cenných papírů z tohoto účtu na jakýkoliv jiný účet téže nebo jiné osoby, ani registraci smluvního zástavního práva, jde-li o účet, na který byly převedeny osobou, vůči níž se přijímají opatření k nápravě nebo sankce, nebo jiným účastníkem řízení cenné papíry z jejich účtů,
- **tomu, kdo má v úschově nebo ve správě cenné papíry** osoby, vůči níž se přijímají opatření k nápravě nebo sankce, nebo jiného účastníka řízení, aby **neprováděl jakékoliv úkony směřující k převodu** těchto cenných papírů na jiného,
- **hance, pobočce zahraniční banky nebo spořitelnímu a úvěrnímu družstvu**, které vedou pro osobu, vůči níž se přijímají opatření k nápravě nebo sankce, nebo pro jiného účastníka řízení, běžný, vkladový nebo jiný účet, aby **nevyplácely peněžní prostředky** z tohoto účtu, **neprováděly** na ně započtení a ani jinak s nimi nenakládaly,
- **hance, pobočce zahraniční banky nebo spořitelnímu a úvěrnímu družstvu**, které vedou běžný, vkladový nebo jiný účet, aby **nevyplácely peněžní prostředky** z tohoto

<sup>105</sup> § 81 odst. 4 zákona č. 500/2004 Sb.

<sup>106</sup> Právní úpravu tohoto důvodu pro uložení předběžného opatření považuji za nadbytečnou, kterou by bylo možné v budoucí právní úpravě úplně vypustit. Správní řád totiž umožňuje uložit předběžné opatření mimo jiné v případě, je-li obava, že by bylo ohroženo provedení exekuce. Tato situace podle mého názoru již případy zmaření výkonu konečného rozhodnutí či jeho vážného ohrožení plně subsumuje.

<sup>107</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., stejně jako ostatní zákony mající souvislost s vedením evidence investičních nástrojů používají termínu „majetkový účet“.



účtu, **neprováděly** na ně započtení a ani jinak s nimi nenakládaly, jde-li o účet, na který byly převedeny osobou, vůči níž se přijímají opatření k nápravě nebo sankce, nebo jiným účastníkem řízení prostředky z jejich účtů.

**Smyslem** výše uvedených předběžných opatření je **zablokování pohybu** cenných papírů (investičních nástrojů) nebo peněžních prostředků do doby, než bude zcela objasněn skutečný stav věci, a zachovat možnost majetkové reparace poškozených osob. Takto formulovaná ustanovení však podle mého názoru vyvolávají některé **výkladové i věcné otázky**. Především bych poukázal na fakt, že předběžným opatřením se **nezakazuje** majiteli účtu disponovat cennými papíry, ale tento zákaz je určen osobě, která tento účet vede, resp. má cenné papíry v úschově nebo správě. Další problém vidím v tom, že při zavedení předběžného opatření je zástavnímu věřiteli znemožněno realizovat jeho zástavní právo. Tento problém by **de lege ferenda** mohl být vyřešen tak, že by se předběžným opatřením pouze **zakazovalo majiteli** účtu disponovat s cennými papíry na něm evidovanými a osoba, jež **vede účet**, by byla pověřena realizací výkonu tohoto předběžného opatření. Dalším problémem je podle mého názoru uložení předběžného opatření v případě **listinných cenných papírů**. V tomto případě se schovateli nebo správci zakazuje činit **pouze úkony** směřující k převodu listinných cenných papírů na jinou osobu, **nikoliv i vyjmutí** těchto cenných papírů z úschovy nebo správy. Budoucí právní úprava by měla tento úkon do předběžného opatření také zahrnout.

Zákon č. 15/1998 Sb., stanoví **procesní pravidla** pro vydání rozhodnutí o předběžném opatření. Toto rozhodnutí se doručuje účastníkům tohoto řízení a osobám, kterým se rozhodnutím o předběžném opatření ukládá některá z výše uvedených povinností, tato osoba však není účastníkem řízení. Zákon stanoví, že **rozklad** podaný proti tomuto rozhodnutí **nemá odkladný účinek**, což již také plyne ze Správního řádu. Předběžné opatření zanikne uplynutím pěti dnů od jeho nařízení. V případě, že nepominou důvody, pro které bylo předběžné opatření nařízeno, podá Česká národní banka proti účastníkům návrh u soudu<sup>108</sup>, aby uložil některou z výše uvedených povinností. Takový návrh je Česká národní banka povinna podat do pěti dnů od nařízení předběžného opatření. Dojde-li k takovému postupu zanikne předběžné opatření až dnem vykonatelnosti usnesení soudu, kterým bylo o tomto návrhu rozhodnuto. Zákon také stanoví, že rozhodnutí o předběžném opatření musí obsahovat **poučení** o tom, kdy a za jakých podmínek zaniká. V případě, že Česká národní banka podá

<sup>108</sup> Podle ustanovení §200f a 200g Občanského soudního řádu se jedná o zvláštní nesporné řízení nazvané „Řízení ve věcech kapitálového trhu“.

návrh soudu je povinna zaslat o tom tentýž den vyznění dotčeným účastníkům.

#### 4.2.7.2. Opatření k nápravě

**Opatření k nápravě** jsou prostředkem výkonu dozoru, který plní především funkci **preventivní**, případně funkci **reparační**. Podle zákona č. 15/1998 Sb., je Česká národní banka oprávněna v případě, že vykonává dohled nad kapitálovým trhem podle tohoto zákona, přijmout následující opatření k nápravě: **uložit** osobě podléhající tomuto dohledu, **aby zjednala nápravu ve lhůtě** stanovené v opatření a ve stanovené lhůtě podala zprávu o přijatých opatřeních nebo **určit, jakým způsobem** je osoba podléhající tomuto dohledu povinna nedostatek **odstranit**.

Zákon také určuje **procesní postup** v případě řízení ve věcech opatření k nápravě. Řízení v němž se ukládají opatření k nápravě, je **správním řízením**, které je Česká národní banka oprávněna zahájit do jednoho roku ode dne, kdy se dozvěděla o skutečnostech rozhodných pro jejich uložení, nejpozději však do deseti let ode dne, kdy povinnost, za níž jsou ukládány, byla naposledy porušena. Pokud však hrozí nebezpečí z prodlení nebo neodstranitelný zásah do práv jiných osob, lze řízení, v němž se ukládá opatření k nápravě a sankce podle zákona č. 15/1998 Sb., zahájit i doručením rozhodnutí o **předběžném opatření**. Česká národní banka je také oprávněna zahájit toto správní řízení i doručením veřejnou vyhláškou, a to v případě, že hrozí nebezpečí z prodlení a/nebo hrozí neodstranitelný zásah do práv jiných osob a pokud se nepodařilo rozhodnutí doručit a okolnosti dále nasvědčují tomu, že dotčená osoba se bude vyhýbat doručení rozhodnutí, a prodlení ve vzniku právních účinků doručení by mohlo podstatně ztížit nebo znemožnit realizaci opatření k nápravě nebo sankce. Pokud je zvolen tento způsob doručení, je toto rozhodnutí doručeno okamžikem vyvěšení vyhlášky na úřední desce České národní banky. Zákon také ukládá České národní bance **povinnost vycházet** při uložení opatření k nápravě zejména z **povahy, závažnosti, způsobu a doby trvání a následků** protiprávního jednání. Při rozhodování o výběru opatření k nápravě je Česká národní banka také **povinna přihlížet k povaze podnikatelské a jiné výdělečné činnosti**, kterou vykonává osoba, jíž se opatření k nápravě nebo sankce týká. Zákon č. 15/1998 Sb., také výslovně stanovuje okamžik, od kterého jsou osoby oprávněné k vedení evidence investičních nástrojů a organizátoři regulovaných trhů vázání rozhodnutím v případě vedení evidence, resp. rozhodnutím o pozastavení obchodování s cennými papíry a rozhodnutím o předběžném opatření týkajícím se cenných papírů.

Česká národní banka je také oprávněna při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem uložit jako

opatření k nápravě stejnou povinností, jakou lze uložit v rozhodnutí o předběžném opatření. Ani v tomto případě nemá rozklad podaný proti takovému rozhodnutí odkladný účinek. Česká národní banka je oprávněna v takovém rozhodnutí uvést dobu trvání uložené povinnosti nebo podmínku, jejímž splněním zaniká účinnost rozhodnutí. Touto podmínkou může být doručení sdělení o odvolání opatření k nápravě povinné osoby.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu dává České národní bance možnost uložení opatření k nápravě zjištěného **nedostatku**, který odpovídá povaze porušení a jeho závažnosti, a to osobě podléhající státnímu dozoru, která porušila tento zákon nebo rozhodnutí vydané podle tohoto zákona. Mimoto je Česká národní banka oprávněna nařídit: **mimořádné provedení auditu, změnu auditora, pozastavit (nejdéle však na dobu jednoho roku) některou činnost podléhající státnímu dohledu, zakázat činnost podléhající státnímu dohledu, pozastavit obchodování s cennými papíry, zavést nucenou správu, změnit rozsah povolení uděleného podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu<sup>109</sup>, odejmout povolení udělené podle tohoto zákona.**

Nově je Česká národní banka oprávněna: **zakázat nebo pozastavit nejdéle na dobu 10 pracovních dnů veřejné nabízení cenných papírů, zakázat přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu, zakázat nebo pozastavit propagaci nebo oznámení týkající se veřejné nabídky nebo přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu.**

Česká národní banka je také **oprávněna zakázat osobě nebo osobám jednajícím ve shodě**, kterým udělila souhlas k nabytí účasti na obchodníkovi s cennými papíry a které přestaly splňovat podmínky pro udělení souhlasu, **vykonávat hlasovací práva** na obchodníkovi s cennými papíry nebo jinak uplatňovat významný vliv na jeho řízení. Česká národní banka je taktéž oprávněna i bez návrhu pozastavit výkon hlasovacích práv v případě, že osoba, která má za povinnost řádně a včas splnit povinnost oznámit podíl na hlasovacích právech, takto neučinila nebo neučinila nabídku převzetí, ačkoliv jí zákon takovou povinnost ukládá. Toto opatření může být přijato až na dobu jednoho roku ode dne, v němž rozhodnutí nabude právní moci. Česká národní banka je oprávněna toto učinit, pokud je to potřebné k ochraně zájmů

---

<sup>109</sup> Česká národní banka je podle § 144 zákona o podnikání na kapitálovém trhu oprávněna odejmout povolení k jednotlivé činnosti uvedené v povolení, jestliže zjistí porušení zákona při výkonu této činnosti, nebo pokud zjistí závažné nebo opakované nedodržování předpokladů, za kterých bylo povolení uděleno.

ostatních akcionářů, věřitelů nebo zaměstnanců společnosti<sup>110</sup>.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanovuje bližší podmínky, za kterých může Česká národní banka **pozastavit obchodování s cennými papíry**. Česká národní banka je oprávněna pozastavit obchodování se všemi investičními nástroji na regulovaném trhu nebo jeho části nebo obchodování s určitým investičním nástrojem na regulovaném trhu, a to **na dobu nejdéle 6 měsíců**, a to opakovaně. K tomuto zásahu je Česká národní banka oprávněna v případě, že není možné **jinak zabránit** velkým hospodářským ztrátám nebo závažnému ohrožení zájmů investorů. **Současně** s přijetím rozhodnutí o pozastavení obchodování s určitým investičním nástrojem může Česká národní banka uložit **organizátorovi regulovaného trhu**, aby ve stanovené lhůtě **přezkoumal**, zda jsou **splněny podmínky** pro vyloučení tohoto investičního nástroje z obchodování na jím organizovaném regulovaném trhu. Organizátor má za povinnost o výsledku tohoto přezkumu **informovat** Českou národní banku. Zákon také přesně stanoví, jaký procesní postup bude použit při vydání rozhodnutí o pozastavení obchodování. Toto řízení je možno zahájit vydáním rozhodnutí a toto rozhodnutí je vykonatelné doručením organizátorovi regulovaného trhu. V tomto rozhodnutí musí být mimo jiných obligatorních náležitostí stanovena doba trvání pozastavení a jeho rozsah. Odpadnou-li důvody pozastavení, je Česká národní banka povinna pozastavení zrušit. **Účastníkem řízení** o pozastavení obchodování je organizátor regulovaného trhu a vlastníci investičních nástrojů, se kterými bylo pozastaveno obchodování na regulovaném trhu. V případě, že bylo pozastaveno obchodování s určitým investičním nástrojem, stává se účastníkem řízení též **emitent** tohoto investičního nástroje. Vzhledem k pravděpodobně velkému počtu účastníků řízení na straně vlastníků investičních nástrojů, dává zákon č. 15/1998 Sb., možnost doručit toto rozhodnutí formou zveřejnění veřejné vyhlášky.

Zvláštní právní úprava je dána **zákonem o kolektivním investování** pro subjekty, které podléhají dohledu České národní banky v oblasti kolektivního investování. Těmto osobám, které porušily tento zákon, statut fondu kolektivního investování, smlouvu o obhospodařování, depozitářskou smlouvu nebo rozhodnutí vydané podle tohoto zákona nebo osobám, které ohrozily zájmy akcionářů nebo podílníků, opatření k nápravě zjištěného nedostatku odpovídajícího povaze porušení a jeho závažnosti, je Česká národní banka

---

<sup>110</sup> Zákon č. 15/1998 Sb., dále stanoví opravný prostředek, proti takovému rozhodnutí nemá odkladný účinek. Vykonatelné rozhodnutí o pozastavení výkonu hlasovacích práv je Česká národní banka povinna zaslat rovněž společnosti, v níž byl výkon hlasovacích práv povinné osoby pozastaven, centrálnímu depozitáři a uveřejní je způsobem umožňujícím dálkový přístup. Česká národní banka je oprávněna ve svém stanovisku k tomuto rozhodnutí doporučit nebo rozhodnutím uložit, aby navrhovatel nebo cílová společnost až do uveřejnění výsledků nabídky uveřejňovali doplňující informace k již uveřejněným informacím.

oprávněna<sup>111</sup>: **nařídít mimořádné provedení auditu** fondu kolektivního investování na náklady investiční společnosti nebo investičního fondu, **nařídít změnu auditora**, **nařídít pozastavení vydávání a odkupování akcií nebo podílových listů** fondu kolektivního investování, **nařídít změnu depozitáře**, **nařídít změnu investiční společnosti**, **rozhodnout o nuceném převodu** obhospodařování podílového fondu, **zakázat** osobě nebo skupině osob jednajících ve shodě, kterým udělila souhlas k nabytí účasti na investiční společnosti nebo investičním fondu a které přestaly splňovat podmínky pro udělení souhlasu, vykonávat hlasovací práva na investiční společnosti nebo investičním fondu nebo jinak uplatňovat významný vliv na jejich řízení.

**Nařídít mimořádné provedení auditu** je Česká národní banka oprávněna, jestliže zjistí závažné nedostatky v auditu účetní závěrky fondu kolektivního investování, nebo auditor nesplní svou oznamovací povinnost podle zvláštního právního předpisu, který upravuje činnost auditorů. Fond kolektivního investování je povinen sdělit České národní bance do 30 dnů ode dne rozhodnutí o mimořádném provedení auditu údaje o auditorovi, který audit provede. Tento auditor musí být osobou odlišnou od auditora, který provedl audit roční účetní závěrky. Česká národní banka je oprávněna do 30 dnů ode dne sdělení údajů o auditorovi odmítnout auditora, který jí byl investiční společností oznámen, a jmenovat auditora jiného.

Česká národní banka je oprávněna **nařídít** investičnímu fondu **změnu obhospodařující investiční společnosti**, jestliže zjistí, že obhospodařující investiční společnost závažně nebo opakovaně porušila povinnost stanovenou zákonem o kolektivním investování nebo povinnost vyplývající ze smlouvy o obhospodařování. Smlouva o obhospodařování zaniká 1 měsíc po nabytí právní moci rozhodnutí o nařízení změny investiční společnosti. Investiční fond je povinen uzavřít v této lhůtě smlouvu o obhospodařování s jinou investiční společností, a to za předpokladu, že nebude svůj majetek obhospodařovat sám.

Rozhodnutí o **nařízení změny depozitáře** investiční společnosti nebo investičnímu fondu může Česká národní banka přijmout, jestliže depozitář závažně nebo opakovaně poruší zákon o kolektivním investování nebo depozitářskou smlouvu nebo jestliže je u depozitáře zavedena nucená správa. Závazek z depozitářské smlouvy v tomto případě zaniká 1 měsíc po nabytí právní moci rozhodnutí o nařízení změny depozitáře. Investiční společnost nebo investiční fond jsou povinny uzavřít v této lhůtě depozitářskou smlouvu s jiným depozitářem.

---

<sup>111</sup> Zákon o kolektivním investování používá pro všechny prostředky, které je Česká národní banka oprávněna použít, označení opatření k nápravě a odnětí povolení (Hlava II zákona), jakkoliv se z povahy těchto prostředků jedná spíše o předběžná opatření, nucenou správu apod.

Česká národní banka je oprávněna rozhodnout o **nuceném převodu obhospodařování** podílového fondu na jinou investiční společnost, jestliže došlo k závažným změnám ve skutečnostech rozhodných pro vydání povolení k vytvoření podílového fondu, nebo odnímá investiční společnosti povolení k činnosti. K převodu obhospodařování podílového fondu se vyžaduje souhlas investiční společnosti, na kterou má být obhospodařování podílového fondu převedeno. Tato společnost je povinna uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup změnu statutu podílového fondu související se změnou investiční společnosti a zdůvodnění nuceného převodu, a to do 30 dnů ode dne nabytí právní moci rozhodnutí o převodu obhospodařování podílového fondu na jinou investiční společnost.

Zvláštní právní úpravu opatření k nápravě obsahuje zákon č. 190/2004 Sb., o **dluhopisech**. Podle ustanovení tohoto zákona je Česká národní banka oprávněna uložit osobě, která podléhá jejímu dohledu a která porušila tento zákon nebo rozhodnutí vydané podle tohoto zákona, opatření k nápravě zjištěného nedostatku odpovídající povaze porušení a jeho závažnosti. Kromě tohoto na první pohled velmi širokého rozsahu oprávnění v této oblasti je Česká národní banka dále oprávněna: **pozastavit nejdéle na dobu jednoho roku právo vydat emisi dluhopisů, zakázat vydání emise dluhopisů, přikázat emitentovi předčasně splatit jistinu, včetně poměrného výnosu, nebo byl-li výnos stanoven rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem, jeho emisní kurz a poměrný výnos.**

Obdobně jako je tomu v případě zákona o podnikání na kapitálovém trhu nebo zákona o kolektivním investování, má osoba, které Česká národní banka uložila opatření k nápravě informovat Českou národní banku o způsobu zjednání nápravy.

#### 4.2.7.3. Uplatnění sankcí

Uplatnění sankcí je právním prostředkem, jehož cílem je **potrestat odpovědný subjekt** za protiprávní jednání, a to způsobem, resp. sankcí, která je stanovena zákonem. Uplatnění sankcí je tedy čistě **represivním prostředkem**. V případě právní úpravy kapitálového trhu se jedná výhradně o sankce peněžní - **pokuty**. Zákon č. 15/1998, Sb., upravuje sankce za přestupky a správní delikty právnických osob a podnikajících fyzických osob, za které je Česká národní banka oprávněna uložit v případě, že **došlo k porušení některého ustanovení tohoto zákona**, sankcí ve výši až 5 mil. Kč, resp. až 50 mil. Kč<sup>112</sup> v případě, že **došlo**

<sup>112</sup> Komise pro cenné papíry byla oprávněna uložit ve správním řízení sankci za jistěné porušení povinnosti až do výše 100 milionů Kč. Za celou existenci Komise pro cenné papíry však nikdy nedošlo k uložení sankce vyšší než v řádu stovek tisíc Kč.

k porušení povinnosti při úpravě nabídky převzetí, nabytí nebo snížení podílu na hlasovacích právech společností, jejichž akcie jsou kótovány, v souvislosti s nabyváním vlastních akcií akciovou společností nebo jí ovládanou osobou a při veřejné nabídce upisování akcií. Zákon výslovně stanovuje podmínky, za kterých **právnícká osoba** za správní delikt **neodpovídá**, což je v případě, že prokáže, že vynaložila veškeré úsilí, které bylo možno požadovat, aby porušení právní povinnosti zabránila. Toto ustanovení také stanoví, k jakým okolnostem je nutné přihlížet při určení výměry pokuty. Nově je také stanoveno, že odpovědnost právnícké osoby za správní delikt zaniká, jestliže správní orgán o něm nezažádal řízení do 1 roku ode dne, kdy se o něm dozvěděl, nejpozději však do 5 let ode dne, kdy byl spáchán. Zákon taktéž stanoví, že pokuty za správní delikty uložené Českou národní bankou podle tohoto zákona vybírá a vymáhá místně příslušný finanční úřad. Příjem z pokut uložených obchodníkům s cennými papíry podle tohoto zákona je příjmem Garančního fondu obchodníků s cennými papíry. Příjem z ostatních pokut uložených podle tohoto zákona je příjmem státního rozpočtu.

**Zákon o podnikání na kapitálovém trhu** rozlišuje mezi správními delikty a přestupky. **Správní delikty** jsou dále zákonem členěny na **delikty vybraných subjektů** působících na kapitálovém trhu a **správní delikty vzniklé při vybrané činnosti bez ohledu na osobu**. Mezi první skupinu správních deliktů patří **správní delikty všech subjektů**, jejichž činnost podléhá povolení k činnosti a dále se jedná o správní delikty **osoby, která používá službu investičního zprostředkovatele, účastníka vypořádacího systému, osoby, která vede evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem, osoby, která vede samostatnou evidenci investičních nástrojů, osoby, která vede evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, institucionálního investora, emitenta, zahraniční osoby, která v České republice poskytuje služby na základě povolení domovského státu, zahraniční osoby, která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím organizační složky, osoby podléhající doзору na konsolidovaném základě, zasvěcené osoby, osoby, která manipuluje s trhem, osoby, která neoznámí tržní manipulaci, osoby, která se podílí na rozhodování emitenta a neinformuje o svých obchodech s investičními nástroji, osoby, která neoznámí využití vnitřní informace**. Druhou skupinu správních deliktů tvoří **správní delikty při veřejné nabídce cenných papírů** a tzv. další správní delikty ve smyslu ustanovení § 187<sup>113</sup> zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Z hlediska skutkových podstat

<sup>113</sup> Tzv. dalšího správní deliktu se může dopustit právnícká nebo fyzická osoba, která například neoznámí podíl na hlasovacích právech nebo nepř. nepožádá o souhlas s nabytím účasti na obchodníkovi s cennými papíry nebo na centrálním depozitáři

se jedná především o výkon činnosti v rozporu s povolením, nedodržení informační povinnosti, porušení povinnosti mlčenlivosti apod. Správní delikty zasvěcené osoby, osoby, která manipuluje s trhem, osoby, která neoznámí tržní manipulaci, osoby, která se podílí na rozhodování emitenta a neinformuje o svých obchodech s investičními nástroji a osoby, která neoznámí využití vnitřní informace, jsou také zákonem definovány jako přestupky fyzických osob, a to pod stejnou maximální výší sankce. Mimo tyto přestupky zákon označuje za přestupky vybraná jednání makléře a nuceného správce a dále jsou definovány přestupky fyzických osob při vybrané činnosti.

**Zákon o kolektivním investování rozlišuje správní delikty a přestupky.** Správního deliktu se může dopustit a být za něj sankcionována investiční společnost, investiční fond, depozitář a banka nebo zahraniční banka, která má pobočku umístěnou na území České republiky, zahraniční investiční společnost a zahraniční fond kolektivního investování a banka nebo zahraniční banka nebo zahraniční banka, která má pobočku umístěnou na území České republiky, a které mají uzavřenou smlouvu se zahraničním fondem kolektivního investování

Dále zákon rozlišuje další **správní delikty**, kterých se mohou dopustit a být za ně sankcionovány právnické osoby nebo podnikající fyzické osoby, a **správní delikty při poskytování investičních služeb v zahraničí.**

Zákon o kolektivním investování stanoví, že právnická osoba neodpovídá za správní delikt, jestliže prokáže, že vynaložila veškeré úsilí, které bylo možno požadovat, aby zabránila porušení právní povinnosti. Při **určení výměry** pokuty právnické osobě se přihlédne k závažnosti správního deliktu, zejména ke způsobu jeho spáchání a jeho **následkům** a k **okolnostem**, za nichž byl **spáchán**. Odpovědnost právnické osoby za správní delikt **zaniká**, pokud Česká národní banka o něm nezhájila řízení do 1 roku ode dne, kdy se o něm dozvěděla, nejpozději však do 5 let ode dne, kdy byl spáchán. Na odpovědnost za správní delikt, k němuž došlo při podnikání fyzické osoby nebo v přímé souvislosti s ním, se vztahují ustanovení zákona o odpovědnosti a postihu právnické osoby. Všechny správní delikty podle zákona o kolektivním investování projednává Česká národní banka. Pokuty za správní delikty uložené Českou národní bankou podle zákona o kolektivním investování vybírá a vymáhá místně příslušný finanční úřad. Příjem z pokut uložených obchodníkům s cennými papíry podle tohoto zákona je příjmem Garančního fondu obchodníků s cennými papíry, příjem z ostatních pokut uložených podle tohoto zákona je příjmem státního rozpočtu.

**Přestupku** se může dopustit a být za něj sankcionován nucený správce, likvidátor nebo jiná



fyzická osoba.

**Zákon o dluhopisech** obsahuje zvláštní právní úpravu správních deliktů, kterých se může dopustit **právníká osoba v postavení emitenta**. Za tyto správní delikty může být uložena pokuta až do výše 20 mil. Kč. Zákon o dluhopisech také obsahuje ustanovení týkající se podmínek, za kterých je Česká národní banka oprávněna uložit sankci za správní delikt. Podle těchto ustanovení právníká ani fyzická osoba neodpovídá za správní delikt, jestliže prokáže, že vynaložila veškeré úsilí, které na ní bylo možno požadovat, aby zabránila porušení právní povinnosti. Česká národní banka je povinna při určení výměry pokuty přihlídnout k závažnosti správního deliktu, zejména ke způsobu jeho spáchání a jeho následkům a k okolnostem, za nichž byl spáchán. Podle ustanovení zákona o dluhopisech odpovědnost za správní delikt zaniká, jestliže Česká národní banka o něm nezažádala řízení do 1 roku ode dne, kdy se o něm dozvěděla, nejpozději však do 5 let ode dne, kdy byl spáchán. Příjem z pokut udělených na základě ustanovení zákona o dluhopisech je příjmem státního rozpočtu.

#### 4.2.7.4. Nucená správa

Do určité míry **specifickým druhem opatření k nápravě nedostatků** v činnosti regulovaného subjektu je zavedení **nucené správy**, jejímž účelem je zejména **odstranění protiprávního stavu**. Podstata tohoto institutu spočívá v tom, že **všechna práva a povinnosti představenstva dané společnosti přecházejí na nuceného správce**. **Představenstvo společnosti po dobu nucené správy nemá oprávnění jednat jménem firmy, pozbývá svá podpisová práva, nesmí jménem společnosti dělat nabídky klientům na případné vyrovnání dluhů společnosti. Nucená správa tak v podstatě nemá vliv ani na právní subjektivitu, ani na rozsah činnosti subjektu.** Proto nelze zavedení nucené správy zaměňovat s likvidací, odnětím povolení ani s konkursním řízením. Podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu je Česká národní banka oprávněna zavést nucenou správu obchodníka s cennými papíry, který není bankou, nucenou správu provozovatele vypořádacího systému, který není bankou<sup>114</sup> a dále nucenou správu burzy, organizátora mimoburzovního trhu nebo centrálního deponitáře, a to za podmínky, že tato osoba **opakovaně nebo závažně porušila tento zákon nebo nedodržela podmínku stanovenou v rozhodnutí vydaném podle zákona** nebo jsou ohroženy zájmy osoby, kterým tato osoba poskytuje své služby, a hrozí nebezpečí z prodlení.

<sup>114</sup> V případě, že obchodník s cennými papíry nebo provozovatel vypořádacího systému jsou bankou, použijí se na ně ustanovení o nucené správě podle zákona č. 121/1992 Sb., o bankách.

Zavedením nucené správy se, jak již bylo uvedeno výše, **pozastavuje výkon funkcí členů** představenstva společnosti a působnost představenstva přechází na nuceného správce. Výjimkou z tohoto pravidla je **právo statutárního orgánu podat žalobu** proti rozhodnutí o zavedení nucené správy, které zavedením nucené správy nezaniká. O zavedení nucené správy vydává Česká národní banka rozhodnutí, které musí obsahovat uvedení důvodu zavedení nucené správy, jmenování nuceného správce a údaje o něm, výši odměny nebo způsob jejího stanovení a termín její splatnosti. Rozhodnutí o zavedení nucené správy může dále obsahovat rozhodnutí o omezení činnosti osoby, u které se zavádí nucená správa a uvedení povinnosti nuceného správce s uvedením termínu jejich splnění. Řízení o zavedení nucené správy lze zahájit vydáním rozhodnutí o zavedení nucené správy, které se doručuje společnosti, u které se nucená správa zavádí a také nucenému správci. Rozhodnutí je vykonatelné doručením nucenému správci. Česká národní banka je povinna toto rozhodnutí uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup.

Nuceného správce jmenuje Česká národní banka ze seznamu nucených správců a likvidátorů. Nuceným správcem nemůže být osoba, u níž existuje podezření z možného střetu zájmů, a osoba, která se v posledních třech letech podílela na provádění auditu společnosti, u níž je zavedena nucená správa. **Jednání** nuceného správce je v omezeném rozsahu **dozorováno** Českou národní bankou, ale **odpovědnost** za konkrétní rozhodnutí **nese pouze nucený správce sám**. Ten je, stejně jako původní představenstvo, **povinen jednat s péčí řádného hospodáře**. Proto nemůže na společnost např. přijímat závazky, o nichž předem ví, že by je nemohla splnit. Výkon funkce nuceného správce **zaniká** odstoupením, odvoláním, ukončením nucené správy, vyškrcnutím ze seznam likvidátorů a nucených správců nebo úmrtím. Nucený správce je poté, kdy se ujme výkonu nucené správy **povinen** přijmout neprodleně **opatření ke zjednání nápravy** zjištěných nedostatků v činnosti osoby, u které je zavedena nucená správa, dále je povinen **zajistit ochranu práv osob**, které využívají služeb této osoby a **svolat valnou hromadu** této osoby tak, aby se konala do 6 měsíců od zavedení nucené správy. Na jednání této valné hromady je nucený správce povinen předložit návrh na odvolání dosavadních a volbu nových osob do těch orgánů, které volí valná hromada, dále je povinen **předložit návrh opatření k nápravě** zjištěných nedostatků v činnosti osoby, u které je zavedena nucená správa, nebo je povinen navrhnout zrušení společnosti. V případě, že se nucený správce rozhodne nesvolat valnou hromadu ve lhůtě 6 měsíců, je povinen požádat Českou národní banku o prodloužení této lhůty na 1 rok, a to z důvodů hodných zřetele. Nucená správa končí buď dnem uvedeným v rozhodnutí České národní banky o ukončení

nucené správy, prohlášením konkurzu na majetek společnosti, u níž je zavedena nucená správa, nebo dnem, ke kterému je jmenován likvidátor této společnosti.

**Zvláštní právní úpravu** týkající se zavedení nucené správy investiční společnosti nebo investičního fondu obsahuje **zákon o kolektivním investování**. Podle tohoto zákona může Česká národní banka zavést nucenou správu **investiční společnosti** nebo **investičního fondu**, jestliže investiční společnost nebo investiční fond **opakovaně** nebo **závažně poruší** zákon o kolektivním investování, statut fondu kolektivního investování, stanovy nebo podmínku či oprávnění uvedené v rozhodnutí podle zákona o kolektivním investování a předchozí opatření k nápravě zjištěných nedostatků nebo uložení pokuty nevedla k nápravě, nebo jsou ohroženy zájmy podílníků nebo akcionářů investičního fondu a hrozí nebezpečí z prodlení. Rozhodnutí o zavedení nucené správy musí obsahovat určení osoby nuceného správce o údaje o něm, výši odměny nuceného správce nebo způsob jejího stanovení a termín její splatnosti a případné omezení nakládání s majetkem fondu kolektivního investování nebo omezení jiné činnosti investiční společnosti nebo investičního fondu. Řízení o zavedení nucené správy je Česká národní banka oprávněna zahájit též vydáním rozhodnutí o zavedení nucené správy. Toto rozhodnutí se doručuje společnosti, u které se nucená správa zavádí, a nucenému správci. Nucená správa je zavedena doručením rozhodnutí nucenému správci. Česká národní banka je také povinna toto rozhodnutí uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup.

**Zavedením** nucené správy investiční společnosti nebo investičního fondu se **pozastavuje** výkon funkcí členů představenstva investiční společnosti nebo investičního fondu. To však neplatí pro případ správní žaloby proti rozhodnutí o zavedení nucené správy podané podle právního předpisu upravujícího správní soudnictví. Zavedením nucené správy také **přechází působnost** představenstva investiční společnosti nebo investičního fondu na nuceného správce. Taktéž s výjimkou podání správní žaloby proti rozhodnutí o zavedení nucené správy. V případě, že je rozhodnutím o zavedení nucené správy omezeno nakládání s majetkem, nejsou tím dotčena práva a povinnosti vyplývající z finančního zajištění podle obchodního zákoníku nebo podle zahraniční právní úpravy, které investiční společnost nebo investiční fond poskytly nebo jim bylo poskytnuto. Dotčena také není možnost provést závěrečné vyrovnání podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

**Nucený správce** investiční společnosti nebo investičního fondu je **povinen** přijmout neprodleně **opatření ke zjednání nápravy** zjištěných nedostatků v činnosti investiční společnosti nebo investičního fondu, **zajistit ochranu práv** podílníků podílového fondu nebo akcionářů investičního fondu a do 6 měsíců ode dne zavedení nucené správy a **svolat valnou**

**hromadu** investiční společnosti nebo investičního fondu a předložit jí návrh na odvolání dosavadních a volbu nových osob do těch orgánů, které volí valná hromada a návrh opatření k nápravě zjištěných nedostatků v činnosti investiční společnosti nebo investičního fondu nebo navrhnout zrušení společnosti. Tuto lhůtu může Česká národní banka na návrh nuceného správce prodloužit až na 1 rok, a to z důvodů hodných zřetele. Nucený správce je oprávněn s předchozím souhlasem České národní banky pozastavit vydávání a odkupování podílových listů podílového fondu nebo akcií investičního fondu, nebo podat návrh na vyrovnání nebo prohlášení konkursu investiční společnosti nebo investičního fondu, zjistí-li, že jsou předloženy. Nucený správce je také **povinen podat návrh** na povolení zápisu do obchodního rejstříku o zavedení nucené správy, jmenování nuceného správce a omezení nakládání s majetkem fondu kolektivního investování nebo omezení jiné činnosti investiční společnosti nebo investičního fondu. Tento návrh je nucený správce povinen podat neprodleně po doručení rozhodnutí o zavedení nucené správy. Návrh na povolení zápisu o výmazu stávajícího nuceného správce a zápisu nového nuceného správce do obchodního rejstříku podává nově jmenovaný nucený správce, a to neprodleně po doručení rozhodnutí o svém jmenování.

**Výkon funkce** nuceného správce **zaniká** odstoupením nuceného správce, odvoláním, ukončením nucené správy, vyškrtnutím nuceného správce ze seznamu likvidátorů a nucených správců nebo úmrtím nuceného správce. Nucený správce je povinen oznámit České národní bance své odstoupení z funkce nejméně 30 dnů předem. Česká národní banka je naopak oprávněna **odvolat** nuceného správce, zejména jestliže **závažně nebo opakovaně** porušil svou povinnost nebo přestal splňovat zákonem stanovené předpoklady pro výkon této funkce. Nucený správce je oprávněn proti tomuto rozhodnutí podat opravný prostředek, který však nemá odkladný účinek. Pokud funkce nuceného správce zanikne z jiného důvodu, než je ukončení nucené správy, je povinna bez zbytečného odkladu jmenovat jiného nuceného správce. Náhrada hotových výdajů nuceného správce investiční společnosti nebo investičního fondu a odměna nuceného správce jsou placeny z majetku investiční společnosti nebo investičního fondu. V případě, že majetek investiční společnosti nebo investičního fondu nepostačuje na vyplacení náhrady hotových výdajů nuceného správce a odměny nuceného správce, vyplatí je stát<sup>115</sup>.

Nucená správa **končí dnem uvedeným** v rozhodnutí České národní banky o ukončení nucené

<sup>115</sup> Způsob stanovení náhrady hotových výdajů a odměny nuceného správce, jejich maximální výši hrazenou státem a způsob vyplaty stanoví prováděcí právní předpis.

správy, nebo prohlášením konkursu na majetek společnosti, u níž je zavedena nucená správa, nebo jmenováním likvidátora. Ke zrušení investiční společnosti v nucené správě nebo investičního fondu v nucené správě s likvidací, o kterém rozhoduje valná hromada těchto společností, se vyžaduje předchozí souhlas České národní banky. Investiční společnost nebo investiční fond v nucené správě se zrušují likvidací dnem, ke kterému je jmenován likvidátor. Návrh na povolení zápisu o ukončení nucené správy do obchodního rejstříku podává investiční společnost nebo investiční fond neprodleně po ukončení nucené správy. Neučiní-li tak společnost, podá návrh na povolení zápisu představenstvo společnosti, jejíž nucená správa končí.

#### 4.2.7.5. Odejmutí povolení

**Nejtvrdějším opatřením**, které může Česká národní banka vůči dozorovanému subjektu přijmout, je **odnětí povolení, souhlasu nebo registrace**. Odejmutím povolení, souhlasu nebo registrace se zásadním způsobem mění postavení subjektu, který byl díky povolení, souhlasu nebo registraci dosud oprávněn k výkonu nějaké činnosti. Rozhodnutím České národní banky o odejmutí povolení, souhlasu nebo sankce toto oprávnění beze zbytku pozbývá.

Česká národní banka je podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu povinna odejmout povolení osobě: na jejíž majetek byl **prohlášen konkurs nebo zamítnut návrh na prohlášení konkursu** pro nedostatek majetku nebo bylo **povoleno vyrovnání** a osobě, které soud nebo správní úřad **zakázal činnost**.

Česká národní banka je také oprávněna odejmout povolení v případech, kdy: osoba, které bylo toto povolení uděleno, **nezačala do 12 měsíců** od udělení povolení **vykonávat povolenou činnost**; osoba, které bylo povolení uděleno **nevykonává déle než 6 měsíců činnost**, ke které bylo uděleno povolení; **povolení bylo uděleno na základě nepravdivých nebo neúplných údajů**, osoba, které bylo povolení uděleno **opakovaně** nebo **závažným způsobem porušuje povinnosti** stanovené zákonem, nebo došlo k **závažné změně skutečností**, na jejichž základě bylo povolení uděleno, nebo **dalším trváním nucené správy nelze dosáhnout jejího účelu**.

Pokud **došlo k odnětí povolení u obchodníka s cennými papíry**, **nesmí tato osoba ode dne odnětí tohoto povolení poskytovat investiční služby** a zároveň je **povinna vydat zákazníkům zákaznický majetek**. Výjimkou z tohoto principu je nebankovní obchodník s cennými papíry, který je oprávněn vypořádávat své pohledávky a závazky vyplývající z poskytnutých investičních služeb. Do vypořádání těchto pohledávek se tato osoba považuje za obchodníka s cennými papíry, nicméně nemůže již poskytovat žádné investiční služby.

Zákon také stanoví lhůtu 10 let, po kterou nemůže osoba, které již bylo jednou odejmuto povolení k činnosti (s výjimkou odejmutí povolení na vlastní žádost) znovu požádat o opětovné vydání tohoto povolení.

Souhlas nebo registraci je Česká národní banka oprávněna odejmout, jestliže: **došlo k závažné změně ve skutečnosti**, na jejímž základě byly souhlas nebo registrace **uděleny**; na osobu, které byl udělen souhlas nebo registrace byl **prohlášen konkurs**, **zamítnut návrh na prohlášení konkursu** pro nedostatek majetku nebo bylo **povoleno vyrovnání**, nebo které soud nebo správní úřad zakázal činnost; osoba, která byla **zaregistrována**, **nezačala do 12 měsíců** ode dne provedení registrace **vykonávat činnost**, pro kterou byla registrována; osoba, která byla registrována, **nevykonává déle než 6 měsíců činnost**, pro kterou byla registrována; registrace byla **provedena na základě nepravdivých** nebo neúplných údajů; osoba, která byla registrována, **opakovaně nebo závažným způsobem porušuje povinnosti** stanovené tímto zákonem **nebo došlo k závažné změně skutečností**, na jejichž základě byla provedena registrace.

Zákon o kolektivním investování **opravňuje** Českou národní banku **změnit rozsah** povolení u subjektů působících v oblasti kolektivního investování. Zákon stanoví, že odejmutí povolení nebo souhlasu je možné u těchto subjektů až v krajním případě.

Česká národní banka **odejme investiční společnosti povolení k jednotlivé činnosti**, pokud zjistí závažné porušení zákona při výkonu této činnosti, nebo závažné nebo opakované nedodržování předpokladů, za kterých bylo povolení uděleno. Česká národní banka **změní rozsah** povolení také v případě, že o to investiční společnost sama požádá.

Česká národní banka je **oprávněna odejmout povolení k činnosti investiční společnosti** nebo povolení k činnosti **investičního fondu**, jestliže nabylo právní moci rozhodnutí o **prohlášení konkursu** na majetek investiční společnosti nebo fondu, nebo byl **zamítnut návrh na prohlášení konkursu**, nebo bylo **zahájeno řízení o vyrovnání**. Dále je Česká národní banka **oprávněna odejmout povolení k činnosti investiční společnosti** nebo povolení k činnosti investičního fondu, jestliže: **opatření k nápravě** nebo **sankce nevedla k nápravě**; **je to nezbytné v zájmu ochrany investorů**; **dalším trváním nucené správy investiční společnosti** nebo investičního fondu **nelze dosáhnout jejího účelu**; **povolení k činnosti investiční společnosti** nebo **povolení k činnosti investičního fondu** bylo **vydáno na základě nepravdivých nebo neúplných informací**; **došlo k závažným změnám ve skutečnostech rozhodných pro vydání povolení k činnosti investiční společnosti** nebo **povolení k činnosti**

investičního fondu; investiční společnost nebo investiční fond **nedodržují ustanovení o kapitálové přiměřenosti**; investiční společnost nebo investiční fond **nezahájí shromažďování peněžních prostředků do 12 měsíců** ode dne udělení povolení k činnosti investiční společnosti nebo povolení k činnosti investičního fondu; investiční společnost nebo investiční fond **nevykonávají kolektivní investování déle než 6 měsíců**; investiční fond **nesplní povinnost do 2 měsíců** ode dne zápisu do obchodního rejstříku **doložit České národní bance, že jeho poměry jsou v souladu s předpoklady**, ze kterých se vycházelo při udělení povolení, zejména, že má věcné, personální a organizační předpoklady pro výkon kolektivního investování nebo v případě, že **vlastní kapitál investičního fondu nedosáhl do 1 roku** ode dne udělení povolení k činnosti 50 mil. Kč, nebo investiční fond **nemá po dobu delší než 3 měsíce depozitáře**.

Česká národní banka je také oprávněna **odejmout povolení k činnosti investičního fondu**, který je speciálním fondem kvalifikovaných investorů, pokud tento fond poruší ustanovení o **povoleném počtu akcionářů**<sup>116</sup>. Pokud investiční společnost obhospodařuje majetek v podílovém fondu, Česká národní banka v rozhodnutí o odnětí povolení k činnosti investiční společnosti rozhodne též o odnětí povolení k vytvoření podílového fondu nebo převodu jeho obhospodařování na jinou investiční společnost. Při rozhodování o převodu obhospodařování podílového fondu Česká národní banka přihledne k případné dohodě mezi investiční společností, již odnímá povolení k činnosti investiční společnosti a investiční společností, která souhlasí s převzetím obhospodařování podílového fondu. V případě, že osoba, které bylo odňato povolení k činnosti investiční společnosti, obhospodařuje majetek zákazníků a případně též uschovává a spravuje cenné papíry vydané fondem kolektivního investování, nebo poskytuje investiční poradenství týkající se investičního nástroje, je **povinna neprodleně vypořádat své pohledávky a závazky** vyplývající z poskytovaných investičních služeb.

Osoba, které bylo odňato povolení k činnosti investiční společnosti se podle zákona považuje za investiční společnosti až do vyplacení podílů podílníkům zrušených podílových fondů nebo převedení obhospodařování podílových fondů na jinou investiční společnost a vypořádání pohledávek a závazků vyplývajících z poskytnutých investičních služeb, pokud takové služby poskytuje. Osoba, které bylo odňato povolení k činnosti investičního fondu se **zrušuje s likvidací** a jejího likvidátora jmenuje Česká národní banka. Osoba, které bylo odňato

<sup>116</sup> Speciální fond kvalifikovaných investorů může mít nejvýše 100 akcionářů nebo podílníků. Česká národní banka však může povolit výjimku pro překročení tohoto počtu.

povolení k činnosti investičního fondu, se až do výmazu z obchodního rejstříku považuje za investiční fond.

Česká národní banka odejme investiční společnosti povolení k vytvoření podílového fondu, jestliže: **do 1 roku ode dne udělení povolení k vytvoření podílového fondu vlastní kapitál podílového fondu nedosáhl výše 50 mil. Kč; podílový fond nemá déle než 3 měsíce depozitáře, nebo investiční společnost neuvedla statut podílového fondu do souladu se zákonem do 1 roku ode dne nabytí jeho účinnosti.**

Česká národní banka **může odejmout investiční společnosti povolení k vytvoření podílového fondu, jestliže: průměrná výše vlastního kapitálu v tomto fondu za posledních 6 kalendářních měsíců je nižší než 50 mil. Kč, nebo nepovažuje opatření směřující k odstranění příčin pozastavení vydání nebo odkupování podílových listů otevřeného podílového fondu do 3 pracovních dnů ode dne pozastavení za dostatečná; speciální fond kvalifikovaných investorů poruší ustanovení o povoleném počtu podílníků.**

Česká národní banka je také oprávněna odejmout souhlas udělený podle zákona o kolektivním investování, **jestliže došlo k závažné změně ve skutečnostech, na jejichž základě byl souhlas udělen.**

Česká národní banka je **povinna informovat bez zbytečného odkladu orgány dohledu členských států EU, ve kterých investiční společnost poskytuje služby v případě, že odejme povolení k činnosti investiční společnosti.** Tatáž povinnost platí i v případě, že je investiční společnosti udělena závažná sankce<sup>117</sup>. Česká národní banka je také povinna informovat bez zbytečného odkladu orgány dohledu členských států EU, ve kterých investiční společnost veřejně nabízí podílové listy standardního fondu, o odnětí povolení k vytvoření tohoto podílového fondu, o pozastavení vydávání nebo odkupování podílových listů nebo o udělení závažné sankce tomuto podílovému fondu.

---

<sup>117</sup> Pojem „závažná sankce“ není zákonem o kolektivním investování nijak definován a je tedy pouze na vlastním rozhodnutí České národní banky, co bude za tuto sankci pokládáno.



## **5. Zákonem stanovené povinnosti subjektů působících na kapitálovém trhu ve vztahu k ochraně kapitálového trhu a jeho účastníků před jeho selháním**

**Základním nástrojem**, kterým stát (státní moc) může ovlivňovat celé prostředí kapitálového trhu, a tak působit na jeho další směřování, je stanovení pravidel, kterými se musí jednotlivé subjekty působící na kapitálovém trhu řídit. Dominující formou těchto pravidel je zákon, tedy akt, který prošel ústavou stanoveným zákonodárným procesem. Typově jsou zákony upravující regulaci kapitálového trhu normami kogentními, tedy normami, které nepřipouštějí odchylky od oprávnění a povinností stanovených dispozicemi právní normy. Jednotlivé subjekty působící na kapitálovém trhu tedy nemají možnost se od takto definovaných povinností nijak odchýlit, ani se (například u pravidel obezřetného poskytování investičních služeb) dohodnout se zákazníkem na jiném, od této právní úpravy odchýlném postupu.

**Velká část** zákonem definovaných povinností, jejichž dodržování (případně vynucování) má za cíl ochránit kapitálový trh a ostatní jeho účastníky před jeho selháním, **souvisí se zveřejňováním, uchováváním, utajováním nebo jiným nakládáním s informacemi**, které jsou jedním ze základních atributů fungování kapitálového trhu. Povinnými subjekty v této oblasti jsou nejen **licencovaní poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu, investoři a emitenti** a také **jiné osoby**, které ani nemusí být v postavení aktivních účastníků dění na kapitálovém trhu. Ostatní zákonem definované povinnosti souvisí výhradně s **činností jednotlivých poskytovatelů investičních služeb** a upravují především (avšak nikoliv pouze) podmínky, za jakých jsou oprávněni tyto investiční služby svým zákazníkům nebo jiným uživatelům poskytovat.

### **5.1. Informační povinnost**

Cílem stanovení informační povinnosti, která je zákonem uložena většině poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a také emitentům kótovaných cenných papírů, je dosáhnout odstranění **informační asymetrie** (blíže viz. 2. kapitola), tedy docílit pokud možno co největší transparentnosti kapitálového trhu.

#### **5.1.1. Informační a oznamovací povinnost subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu**

Informační povinnost vůči regulátorovi ukládá zákon o podnikání na kapitálovém trhu **většině subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu**. Smyslem této informační povinnosti je

dát regulátorovi nástroj, který mu pomůže získat co nejvíce informací o činnosti vybraných subjektů, a to jak z hlediska jejich hospodaření, tak i z pohledu poskytování služeb jejich zákazníkům. Ze všech informací, které má regulátor k dispozici, může získat přehled o hospodářské situaci některého z obchodníků s cennými papíry a v kombinaci s informacemi od osoby, která vede evidenci investičních nástrojů, může regulátor velmi dobře zjistit informace o jednání některého z klientů tohoto obchodníka, které směřuje například k manipulaci s trhem. **Míra a rozsah** informačních povinností je **různá, a to v závislosti na daném druhu činnosti**, kterou ten který subjekt na kapitálovém trhu. Vykonává.

Z licencovaných poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu je **největší rozsah informačních povinností** zákonem uložen **obchodníkům s cennými papíry**. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu ukládá obchodníkovi s cennými papíry povinnost **nejpozději do 4 měsíců po skončení účetního období** předložit České národní bance **výroční zprávu a konsolidovanou výroční zprávu**, jejichž součástí je účetní závěrka ověřená auditorem. Obchodník s cennými papíry je zároveň povinen tuto zprávu **zveřejnit** způsobem umožňujícím **dálkový přístup**<sup>118</sup>. V případě, že valná hromada obchodníka s cennými papíry tuto účetní závěrku v uvedené lhůtě neschválí, je obchodník s cennými papíry povinen sdělit České národní bance důvody neschválení této účetní závěrky společně s uvedením způsobu řešení připomínek valné hromady. Tato zpráva musí být také zveřejněna způsobem umožňujícím **dálkový přístup**, a to včetně uvedení navrhovaného způsobu řešení připomínek.

Obchodník s cennými papíry je také povinen **nejpozději do 1 měsíce** po uplynutí kalendářního čtvrtletí informovat Českou národní banku **o své hospodářské situaci, o druzích a rozsahu informačních služeb** poskytnutých v tomto čtvrtletí, **o všech regulovaných trzích** včetně zahraničních a **osobách**, jejichž prostřednictvím prováděl pokyny zákazníků v tomto čtvrtletí, s uvedením skutečností, které ovlivnily výběr těchto osob, a případného prospěchu, který od těchto osob obdržel jako odměnu za využití jejich služeb, a o obchodech, které uzavřel nebo obstaral prostřednictvím regulovaných trhů nebo jiných osob.

**Zvláštní informační povinnost** obchodníka s cennými papíry souvisí s **náplní činnosti Garančního fondu obchodníků** a spočívá v povinnosti **informovat** Českou národní banku o

---

<sup>118</sup> Povinnost zveřejňovat stejné informace, které dostává k dispozici regulátor způsobem umožňujícím dálkový přístup (tj. na webových stránkách daného subjektu), značně napomáhá informační otevřenosti a velmi výrazně pomáhá investorské veřejnosti se orientovat při výběru subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu. Je nutné si však uvědomit, že uložení takové informační otevřenosti by bez její řádné kontroly nemělo žádný smysl. Například společnost Private Investors, a.s. zveřejňovala na svých webových stránkách cíleně nepravdivé a zavádějící informace, které taktéž zaslala Komisi pro cenné papíry.

**objemu majetku zákazníků** k poslednímu dni každého měsíce daného čtvrtletí. O všech výše uvedených skutečnostech je obchodník s cennými papíry povinen informovat taktéž způsobem umožňujícím dálkový přístup.

Další informační povinnost je zákonem uložena **obchodníkům s cennými papíry, kteří nejsou bankou**. Tito obchodníci jsou povinni informovat Českou národní banku **do 20 dnů** od konce každého kalendářního měsíce o **dodržování kapitálové přiměřenosti**<sup>119</sup>. Tito obchodníci jsou dále povinni **nejpozději do jednoho měsíce** po uplynutí kalendářního čtvrtletí informovat Českou národní banku o **dodržování pravidel kapitálové přiměřenosti** a také jsou povinni **jednou ročně nejpozději do jednoho měsíce** po konání řádné valné hromady **předložit seznam osob**, které měly v uplynulém roce **kvalifikovanou** účast na obchodníkovi s cennými papíry, který není bankou nebo které s ním byly úzce propojeny. K dalším informačním povinnostem obchodníka s cennými papíry patří povinnost oznámit České národní bance **rozhodnutí valné hromady o zrušení společnosti s likvidací nebo změně předmětu podnikání**. V této souvislosti je nutné upozornit na tzv. **exkluzivitu činnosti** obchodníka s cennými papíry, jenž (stejně jako je tomu u burzy) může mít za předmět podnikání pouze činnosti uvedené v povolení k činnosti. Je otázkou, zda by budoucí právní úprava neměla **tuto exkluzivitu přehodnotit**, respektive, zda by nemělo dojít k rozšíření činností, které je obchodník s cennými papíry oprávněn provozovat. Podle současné právní úpravy totiž obchodník s cennými papíry nemůže například obchodovat na komoditních burzách, a to ani s tzv. komoditními deriváty. Při úvahách o budoucí právní úpravě by také bylo **nepochybně přínosné zvážit**, zda **informační povinnost** v tomto rozsahu (např. informace o hospodářských výsledcích poskytované čtvrtletně a poté celoročně, nebo informace o kapitálové přiměřenosti poskytovaná měsíčně a následně čtvrtletně) je pro **výkon dohledu opravdu nutná** a pro obchodníky s cennými papíry, resp. jejich klienty, kteří tyto náklady s poskytováním těchto informací nakonec nesou, nezátěžující.

Obchodník s cennými papíry má také povinnost zaslat České národní bance pozvánku na jednání valné hromady, kde bude tato záležitost projednávána. Obchodník s cennými papíry nebo **institucionální investor** jsou dále povinni **informovat regulátora o obchodech s investičními nástroji** přijatými k obchodování na regulovaném trhu, které uzavřeli mimo regulovaný trh na vlastní účet nebo na účet jiné osoby<sup>120</sup>.

<sup>119</sup> *Obchodníci s cennými papíry, kteří jsou bankou, plní tuto povinnost do 1 měsíce po uplynutí kalendářního čtvrtletí*

<sup>120</sup> *Výjimkou z této povinnosti jsou obchody uzavřené s Českou národní bankou nebo Českou republikou.*

Dalším subjektem, resp. subjekty, které jsou povinny plnit informační povinnost vůči České národní bance jsou **organizátoři regulovaného trhu** (tzn. burza a organizátor mimoburzovního trhu). Organizátor regulovaného trhu je **povinen zasílat České národní bance informace a podklady potřebné pro výkon dohledu**. Tato zákonem velmi obecně formulovaná povinnost by měla být dále blíže upravena prováděcím právním předpisem, který by měl stanovit lhůtu pro zasílání informací a podkladů, podrobnosti o jejich obsahu, formě, členění a způsobu zasílání regulátorovi<sup>121</sup>. Organizátor mimoburzovního trhu je mimo tuto informaci povinen předložit České národní bance **nejpozději do 4 měsíců** po skončení účetního období svou **výroční zprávu a konsolidovanou výroční zprávu**, je-li podle zvláštního právního předpisu upravujícího účetnictví povinen tuto zprávu sestavovat. Organizátor regulovaného trhu předkládá České národní bance **nejpozději do 1 měsíce** po uplynutí kalendářního čtvrtletí **výsledky svého hospodaření v uplynulém čtvrtletí a jednou ročně, nejpozději pak do 1 měsíce** po konání řádné valné hromady **seznam osob**, které na něm měly k datu konání valné hromady, případně k datu předcházejícímu datu podání seznamu, **kvalifikovanou účast** a které s ním byly k tomuto datu úzce propojeny, jsou-li mu známy. Organizátorovi regulovaného trhu je zákonem stanovena obdobná povinnost jako obchodníkovi s cennými papíry, tj. informovat Českou národní banku o obchodech s investičními nástroji, které byly uzavřeny na jím organizovaném regulovaném trhu. Pouze **organizátor mimoburzovního trhu** je dále povinen všechny tyto údaje uveřejnit bez zbytečného odkladu po jejich předložení České národní bance způsobem umožňujícím dálkový přístup. Také v tomto případě zákon **diverzifikuje mezi burzou a organizátorem regulovaného trhu**, a to nejen v rozsahu informačních povinností (burza nemá za povinnost předložit regulátorovi výroční zprávu), ale také v povinnosti zveřejnění daných informací široké veřejnosti. Budoucí právní úprava, by měla, podle mého názoru, tuto povinnost zveřejnění rozšířit i na burzu.

**Nejdůležitější** informační povinnost **provozovatele vypořádacího systému** spočívá v povinnosti oznámit regulátorovi každou **změnu ve složení účastníků vypořádacího systému** nebo **změnu v údajích**<sup>122</sup> o účastníkovi vypořádacího systému. V této souvislosti je třeba také zmínit tomu odpovídající povinnost tohoto účastníka oznámit provozovateli vypořádacího

<sup>121</sup> Ani tento prováděcí právní předpis nebyl dosud přijat.

<sup>122</sup> Údaji o osobě se podle zákona č. 256/2004 Sb., rozumí: u právnické osoby – obchodní firma nebo název, sídlo a identifikační číslo, bylo-li přiděleno, u fyzické osoby – jméno a příjmení, datum narození, adresa bydliště, u podnikatele zapsaného do obchodní rejstříku – obchodní firma, popřípadě místo podnikání, a identifikační číslo, bylo-li přiděleno.

systemu každou změnu v údajích o něm. Účastník vypořádacího systému má také povinnost poskytnout osobě, která prokáže právní zájem<sup>123</sup>, na její žádost informaci o vypořádacích systémech, kterých se účastní, a o jejich pravidlech. Tatáž informační povinnost je také uložena osobě, která má sídlo v České republice a je účastníkem vypořádacího systému provozovaného podle právního řádu jiného členského státu Evropské unie. Tato osoba je také povinna oznámit České národní bance neprodleně změnu svého sídla. Provozovatel vypořádacího systému má stejně jako organizátor regulovaného trhu povinnost zasílat regulátorovi informace a podklady potřebné pro výkon dohledu. I v případě provozovatele vypořádacího systému jsou lhůty pro zasílání informací a podkladů, podrobnosti o jejich obsahu, formě a způsobu zasílání stanoveny prováděcím právním předpisem<sup>124</sup>.

Jak jsem již několikrát poukázal výše, **právní úprava povinností provozovatele vypořádacího systému**, resp. vypořádacího systému, i v této oblasti **poněkud zaostává** za právní úpravou povinností **ostatních licencovaných subjektů**. Ačkoliv provozování vypořádacího systému je činností náročnou na řízení rizik, kdy jsou tomuto subjektu svěřeny velké prostředky, nemá tento subjekt žádnou povinnost zveřejňovat svoje ekonomické výsledky, ani o nich alespoň regulátoru informovat. **Budoucí právní úprava** by měla rozsah informačních povinností **provozovatele vypořádacího systému** i v této oblasti **více přiblížit** právní úpravě např. burzy nebo organizátora mimoburzovního trhu.

Obdobný rozsah informační povinnosti jaký mají výše uvedené subjekty, má i **centrální depozitář**. Ten je také ze zákona povinen zasílat regulátorovi **informace a podklady** potřebné pro výkon dohledu, přičemž i zde je lhůta, obsah, forma a způsob stanoven prováděcím právním předpisem<sup>125</sup>. Centrální depozitář je dále povinen **informovat regulátora o převodu nebo přechodu akcií** centrálního depozitáře na jinou osobu, **o změně účastníka** centrálního depozitáře nebo **o pozastavení účasti** v centrálním depozitáři a také **o podání návrhu na prohlášení konkurzu** na majetek centrálního depozitáře nebo návrhu na vyrovnání. V souvislosti s existencí centrálního depozitáře je také potřeba zmínit, že jde o subjekt, který je zároveň provozovatelem vypořádacího systému, a z tohoto důvodu se na něj a na účastníky tohoto vypořádacího systému vztahují i stejné informační, případně oznamovací povinnosti, jaké jsou uloženy provozovateli vypořádacího systému. I zde však

<sup>123</sup> *Pojem právní zájem není zákonem blíže definován a v případě vznesení takové žádosti by mohlo dojít ke sporu o to, zda tato informace bude nebo nebude žadateli poskytnuta.*

<sup>124</sup> *Tento prováděcí právní předpis nebyl dosud přijat.*

<sup>125</sup> *Tento prováděcí právní předpis nebyl dosud přijat.*

považují ještě jednou za nutné upozornit na tuto nepřilíš systémovou dvojakost postavení centrálního depozitáře. Jak jsem již uvedl, **rozsah subjektů**, které mohou být účastníky centrálního depozitáře s přístupem k vedení evidence a rozsah subjektů, které mohou být účastníky pouze vypořádacího systému provozovaného centrálním depozitářem, je **různý**. Na účastníky vypořádacího systému je zákonem kladena povinnost informovat centrální depozitář a regulátora o změnách v důležitých skutečnostech. Druhému typu účastníků však žádná taková povinnost uložena není. Domnívám se, že praxe fungování centrálního depozitáře (vznikne-li) přinese v budoucnu díky této dvojakosti právní úpravy jeho postavení nemalé problémy.

**Speciální formou informační povinnosti** je povinnost **poskytování údajů** osobou, která **vede evidenci** investičních nástrojů, konkrétně pak centrálního depozitáře a osoby, která vede samostatnou evidenci investičních nástrojů. Tyto osoby jsou povinny poskytnout **údaje z evidence a dokumenty**, které jsou povinny uchovávat tzv. oprávněným osobám<sup>126</sup>. Centrální depozitář získává tyto údaje i z evidence a dokumentů osoby, která vede evidenci navazující na centrální evidenci a také může poskytovat tyto údaje za osobu, která vede samostatnou evidenci, pokud má s touto osobou uzavřenu smlouvu, a to za podmínek vyjádřených v této smlouvě a v provozním řádu centrálního depozitáře. Osoba vedoucí samostatnou evidenci získává tyto údaje a dokumenty i od osoby, která vede evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů. **Konkrétní právní úprava** toho, jak jsou tyto informace **získávány**, resp. **povinnost** těchto navazujících evidencí, tyto údaje a dokumenty poskytnout **chybí**. Zřejmě až praxe fungování centrálního depozitáře ukáže, zda je žádoucí, aby budoucí právní úprava takovou úpravu obsahovala. Právní úprava poskytování informací podle § 115 zákona o podnikání na kapitálovém trhu obsahuje povinnost oprávněných osob uhradit centrálnímu depozitáři, resp. osobě, která vede samostatnou evidenci vynaložené náklady v souladu s vyhláškou<sup>127</sup>. Při uplatňování tohoto ustanovení může v budoucnu nastat kolize např. s ustanoveními Občanského soudního řádu<sup>128</sup>.

**Obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel, burza, organizátor mimoburzovního trhu, provozovatel vypořádacího systému a centrální depozitář** jsou

<sup>126</sup> Osoby vyjmenované v § 115 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu – soud, exekutor, orgány činné v trestním řízení, správci daně, Česká národní banka, správce konkurzní podstaty, vyrovnací správce, BIS, ministerstvo financí.

<sup>127</sup> Také tato vyhláška dosud nebyla vydána.

<sup>128</sup> Ustanovení § 128 Občanského soudního řádu stanoví povinnost všem subjektům bezúplatně na dotaz sdělit soudu skutečnosti, které mají význam pro řízení a rozhodnutí.

povinni oznámit regulátorovi všechny změny ve skutečnostech, na jejichž základě jim bylo uděleno povolení k činnosti (nebo registraci). Burza a organizátor mimoburzovního trhu jsou také, stejně jako obchodník s cennými papíry, povinni informovat Českou národní banku o rozhodnutí valné hromady o zrušení společnosti s likvidací nebo změně předmětu podnikání. Burza i organizátor mimoburzovního trhu jsou povinni zaslat České národní bance pozvánku na valnou hromadu, na jejíž program je zařazeno jednání o jejích zrušení, o změně předmětu podnikání, o jejich přeměně nebo o převodu nebo nájmu podniku burzy nebo organizátora mimoburzovního trhu nebo jeho části. Na rozdíl od výše uvedených subjektů je provozovatel vypořádacího systému povinen zaslat regulátorovi pozvánku na valnou hromadu jen v případech, že bude na její program zařazeno jednání o jeho zrušení, o změně předmětu podnikání nebo jednání o jeho přeměně. Převod nebo nájem podniku vypořádacího systému nebo jeho části může tedy bez problémů proběhnout bez souhlasu České národní banky. Centrální depozitář má povinnost zaslat regulátorovi pozvánku na valnou hromadu, na jejíž program je zařazeno jednání o zrušení, převodu nebo nájmu podniku nebo jeho části, rozdělení nebo fúzi centrálního depozitáře, ale odlišně od jiných subjektů je povinen také zaslat regulátorovi pozvánku na valnou hromadu, na jejíž program je zařazeno jednání o snížení či zvýšení základního kapitálu. Budoucí právní úprava by měla podle mého názoru sjednotit rozsah tohoto druhu informačních povinností. Současná právní úprava je v této oblasti velmi nepřehledná a především u každého licencovaného subjektu jiná.

### 5.1.2. Informační povinnosti subjektů v oblasti kolektivního investování

Zákonem uložená informační povinnost subjektům působícím v oblasti kolektivního investování je všeobecně považována za minimálně stejně důležitou, jako je tomu v případě obchodníků s cennými papíry. Proto rozsah této informační povinnosti je velmi podobný. Investiční společnost a investiční fond jsou povinni nejpozději do 4 měsíců po skončení účetního období zaslat České národní bance<sup>129</sup> svou výroční zprávu a konsolidovanou výroční zprávu. Investiční společnost je zároveň povinna předložit i výroční zprávu za každý obhospodařovaný podílový fond. Investiční společnost a investiční fond mají za povinnost uveřejnit tyto zprávy způsobem umožňujícím dálkový přístup. Součástí výroční zprávy nebo konsolidované výroční zprávy musí být účetní závěrka nebo konsolidovaná účetní závěrka ověřená auditorem. V případě, že valná hromada investiční společnosti nebo

<sup>129</sup> Povinnost uveřejnit výroční zprávu za podílový fond se nevztahuje na speciální fond kvalifikovaných investorů.

investičního fondu neschválí v uvedené lhůtě účetní závěrku nebo konsolidovanou účetní závěrku, nebo pokud soud rozhodne o neplatnosti valné hromady, která schválila účetní závěrku nebo konsolidovanou účetní závěrku, investiční společnost nebo investiční fond jsou povinni o této skutečnosti informovat Českou národní banku způsobem umožňujícím dálkový přístup. Investiční společnost nebo investiční fond jsou povinny v této informaci uvést také způsob řešení připomínek valné hromady. Investiční společnost nebo investiční fond jsou také povinny bez zbytečného odkladu informovat Českou národní banku o **každé změně**, která může **významně ovlivnit hodnotu akcie** nebo podílového listu fondu kolektivního investování nebo informaci, která může **významně zhoršit hospodářskou** situaci investiční společnosti nebo investičního fondu. Investiční společnost nebo investiční fond jsou povinny předložit České národní bance nejpozději **do 1 měsíce** po konání řádné valné hromady **seznam osob**, které na nich měly v uplynulém roce **kvalifikovanou účast**, nebo které s nimi byly úzce propojeny.

**Fond kolektivního investování a investiční společnost** jsou povinni do **2 měsíců** po uplynutí prvních 6 měsíců účetního období vypracovat a zaslat České národní bance v elektronické podobě svou **pololetní zprávu** a také ji uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup<sup>130</sup>. Výroční i pololetní zpráva fondu kolektivního investování musí být k dispozici v sídle fondu a na požádání musí být akcionářům nebo podílníkům bez zbytečného odkladu bezplatně zaslána. Fond kolektivního investování je povinen bez zbytečného odkladu **informovat** Českou národní banku o **překročení investičního limitu** stanoveného tímto zákonem nebo o jiném závažném porušení zákona nebo statutu fondu kolektivního investování.

Mezi informační povinnosti investiční společností dále patří povinnost **informovat** Českou národní banku o tom, že **investiční společnost založila jako jediný zakladatel** právnickou osobu, o **zřízení nebo zrušení organizační složky**, nebo o **nabytí nebo pozbytí kvalifikované účasti** na právnické osobě. Investiční společnost, která má umístěnou organizační složku na území státu, který není členským státem EU, je povinna informovat Českou národní banku o **opatření k nápravě nebo pokutě**, která jí byla uložena **orgánem dohledu** tohoto státu, s uvedením důvodu uložení tohoto opatření k nápravě nebo pokuty.

Investiční společnost je také povinna **doručit** České národní bance neprodleně **zápis o pozastavení vydávání nebo odkupování** podílových listů otevřeného podílového fondu a **současně uveřejnit** způsobem umožňujícím dálkový přístup datum a přesný čas rozhodnutí o

<sup>130</sup> Povinnost vypracovat pololetní zprávu se nevztahuje na fond kvalifikovaných investorů.



pozastavení vydávání nebo odkupování podílových listů, důvody tohoto pozastavení a dobu, na kterou se vydávání nebo odkupování podílových listů pozastavuje. Investiční společnost je povinna informovat Českou národní banku o **přijatých opatřeních** a dalších skutečnostech **směřujících k odstranění** příčin pozastavení vydávání nebo odkupování podílových listů otevřeného podílového fondu do 3 pracovních dnů ode dne pozastavení. V případě **speciálního fondu nemovitostí** je investiční společnost též povinna **informovat** Českou národní banku o **průběhu odstraňování** příčin pozastavení, a to každých 6 měsíců až do dne obnovení vydávání nebo odkupování podílových listů. Zákon **opravňuje** Českou národní banku takové rozhodnutí **zrušit** v případě, že pozastavení vydávání nebo odkupování podílových listů otevřeného podílového fondu ohrožuje zájmy podílníků. V takovém případě je investiční společnost povinna neprodleně uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup informaci o tom, že Česká národní banka zrušila pozastavení vydávání nebo odkupování podílových listů otevřeného podílového fondu.

V případě, že investiční společnost **hodlá** poskytovat službu v **jiném členské státě EU** prostřednictvím organizační složky, je povinna tuto skutečnost předem **oznámít** České národní bance. Česká národní banka je **oprávněna vydat** rozhodnutí, kterým **odmítne** sdělit příslušnému orgánu dohledu hostitelského státu zákonem stanovené údaje o této investiční společnosti. Tímto rozhodnutím je úmysl investiční společnosti **fakticky zamítnut**. Obdobná povinnost platí i v případě, kdy investiční společnost **hodlá** poskytovat služby v hostitelském státě bez umístění organizační složky nebo v případě, že investiční společnost chce veřejně nabízet podílové listy standardního fondu v hostitelském státě prostřednictvím jiné k tomu oprávněné osoby. Obdobnou povinnost má vůči České národní bance i **zahraniční standardní fond**, který **hodlá** své cenné papíry veřejně nabízet v České republice. Zahraniční standardní fond může začít veřejně nabízet cenné papíry v České republice ode dne, kdy obdrží sdělení České národní banky o tom, že splňuje podmínky pro veřejné nabízení cenných papírů v České republice. Zahraniční standardní fond je také povinen informovat bez zbytečného odkladu Českou národní banku o **změně smlouvy**, kterou se zajišťuje vyplácení výnosů z cenných papírů vydaných tímto fondem, odkupování cenných papírů tohoto fondu, uveřejňování informací, které je tento fond povinen uveřejňovat a vyplácení podílů vlastníkům cenných papírů, které tento fond vydal. Také **speciální fond**<sup>131</sup> je povinen Českou národní banku informovat o svém **záměru veřejně nabízet akcie** nebo podílové listy

---

<sup>131</sup> Speciálním fondem se podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování rozumí fond kolektivního investování, který nespĺňuje požadavky práva Evropských společenství.

v zahraničí. Investiční společnost je povinna oznámit České národní bance skutečnost, že průměrná hodnota majetku v otevřeném podílovém fondu za posledních 6 kalendářních měsíců je nižší než 50 milionů Kč.

Fond kolektivního investování je povinen **uveřejňovat statut<sup>132</sup>, zjednodušený statut, stanovy, výroční zprávu a pololetní zprávu** za prvních 6 měsíců účetního období. Zvláštní informační povinností je povinnost fondu kolektivního investování **informovat** Českou národní banku o tom, že jeho **vlastní kapitál nedosáhl** do jednoho roku ode dne udělení povolení k činnosti investičního fondu nebo povolení k vytvoření podílového fondu alespoň zákonem požadovaných 50 milionů Kč. Statut, zjednodušený statut a každou jejich změnu je fond kolektivního investování povinen zveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup. Fond kolektivního investování nebo investiční společnost jsou povinny každému upisovateli akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování před uzavřením smlouvy o úpisu nabídnout bezúplatně zjednodušený statut v aktuálním znění a poskytnout bezúplatně na požádání statut v aktuálním znění. Dále jsou povinny tomuto upisovateli poskytnout poslední uveřejněnou výroční zprávu fondu kolektivního investování a pololetní zprávu fondu kolektivního investování, pokud ji fond vypracovává. Fond kolektivního investování je povinen na žádost investora poskytnout ke statutu také další informace o kvantitativních omezeních uplatňovaných při řízení rizik spojených s investováním a o vývoji těchto rizik a výnosů s rozdělením podle jednotlivých druhů majetku.

**Standardní fond<sup>133</sup>** je povinen pololetně **informovat** Českou národní banku o druzích **finančních derivátů<sup>134</sup>**, do nichž investoval, a o rizicích spojených s těmito investicemi, kvantitativních omezeních a metodách, které byly zvoleny pro hodnocení rizik spojených s operacemi využívajícími tyto finanční deriváty.

**Otevřený podílový fond** je povinen uveřejňovat způsobem umožňujícím dálkový přístup i)

<sup>132</sup> Statut fondu kolektivního investování je dokument, který obsahuje informace o způsobu investování fondu kolektivního investování a další informace nezbytné pro investory k přesnému a správnému posouzení investice, zpracované formou srozumitelnou běžnému investorovi nebo v případě speciálního fondu kvalifikovaných investorů formou srozumitelnou kvalifikovanému investorovi. Zjednodušený statut obsahuje vybrané údaje ze statutu. Statut fondu kolektivního investování obsahuje též vysvětlení rizik spojených s investováním způsobem srozumitelným investorům.

<sup>133</sup> Standardním fondem se podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování rozumí fond kolektivního investování, který splňuje požadavky práva Evropských společenství.

<sup>134</sup> Pojem finanční derivát není zákonem č. 256/2004 Sb., ani jinými zákony definován. Všeobecně se jím rozumí nástroj pro obchodování s celou řadou užitečných produktů, kterými jsou zejména akcie, opce, komoditní futures a speciálně CFDs a Forex (obchodování s měnami). Finanční deriváty mají povahu kontraktu, nebo-li smlouvy. Obchoduje se smluvně s kontrakty, které zajišťují určitá standardizovaná množství podkladových aktiv, komodit. Finanční derivát umožňuje právo koupit nebo prodat standardizované množství akcií, opcí, komodit, CFDs nebo

nejméně jednou za 2 týdny údaj o **aktuální hodnotě vlastního kapitálu** fondu kolektivního investování a údaj o **aktuální hodnotě podílového listu**<sup>135</sup>, ii) za každý kalendářní měsíc **údaj o počtu vydaných a odkoupených podílových listů** a o částkách, za které byly tyto podílové listy vydány a odkoupeny, iii) za každý kalendářní měsíc **údaj o struktuře majetku** v otevřeném podílovém fondu k poslednímu dni měsíce. **Investiční fond** nebo **uzavřený podílový fond** vypočítává a uveřejňuje způsobem umožňujícím dálkový přístup nejméně jednou za 2 týdny **údaj o aktuální hodnotě vlastního kapitálu** a o **aktuální hodnotě akcie nebo podílového listu** a nejméně jednou měsíčně **údaj o struktuře majetku** v investičním fondu nebo v uzavřeném podílovém fondu. Všechny tyto informace jsou otevřený podílový fond, investiční fond a uzavřený podílový fond<sup>136</sup> povinny bez zbytečného odkladu zaslat České národní bance, která může povolit prodloužení lhůty pro zveřejňování údajů, které jsou tyto subjekty povinny zveřejňovat v období nejméně jednou za 2 týdny na jedenkrát za měsíc, pokud tímto prodloužením nehrozí poškození zájmů akcionářů nebo podílníků.

**Speciální fond kvalifikovaných investorů** je povinen zaslat České národní bance nejpozději do 2 měsíců po uplynutí každých 6 měsíců účetního období **údaje** i) o **objemu** obhospodařovaného **majetku**, ii) o **aktuální hodnotě** jím vydaného cenného papíru, iii) o **počtu investorů** s rozdělením na investory se sídlem nebo bydlištěm v České republice, investory se sídlem nebo bydlištěm v zahraničí a investory patřící do skupiny, za kterou se vypracovává konsolidovaná účetní závěrka, iv) o **hodnotě majetku** připadajícího na investory se sídlem v České republice a o hodnotě majetku připadajícího na investory se sídlem nebo bydlištěm v zahraničí a informace v) o **objemu vydaných a odkoupených podílových listů**. Speciální fond kvalifikovaných investorů je rovněž povinen neprodleně informovat Českou národní banku o tom, že **počet investorů** tohoto fondu **překročí limit 100 akcionářů nebo podílníků**. Speciální fond kvalifikovaných investorů je zároveň povinen požádat o povolení k překročení tohoto limitu.

**Depozitář fondu kolektivního investování** je povinen neprodleně informovat Českou národní banku a zároveň i fond kolektivního investování o **právní skutečnosti**, jejímž důsledkem je **zánik závazku** z depozitářské smlouvy. Této povinnosti odpovídá následná

---

*měny v reálném nebo budoucím čase na základě přesně definovaných smluvních vztahů. Tyto smluvní vztahy jsou určovány na jednotlivých trzích jejich tvůrci.*

<sup>135</sup> V případě, že se jedná o speciální fond nemovitostí nebo speciální fond kvalifikovaných investorů, který má stanovené termíny pro odkup, musí být tento údaj uveřejněn k termínu stanovenému pro podání žádosti o odkup podílových listů.

<sup>136</sup> Speciální fond kvalifikovaných investorů není povinen tyto informace uveřejňovat, pokud je ve stejném rozsahu poskytne všem svým podílníkům či akcionářům.

povinnost fondu kolektivního investování neprodleně informovat Českou národní banku o **pozastavení nakládání s majetkem** a vydávání akcií nebo vydávání a odkupování podílových listů. Také tuto informaci je fond kolektivního investování povinen zveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup. Depozitář je také povinen informovat Českou národní banku o tom, že **zjistil skutečnost**, která nasvědčuje tomu, že investiční společnost nebo investiční fond **porušily** zákon, statut, depozitářskou smlouvu nebo smlouvu o obhospodařování. Také je povinen informovat Českou národní banku pokud při své činnosti zjistí **skutečnost**, která **může významně ovlivnit hodnotu akcií** nebo podílových listů fondu kolektivního investování nebo která **může vést k podstatnému zhoršení** hospodářské situace fondu kolektivního investování. Obdobnou informační povinnost má depozitář v případě, že dospěje k názoru, že investiční společnost nebo investiční fond **svým pokynem porušily** významně zákon, depozitářskou smlouvu nebo smlouvu o obhospodařování. V takovém případě nejen informuje ČNB, ale také **tento pokyn neprovede**. Depozitář je také povinen **zaslat** České národní bance **kopii žádosti** směřující na osobu vedoucí evidenci investičních nástrojů, o **pozastavení výkonu práva účastníka operace**, která může poškodit zájmy akcionářů nebo podílníků fondu kolektivního investování, nakládat s cennými papíry vedenými na účtu tohoto účastníka nebo osobu provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry o pozastavení vypořádání obchodu, který může poškodit zájmy akcionářů nebo podílníků fondu kolektivního investování. Česká národní banka je ze zákona povinna do 3 pracovních dnů ode dne, kdy obdržela kopii žádosti pozastavení, zrušit nebo rozhodnout o předběžném opatření.

**Zahraniční speciální fond**, který má povolení k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice, je povinen bez zbytečného odkladu **informovat** Českou národní banku o **změnách ve skutečnostech**, na jejichž základě bylo povolení vydáno, a o změně smlouvy s bankou, kterou musí být zajištěno vyplácení výnosů z cenných papírů vydaných tímto fondem, odkupování cenných papírů tohoto fondu, uveřejňování informací, které je tento fond povinen uveřejňovat, a o vyplácení podílů vlastníkům cenných papírů, které tento standardní fond vydal, jestliže se fond zrušuje. Zahraniční speciální fond je dále povinen **uveřejňovat v České republice** informace, které uveřejňuje ve státě svého sídla, a to způsobem uvedeným ve statutu a informace, které nejsou zahrnuty v těchto informacích, a to způsobem uvedeným ve statutu.

Mezi informační povinnosti vůči regulátorovi patří také **povinnost** Investiční společnosti nebo investičního fondu **informovat** Českou národní banku bez zbytečného odkladu o **každé**

změně ve skutečnostech, na jejichž základě bylo vydáno povolení k činnosti investiční společnosti, povolení k činnosti investičního fondu nebo povolení k vytvoření podílového fondu.

Zákon o kolektivním investování také vymezuje podmínky, za jakých jsou informace vyžadovány. Pokud se jedná o uveřejňování informací na území České republiky, uveřejňují se tyto informace v **českém jazyce**. Pokud je tímto zákonem vyžadováno uveřejnění informací způsobem umožňujícím dálkový přístup, musejí být tyto informace uveřejněny **nejméně po dobu 3 let**.

### 5.1.3. Informační povinnosti emitenta kótovaného cenného papíru

**Hlavním cílem** zákonem stanovené informační povinnosti **emitenta** kótovaného cenného papíru je **umožnit investorovi získat všechny dostupné informace**, které jsou potřebné pro jeho **investiční rozhodnutí**, a zároveň **umožnit regulátorovi plnění** těchto informačních povinností **kontrolovat, vymáhat, případně sankcionovat** emitenta při jejich neplnění.

Emitent kótovaného cenného papíru je povinen uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup **výroční zprávu**, která obsahuje účetní závěrku ověřenou auditorem a konsolidovanou výroční zprávu, která musí obsahovat konsolidovanou účetní závěrku ověřenou auditorem, a to nejpozději do **4 měsíců** po skončení účetního období nebo ve lhůtě, kterou stanoví právní řád státu, ve kterém má tento emitent sídlo. Emitent je také povinen tyto zprávy **zaslat České národní bance** v jednom vyhotovení v **písemné** a v **elektronické** podobě v **českém jazyce**. Nově je zákonem stanovena **výjimka** pro emitenta se sídlem v zahraničí, který může výroční zprávu a konsolidovanou výroční zprávu **uveřejnit** způsobem **umožňujícím dálkový přístup** a zaslat ji České národní bance **pouze v anglickém jazyce**. Zákon stanoví, že výroční zpráva nebo konsolidovaná výroční zpráva musí poskytovat investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, podnikatelské činnosti a hospodářských výsledcích emitenta za uplynulé účetní období a o vyhlídkách jejich budoucího vývoje. Zákon také stanoví, že výroční zpráva nebo konsolidovaná účetní závěrka musí kromě náležitostí podle zákona o účetnictví dále obsahovat i) **informace o hospodářských výsledcích, finanční situaci a podnikatelské činnosti** za uplynulé účetní období v rozsahu údajů uváděných v **prospektu**, ii) **informace o předpokládané hospodářské a finanční situaci** v následujícím účetním období, iii) **informace o všech peněžních a naturálních příjmech**, které přijali za účetní období **vedoucí osoby a členové dozorčích rad** od emitenta a od osob ovládaných emitentem, a to souhrnně za všechny členy představenstva, souhrnně za všechny ostatní vedoucí osoby a souhrnně za

všechny členy dozorčí rady<sup>137</sup>, iv) informace o **počtu akcií vydaných emitentem**, které jsou ve vlastnictví statutárních orgánů nebo jejich členů, ostatních vedoucích osob emitenta a členů dozorčí rady, včetně osob těmto osobám blízkých, informace o **opčních a obdobných smlouvách**, jejichž podkladovým aktivem jsou účastnické cenné papíry vydané emitentem a jejichž smluvními stranami jsou uvedené osoby, nebo které jsou uzavřeny ve prospěch uvedených osob; informace se uvádějí souhrnně za všechny členy představenstva, souhrnně za všechny ostatní vedoucí osoby, souhrnně za všechny členy dozorčí rady a souhrnně za osoby těmto osobám blízké; uvedené osoby mají povinnost oznámit emitentovi potřebné údaje, v) **principy odměňování** vedoucích osob emitenta a členů dozorčí rady, vi) informace o **odměnách uhrazených** za účetní období **auditorům** v členění za jednotlivé druhy služeb, a to zvláště za emitenta a zvláště za konsolidovaný celek. Pokud není do 4 měsíců po skončení účetní období účetní závěrka nebo konsolidovaná účetní závěrka ověřená auditorem zveřejněna, emitent ji uveřejní způsobem umožňujícím dálkový přístup a zašle bez zbytečného odkladu České národní bance v jednom vyhotovení v písemné podobě a v elektronické podobě zprávu o auditu po jejím projednání se statutárním a dozorčím orgánem emitenta. Pokud valná hromada emitenta účetní závěrku nebo konsolidovanou účetní závěrku neschválí nebo pokud soud rozhodne o neplatnosti valné hromady, která schválila účetní závěrku nebo konsolidovanou účetní závěrku, emitent bez zbytečného odkladu o těchto skutečnostech informuje Českou národní banku a uveřejní je způsobem umožňujícím dálkový přístup. V této informaci je emitent povinen uvést též způsob řešení připomínek valné hromady. Česká národní banka je oprávněna povolit, aby emitent, který má povinnost sestavovat účetní závěrku i konsolidovanou účetní závěrku, uveřejnil pouze jednu z nich.

Emitent kótovaného cenného papíru je také povinen do 2 měsíců po uplynutí prvních 6 měsíců účetního období vypracovat, uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat České národní bance v elektronické podobě svou **pololetní zprávu**, a to v jazyce podle obdobné právní úpravy jako je tomu u účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky. Číselné údaje a informace uvedené v popisné části pololetní zprávy musí také obdobně jako je tomu u účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky poskytnout investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, předmětu podnikání a hospodářských výsledcích emitenta za uplynulé pololetí a o vyhlídkách budoucího vývoje uvedených ukazatelů. Pololetní zpráva emitenta

<sup>137</sup> Původní ustanovení § 118 odst. 3 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu přikazovalo emitentům zveřejňovat tento typ údajů za každého člena představenstva a dozorčí rady. Po diskuzích, které se týkaly smyslu a důvodu, proč uveřejňovat takové informace, (tento typ informací je ve všech vyspělých zemích běžně dostupný), přistoupilo MF ČR v rámci tzv. technické novely zákona na možnost zveřejňovat tyto údaje souhrnně.

kótovaného cenného papíru se uveřejňuje v konsolidované nebo nekonsolidované formě. Pololetní zpráva dále musí obsahovat i) **číselné údaje** v rozsahu rozvahy a výkazu zisku a ztráty, ii) ke každému z číselných údajů musí **obsahovat údaje** za odpovídající období předchozího roku, iii) **zprávu o auditu**, pokud výše uvedené číselné údaje ověřuje auditor a iv) **popisnou část**, která v rozsahu nezbytném pro přesné a správné posouzení vývoje podnikatelské činnosti emitenta a jeho hospodářských výsledků obsahuje popis podnikatelské činnosti a hospodářské výsledky emitenta za pololetí, na které se pololetní zpráva vztahuje, s uvedením důležitých faktorů, které ovlivnily podnikatelskou činnost a hospodářské výsledky emitenta, srovnání s odpovídajícím obdobím předchozího roku, předpokládaný budoucí vývoj podnikatelské činnosti emitenta a jeho hospodářských výsledků. Česká národní banka je **oprávněna povolit zúžení** obsahu pololetní zprávy, pokud se tím pololetní zpráva nestane klamavou a pokud bude zúžena pouze na informace, jejichž uveřejnění je v rozporu s veřejným zájmem nebo může významně poškodit emitenta, za předpokladu, že takové zúžení není nezbytné pro posouzení skutečností důležitých pro obchodování s cenným papírem.

Kromě informačních povinností ukládá zákon emitentovi kótovaného cenného papíru celou řadu **povinností**, které mají **zajistit rovnoprávné postavení a dostatečnou ochranu majitelů těchto cenných papírů**. Mezi tyto povinnosti patří povinnost: **zajistit rovné zacházení** se všemi vlastníky cenných papírů, které vydal, jimž vyplývá z vlastnictví těchto cenných papírů stejné postavení; tuto povinnost nemusí emitent kótovaného cenného papíru v případě splacení dluhopisů před lhůtou jeho splatnosti v souladu s emisními podmínkami; **povinnost zajistit výplatu výnosu** z cenného papíru, který vydal; emitent vyplatí tyto výnosy buď sám nebo prostřednictvím finanční instituce nebo pošty; povinnost neprodleně **uveřejnit** způsobem umožňujícím dálkový přístup **každou změnu práva** vztahujícího se kótovanému cennému papíru; povinnost **předložit organizátorovi regulovaného trhu**, na němž je tento cenných papír kótován, **návrh každé změny svých stanov** nebo **návrh každého rozhodnutí** o snížení nebo zvýšení základního kapitálu; emitent jiných cenných papírů než akcií má tuto povinnost pouze v případě, že navrhovaná změna má vliv na právo vlastníka tohoto cenného papíru; povinnost **informovat neprodleně organizátora regulovaného trhu**, na němž je cenných papír kótován, **o každé skutečnosti** významné pro ochranu investorů nebo pro řádné fungování trhu a tuto skutečnost uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup; povinnost **uveřejnit** způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat České národní bance v elektronické podobě **každou informaci** o svolání valné hromady, rozhodnutí o vyplácení

dividendy, rozhodnutí o vydání nových akcií, rozhodnutí o výkonu práva z vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů a výkonu upisovacího práva. Emitent je dále povinen **pro akcie**, které vydává a které jsou stejného druhu jako jím vydané akcie přijaté k obchodování na oficiálním trhu, podat do 1 roku od jejich vydání žádost o přijetí k obchodování na tomto trhu, pokud nedojde k jejich přijetí bez žádosti, dále je povinen **zajistit mechanismy** umožňující akcionářům **uplatňovat jejich akcionářská práva** a v případě, že cenné papíry jsou přijaty k obchodování na několika oficiálních trzích včetně zahraničních je emitent povinen **uveřejnit na všech těchto trzích stejné informace**.

Emitent kótovaných dluhopisů je mimo výše uvedené povinnosti povinen neprodleně uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat České národní bance v elektronické podobě každou informaci i) **o svolání schůze vlastníků dluhopisů, výkonu práva z vyměnitelného nebo prioritního dluhopisu, výplatě výnosu nebo splácení dluhopisu**, ii) **o přijaté půjčce nebo úvěru** a způsobu jejich zajištění nebo o jiné skutečnosti, které mohou podstatně ovlivnit schopnost emitenta plnit své závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů, iii) **o změně práva vztahujícího se k akciím**, které mohou být nabyty na základě vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů.

Emitent kótovaného cenného papíru je také povinen **nejméně jednou ročně** bez zbytečného odkladu po zveřejnění účetní závěrky uveřejnit a zaslat České národní bance v elektronické podobě **dokument**, který obsahuje nebo odkazuje na **všechny údaje**, které emitent uveřejnil za předcházejících 12 měsíců v České republice při plnění povinností podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, obchodního zákoníku a zákona upravujícího účetnictví nebo v jednom nebo více členských státech EU nebo v jiném státu při plnění svých povinností vyplývajících z práva Evropských společenství a vnitrostátních právních předpisů upravujících podnikání na kapitálovém trhu. V případě, že dokument pouze odkazuje na již uveřejněné údaje, je emitent povinen uvést kde lze tyto údaje získat. Tato povinnost se však nevztahuje na emitenty pouze dluhových cenných papírů, jejichž jmenovitá hodnota nebo cena za 1 kus se rovná alespoň částce odpovídající 50.000 EUR.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu **zakazuje** emitentovi kótovaných cenných papírů při plnění informačních povinností **používat nepravdivé, klamavé nebo zavádějící údaje, zamlžovat skutečnosti důležité pro rozhodování investorů, nabízet výhody**, jejichž spolehlivost nemůže zaručit, a **uvádět nesprávné údaje o své hospodářské situaci**.

**Emitent kótovaného cenného papíru**, který je přijat k obchodování na oficiálním trhu burzy



cenných papírů v jiném členském státě EU musí nejpozději v den prvního uveřejnění výroční zprávy nebo pololetní zprávy v kterémkoliv jiném členském státě EU doručit tyto zprávy České národní bance v českém nebo anglickém jazyce. V případě, že má být výroční zpráva nebo pololetní zpráva uveřejněna v České republice a v jiném členském státě EU nebo pokud byly cenné papíry přijaty k obchodování na oficiálním trhu burzy v obou státech současně, spolupracuje Česká národní banka s orgánem dohledu příslušného členského státu tak, aby mohl emitent uveřejnit v obou státech jednotné znění této zprávy nebo aby za jednotné znění této zprávy bylo uznáno znění, které vyhovuje požadavkům členského státu, ve kterém má emitent sídlo.

## 5.2. Povinnosti v oblasti ochrany vnitřních informací

Povinnosti v oblasti ochrany vnitřních informací úzce souvisí s informační povinností emitenta kótovaného cenného papíru. Stanovení informačních povinností emitenta a přijetí pravidel pro zacházení s neveřejnými informacemi by mělo vést k zajištění rovného přístupu k informacím a tím k zajištění rovnoprávného postavení investorů na kapitálovém trhu.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu definuje **vnitřní informaci** jako *přesnou informaci, která se přímo nebo nepřímo týká investičního nástroje nebo jiného nástroje, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU nebo o jehož přijetí k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU má bylo požádáno (dále jen finanční nástroj), jiného nástroje, který nebyl přijat k obchodování na regulovaném trhu členského státu EU a jehož hodnota se odvozuje od finančního nástroje, emitenta takových finančních nástrojů nebo jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny takového finančního nástroje nebo jeho výnosu, pokud tato informace není veřejně známá a pokud by poté, co by se stala veřejně známou, mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto finančního nástroje nebo jiného nástroje, jehož hodnota se odvozuje od tohoto finančního nástroje*. Za vnitřní informaci je považována i informace uvedená v předchozí definici sdělená zákazníkům při předávání pokynu k poskytování investiční služby. **Zasvěcenou osobou** je *osoba, která získá vnitřní informaci v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce, v souvislosti se svým podílem na základním kapitálu emitenta nebo podílem na hlasovacích právech emitenta, v souvislosti s plněním svých povinností nebo v souvislosti s trestným činem*. **Zasvěcenou osobou** je též osoba, která získá vnitřní informaci jiným způsobem a ví nebo může vědět, že jde o vnitřní informaci. **Zasvěcená osoba: nesmí využít vnitřní informaci** tím, že na svůj

účet nebo účet třetí osoby přímo či nepřímo nabude nebo zcizí finanční nástroj, jehož se vnitřní informace týká, nebo se o jeho nabytí či zcizení pokusí; toto neplatí, jestliže zasvěcená osoba plní svůj závazek ze smlouvy uzavřené před získáním vnitřní informace; **nesmí přímo nebo nepřímo učinit** jiné osobě doporučení k nabytí nebo zcizení finančního nástroje, kterého se vnitřní informace týká; **musí zachovávat mlčenlivost** o vnitřní informaci a zamezit jiné osobě přístup k této informaci, pokud sdělení této informace není součástí její běžné činnosti, povinnosti nebo zaměstnání.

Zákon dále ukládá obchodníkovi s cennými papíry, bance, instituci elektronických peněz<sup>138</sup>, spořitelnímu a úvěrnímu družstvu a institucionálnímu investorovi, který má důvodné podezření na využití vnitřní informace při uzavření obchodu, povinnost informovat bez zbytečného odkladu Českou národní banku. Tyto osoby jsou povinny o tomto oznámení zachovávat mlčenlivost.

Zákon také definuje, kdy se ustanovení o **ochraně vnitřních informací nepoužijí**. Jedná se o jednání při zpětném odkupu vlastních investičních nástrojů nebo při cenové stabilizaci investičního nástroje za podmínek stanovených přímo použitelným právním předpisem Evropských společenství, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003//ES o zneužívání trhu. Ustanovení o ochraně vnitřních informací se také nevztahují na operace uskutečňované Českou národní bankou, centrální bankou nebo jinou oprávněnou osobou při uskutečňování měnové nebo devizové politiky nebo při správě veřejného dluhu.

#### **5.2.1. Zvláštní povinnosti emitenta finančního nástroje a dalších osob ve vztahu k ochraně vnitřních informací**

**Emitent finančního nástroje** je povinen uveřejnit neprodleně způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat České národní bance v elektronické podobě **každou vnitřní informaci**, která se ho přímo týká. Toto je emitent povinen učinit tak, aby tato vnitřní informace byla srozumitelná a nebyla zkreslená. Tuto povinnost naopak **nemá** emitent finančního nástroje, který o přijetí finančního nástroje na regulovaný trh **nežádal ani s přijetím nesouhlasil**. Emitent finančního nástroje, který má tuto povinnost, je oprávněn odložit uveřejnění vnitřní informace ze závažných důvodů, jestliže neuveřejněním informace není veřejnost klamána a jestliže emitent je schopen zajistit důvěrnost této informace.

<sup>138</sup> *Institucí elektronických peněz se podle zákona 124/2002 Sb., o platebním styku rozumí akciová společnost nebo evropská společnost se sídlem na území České republiky, která vydává elektronické peníze a které k výkonu této činnosti udělila Česká národní banka licenci.*

Odložení uveřejnění vnitřní informace s uvedením důvodů odložení a obsahu této vnitřní informace je emitent povinen oznámit neprodleně České národní bance.

V případě, že emitent nebo osoba jednající jeho jménem nebo z jeho pověření sdělí vnitřní informaci třetí osobě, je emitent povinen **současně** tuto informaci **uveřejnit** způsobem umožňujícím dálkový přístup. Jestliže emitent nemohl sdělení informace předvídat, uveřejní informaci neprodleně po jejím sdělení. Povinnost uveřejnit informaci emitent nemá, je-li třetí osoba vázána povinností mlčenlivosti vyplývající z právních předpisů nebo smluvního ujednání.

Emitent je dále povinen **zajistit vedení seznamu osob**, které mají přístup k vnitřním informacím emitenta, a zajistit na žádost jeho poskytnutí bez zbytečného odkladu České národní bance. Ani tato povinnost se nevztahuje na emitenta, který o přijetí finančního nástroje na regulovaný trh nežádal ani s přijetím nesouhlasil. **Vedoucí osoba emitenta** a osoba, která je členem dozorčího orgánu emitenta, její manžel, její nezaopatřené děti, jiní příbuzní, kteří s ní žijí ve společné domácnosti po dobu nejméně jednoho roku, a dále jiné osoby, které jsou k vedoucí osobě emitenta nebo člena dozorčího orgánu emitenta v poměru rodinném nebo obdobném, žijí s ní ve společné domácnosti po dobu nejméně jednoho roku a újmu, kterou by utrpěla jedna z nich, by druhá důvodně pociťovala jako újmu vlastní, nebo právnické osoby, ve kterých jsou tyto osoby vedoucími osobami nebo členy dozorčího orgánu, které jsou ovládané těmito osobami nebo jejichž ekonomické zájmy jsou podstatnou měrou shodné s ekonomickými zájmy těchto osob, jsou **povinni** zaslat České národní bance **oznámení o transakci s cennými papíry** vydanými tímto emitentem nebo s finančními nástroji, odvozenými od těchto cenných papírů, kterou učinili na vlastní účet, a to do pěti dnů ode dne uskutečnění transakce. Česká národní banka toto oznámení bez zbytečného odkladu uveřejní způsobem umožňujícím dálkový přístup<sup>139</sup>.

Osoby, které v souvislosti s výkonem svého povolání nebo podnikání tvoří nebo **rozšiřují investiční doporučení**, nebo osoby s nimi propojené musí vynaložit přiměřenou péči k tomu, aby uvedené informace byly **poctivě vyjádřeny a prezentovány**, a aby mohly na žádost České národní banky doložit odůvodněnost investičního doporučení. Přitom musí **uvést** nebo **uveřejnit** své zájmy nebo střety zájmů týkající se finančních nástrojů, které jsou předmětem investičního doporučení. Investiční doporučení je zákonem definováno jako i) **informace od obchodníka s cennými papíry, banky, jiné osoby, jejíž hlavní podnikatelskou činností je**

<sup>139</sup> Tyto tzv. manažerské obchody jsou podle údajů České národní banky relativně rozšířeným jevem, od roku 2005 bylo uzavřeno řádově přes 150 obchodů v objemu stovek milionů Kč.

tvorba investičních doporučení nebo fyzické osoby, které pro ně pracují na základě pracovní smlouvy nebo jinak, přičemž tato informace přímo, či nepřímo doporučuje konkrétní investiční rozhodnutí týkající se finančního nástroje nebo emitenta nebo ii) informace od jiných osob, než jsou tyto osoby, která přímo doporučuje konkrétní investiční rozhodnutí týkající se finančního nástroje, včetně stanoviska ohledně současné nebo budoucí hodnoty či ceny takových finančních nástrojů, jestliže je určena pro veřejnost nebo lze její uveřejnění důvodně předpokládat.

### 5.3. Oznamování podílu na hlasovacích právech

Oznamování podílu na hlasovacích právech je zvláštní informační povinností, kterou má každá osoba, která dosáhne nebo překročí určitý podíl na hlasovacích právech emitenta. Specifikem této oznamovací povinnosti je to, že oznamovací povinnost směřuje nejen vůči regulátorovi, ale také vůči emitentovi a dále to, že tuto informační povinnost má každý subjekt z titulu vlastnictví tohoto podílu, a to bez ohledu na to, zda je nebo není poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu nebo jiným subjektem, který podléhá regulaci ze strany České národní banky.

Osoba, která dosáhne nebo překročí podíl na všech hlasovacích právech emitenta se sídlem v České republice, jehož akcie jsou přijaty k obchodování na oficiálním trhu v České republice nebo na oficiálním trhu burzy v jiném členském státě EU ve výši 3%, je-li základní kapitál emitenta vyšší než 100.000.000,-- Kč, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50% nebo 75%, nebo sníží svůj podíl na všech hlasovacích právech pod tyto hranice, oznámí tuto skutečnost emitentovi a České národní bance. Stejnou povinnost má i osoba, jejíž podíl na hlasovacích právech společnosti se sídlem v České republice, jejíž akcie byly poprvé přijaty k obchodování na oficiálním trhu v České republice nebo na oficiálním trhu burzy v jiném členském státě EU, dosahuje alespoň 5%. Oznamovací povinnost má i osoba, který zvýší nebo sníží svůj podíl na hlasovacích právech v důsledku zvýšení nebo snížení základního kapitálu.

Podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu se pro účely plnění oznamovací povinnosti považují za hlasovací práva plynoucí z účasti na emitentovi i hlasovací práva jiných osob uvedených v § 11 odst. 2<sup>140</sup> zákona a hlasovací práva z cenných papírů, která mohou nabýt

<sup>140</sup> Ustanovení § 11 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., definuje rozsah osob, které jejichž hlasovací práva se započítají pro účely výpočtu účasti na obchodníkovi s cennými papíry. Jedná se osoby, které jsou spolu vzájemně propojeny nebo jinak smluvně provázány.

oznamovatel nebo jiná osoba jednostranným projevem vůle, ke kterému jsou oprávněni na základě smlouvy. V tomto případě lhůta pro splnění oznamovací povinnosti začíná běžet ode dne, kdy došlo k uzavření smlouvy. Dále jsou to hlasovací práva z cenných papírů, které oznamovatel spravuje, obhospodařuje nebo jsou u něj uloženy na základě smlouvy o uložení cenných papírů, jestliže mu nebyly vlastníkem uděleny žádné pokyny týkající se hlasování. Oznamovatel v tomto případě může splnit svou oznamovací povinnost tím, že svůj podíl na hlasovacích právech oznámí emitentovi nejpozději 21 dnů před konáním valné hromady.

Osoba, které vznikla oznamovací povinnost, **oznámí** dosažení, překročení nebo snížení příslušného podílu **do 3 pracovních dnů** poté, co se dozví nebo mohla dozvědět o skutečnosti, která zakládá vznik oznamovací povinnosti. Nabytí či zvýšení účasti na emitentovi bez splnění oznamovací povinnosti sice nemá za následek neplatnost právního úkonu, ale hlasovací práva spojená s touto účastí nesmějí být vykonávána až do splnění oznamovací povinnosti. Oznamovací povinnost **vzniká bez ohledu** na to, že **osoba hlasovací práva z jakéhokoli důvodu nevykonává**. Pokud osoba hlasovací práva nevykonává, nedochází ke změně podílu na hlasovacích právech ani u této osoby, ani u jiných osob.

V případě, že podíl na hlasovacích právech nabudou nebo pozbudou osoby jednající ve shodě, jejich podíly na hlasovacích právech se pro účely plnění oznamovací povinnosti sčítají. Oznamovací povinnost jednotlivé osoby tím však není dotčena. Oznamovací povinnosti podléhá i změna v rozložení podílu na hlasovacích právech mezi osobami jednajícími ve shodě v rozsahu zakládajícím oznamovací povinnost. Zákon stanoví, že za osoby jednající ve shodě může oznamovací povinnost splnit jedna z osob jednajících ve shodě. Oznamovací povinnost naopak nemá: **osoba, za níž splnila oznamovací osoba, která ji ovládá, osoba, která je vlastníkem zaknihovaných akcií, jejíž podíl na hlasovacích právech lze zjistit z evidence centrálního depozitáře a která uzavřela s centrálním depozitářem smlouvu o tom, že bude plnit její oznamovací povinnost ve vztahu k emitentovi a České národní bance<sup>141</sup>, obchodník s cennými papíry v případech, kdy jej Česká národní banka této povinnosti zprostita, vlastník akcií investičního fondu.**

Česká národní banka může zprostit oznamovací povinnosti obchodníka s cennými papíry, který: je **členem burzy** v České republice nebo v jiném členském státě EU, **nabývá nebo zcizuje akcie**, a to i krátkodobě, s úmyslem využít rozdíl mezi nabývací a prodejní cenou,

---

<sup>141</sup> V tomto případě vzniká oznamovací povinnost centrálnímu depozitáři. Je však otázkou, zda v případě, že osoba uzavře s centrálním depozitářem příslušnou smlouvu a ten jí nedodrží, tedy nesplní oznamovací povinnost, ztrácí tato osoba právo vykonávat hlasovací práva.

**prohlásí, že nebude vykonávat hlasovací práva** spojená s těmito akciemi, a oznámí tuto skutečnost emitentovi.

Zákon také přímo definuje co **musí oznámení** podílu na hlasovacích právech **obsahovat**<sup>142</sup>. Údaje, které Česká národní banka obdržela od osoby, které vznikla oznamovací povinnost uveřejňuje Česká národní banka způsobem umožňujícím dálkový přístup, a to bez zbytečného odkladu, nejpozději do 7 kalendářních dnů po doručení oznámení nebo ode dne, kdy tuto skutečnost sama zjistí. Emitent informuje o podílu na hlasovacích právech veřejnost v členském státě EU, v němž je jím vydaný cenný papír přijat k obchodování na oficiálním trhu burzy, způsobem stanoveným právním řádem tohoto státu. Česká národní banka nemusí uveřejňovat informaci o podílu na hlasovacích právech a může zprostit emitenta povinnosti oznamovat podíl na hlasovacích právech v jiném členském státě EU, v němž je cenný papír přijat k obchodování na oficiálním trhu burzy, jestliže ji emitent o to požádá a jestliže uveřejnění oznámení je v rozporu s veřejným zájmem, nebo může významně poškodit emitenta a nemá pro veřejnost vliv na posouzení hodnoty akcií.

#### **5.4. Uchovávání dokumentů a údajů z evidence**

**Povinnost uchovávat dokumenty a údaje** se týká **obchodníků s cennými papíry** a všech **osob vedoucích evidenci investičních nástrojů**. **Obchodník s cennými papíry** je povinen uchovávat **dokumenty**, které se týkají poskytnuté investiční služby **nejméně 10 let** od konce kalendářního roku, ve kterém byla služba poskytnuta, a **záznamy komunikace** se zákazníkem týkající se poskytnuté investiční služby **nejméně 5 let** od konce kalendářního roku, ve kterém byla služba poskytnuta.

**Osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů** (tedy i obchodníci s cennými papíry v případě vedení tzv. navazujících evidencí) jsou povinny uchovávat **tuto evidenci a všechny dokumenty**, které se týkají údajů zapsaných do této evidence **po dobu 12 let** od konce kalendářního roku, ve kterém byl údaj v evidenci zapsán. I v této oblasti může podle současného ustanovení zákona dojít k určitému rozporu, který pro obchodníka s cennými papíry spočívá v tom, že dokumenty, které se týkají investiční služby mohou být zároveň dokumenty, které se týkají údajů zapsaných do evidence investičních nástrojů, pro které však platí jiná délka povinnosti uchovávat. Více diskutovaným problémem v této oblasti je však

---

<sup>142</sup> I toto ustanovení lze označit za poněkud nesystémové, protože náležitosti a detaily způsobu a formy plnění většiny informačních povinností jsou zákonem o podnikání na kapitálovém trhu zpravidla ponechány na úpravě prováděcím právním předpisem.

**otázka délky vedení evidence** investičních nástrojů. Zde se střetávají **dva přístupy**. Evidence investičních nástrojů je **technicky náročnou záležitostí**, která je z hlediska uchování dat v elektronické podobě, resp. údajů o změnách v těchto datech, **velmi nákladnou záležitostí**. Na druhé straně je faktem, že především v případě centrální evidence investičních nástrojů se **jedná o jedinou evidenci**, která potvrzuje **vlastnické právo** k některému z investičních nástrojů, které jsou v této evidenci vedeny. Teoreticky může nastat případ, kdy bude potřeba dohledat dokumenty a změny k některému z údajů z této evidence i po zákonem stanovené lhůtě. Předpokládám proto, že stanovení doby pro uchování údajů z evidence v délce 12 let ještě nemusí být konečné.

Obdobnou povinnost uchování (archivování) má i **investiční zprostředkovatel**, který je povinen uchovávat evidenci přijatých a předaných pokynů nejméně po dobu 10 let od konce kalendářního roku, ve kterém byla služba poskytnuta.

#### **5.5. Povinnost zachování mlčenlivosti**

Povinnost **zachovávat mlčenlivost** se vztahuje na **všechny informace**, které mohou mít **význam pro posouzení vývoje na kapitálovém trhu** nebo informace, které mohou **významně poškodit** osobu využívající služby poskytované na kapitálovém trhu a které nebyly uveřejněny<sup>143</sup>. Povinnost mlčenlivosti se vztahuje na **osobu, která je nebo byla vedoucí osobou, nuceným správcem, likvidátorem, správcem, konkurzním správcem, vyrovnacím správcem nebo zaměstnancem centrálního depozitáře** nebo jiné osoby **oprávněné vést evidenci investičních nástrojů, organizátora regulovaného trhu, obchodníka s cennými papíry, zahraniční osoby poskytující investiční služby v České republice, investičního zprostředkovatele, provozovatele vypořádacího systému, provozovatele tiskárny oprávněné k tisku kótovaných cenných papírů** nebo **osoby podléhající dohledu na konsolidovaném základě, který vykonává Česká národní banka**. Povinnost mlčenlivosti všech těchto osob **trvá i po ukončení jejich činnosti** ve výše uvedeném postavení. Zvláštní povinnost mlčenlivosti se pak vztahuje na mlčenlivost **zasvěcených osob o vnitřní informaci** (viz níže).

Zvláštní právní úpravu povinnosti mlčenlivosti obsahuje zákon o kolektivním investování. Ten stanoví, že **osoba, která je nebo byla vedoucí osobou investiční společnosti, investičního fondu nebo depozitáře fondu kolektivního investování, likvidátorem, nuceným správcem,**

<sup>143</sup> Zákon výslovně vyjmenovává případy, kdy jsou všechny osoby, na které se vztahuje povinnost mlčenlivosti této povinnosti zproštěny (např. občanské soudní řízení, soudní řízení správní, trestní řízení apod.).

správce konkurzní podstaty, vyrovnacím správcem nebo zaměstnancem investiční společnosti, investičního fondu nebo depozitáře fondu kolektivního investování, je povinna zachovávat mlčenlivost o **služebních věcech**, které se dotýkají zájmů investiční společnosti nebo investičního fondu nebo akcionářů nebo podílníků fondu kolektivního investování. Také zákon o kolektivním investování obsahuje úpravu zproštění povinnosti zachovávat mlčenlivost, a to obdobně jako je tomu v případě právní úpravy zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

## 5.6. Povinnosti v oblasti manipulace s trhem

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu definuje **manipulaci s trhem** jako *jednání osoby, která může zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce finančního nástroje nebo zkreslit kurz finančního nástroje*<sup>144</sup>. **Jakákoliv manipulace s trhem je zakázána.**

**Obchodník s cennými papíry, banka, instituce elektronických peněz, spořitelní a úvěrní družstvo a institucionální investor**, který má důvodné podezření, že určitý obchod může být manipulací s trhem, **informuje** o tomto podezření bez zbytečného odkladu Českou národní banku. Tyto osoby jsou povinny **zachovávat mlčenlivost** o tomto oznámení. **Organizátor regulovaného trhu** je povinen sledovat a vyhodnocovat obchodování na jím organizovaném trhu a přijímat **opatření zabraňující** zneužívání trhu. Pokud má organizátor regulovaného trhu důvodné podezření, že obchod byl uzavřen s využitím vnitřní informace nebo, že obchod může být považován za manipulaci s trhem je povinen tuto skutečnost neprodleně oznámit České národní bance.

Česká národní banka má v oblasti manipulace s trhem také **určité specifické pravomoci**. Především je oprávněna prováděcím právním předpisem v souladu s článkem 1 a článkem 16 odst. 5 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6 ES **stanovit podrobnější pravidla** pro posouzení manipulace s trhem. Česká národní banka **uznává tržní postupy**, které jsou uznávány na regulovaném trhu a **vydává o tom stanovisko**. Před vydáním tohoto stanoviska je Česká národní banka povinna konzultovat toto stanovisko se zástupci emitentů, poskytovatelů investičních služeb, investorů, ministerstva, orgánů dohledu a organizátorů regulovaného trhu. Při uznávání tržního postupu je Česká národní banka povinna přihlídnout ke strukturním charakteristikám příslušného trhu, k investičním nástrojům, které jsou na

<sup>144</sup> Zákon také definuje, které jednání manipulací s trhem není. Jedná se např. o rozšiřování informace novinářem při výkonu novinářské profese nebo rozšiřování informace osobou provádějící průzkum apod.



příslušném trhu obchodované a k účastníkům příslušného trhu. Dále by měla Česká národní banka přihlídnout například k účasti drobných investorů na trhu, na transparentnost, na posouzení, zda příslušný tržní postup neohrozí likviditu příslušného trhu apod.

### 5.7. Povinnosti obchodníka s cennými papíry

Mezi povinnosti obchodníka s cennými papíry, které jsou stanoveny zákonem a jejichž plnění by mělo napomoci k prevenci před selháními obchodníků s cennými papíry patří především povinnost: **dodržovat pravidla obezřetného poskytování investičních služeb, vést deník obchodníka s cennými papíry, dodržovat pravidla jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky a povinnost dodržovat kapitálovou přiměřenost.**

Pravidla obezřetného poskytování investičních služeb pro obchodníka s cennými papíry v sobě zahrnují pravidla, která upravují: **organizaci obchodníka s cennými papíry, nakládání s majetkem zákazníka a vedení evidence investičních nástrojů.**

Obchodník s cennými papíry je podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu **povinen zavést celou řadu administrativních opatření majících vztah k jeho vnitřní organizaci.** Obchodník je povinen zavést **administrativní a účetní postupy, kontrolní a bezpečnostní opatření při zpracování a evidenci dat, systém vnitřní kontroly, systém řízení rizik a systém řízení likvidity, postupy k omezení možnosti střetu zájmů** mezi ním a jeho zákazníkem nebo mezi jeho zákazníky navzájem, **pravidla pro uzavírání obchodů jeho zaměstnanců na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých, pravidla pro sdružování pokynů zákazníků, mechanismus kontroly činnosti investičních zprostředkovatelů,** které využívá při poskytování svých služeb, **opatření k ochraně vnitřních informací a opatření k předcházení manipulaci s trhem.** Tyto všechny postupy nebo pravidla jsou u většiny obchodníků s cennými papíry přijímána ve formě vnitřních předpisů nebo (v případě pravidel týkajících se především jednání se zákazníky, resp. vztahů mezi zákazníky navzájem) formou obchodních podmínek<sup>145</sup>.

**V oblasti nakládání s majetkem zákazníka je obchodník s cennými papíry povinen vést odděleně vlastní peněžní prostředky a peněžní prostředky svěřené mu zákazníkem a je povinen účtovat o majetku zákazníka odděleně.** Obchodník je dále povinen **zavést takové opatření, které zamezí tomu, aby majetek zákazníka spočívající v investičních nástrojích**

<sup>145</sup> Účelem všech těchto povinností týkajících se zavádění vnitřních pravidel je posílení role při plnění regulačních požadavků (tzv. compliance), tedy oblastí na niž je vyvíjen zvýšený tlak od doby vstupu země do EU.

nemohl být použit k obchodu na účet jiné osoby než tohoto zákazníka. Obchodník nesmí podle zákona použít majetek zákazníka spočívající v peněžních prostředcích k obchodu na účet jiné osoby, než je tento zákazník, a je povinen zajistit jednoznačnou identifikaci majetku zákazníka. S těmito povinnostmi souvisí ještě povinnost vykonávat odborné obchodní činnosti při poskytování investičních služeb prostřednictvím makléře a především poněkud obecně formulovaná povinnost mít materiální a personální vybavení přiměřené povaze a rozsahu jím poskytovaných služeb.

Povinnosti obchodníka s cennými papíry, které se týkají vedení evidence investičních nástrojů, přímo souvisí s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který zavedl ve vedení evidence investičních nástrojů relativně převratnou změnu, která spočívá ve změně subjektu, který vede tzv. centrální evidenci a ve změně způsobu vedení této evidence. Evidence dosud byla (a do doby zahájení činnosti centrálního depozitáře zatím stále je) vedena státem zřízeným Střediskem cenných papírů, za jehož závazky ručil (stále ručí) stát. Nově by pak tato evidence měla být převzata centrálním depozitářem, který je licencovaným podnikatelským subjektem. Druhá změna mající vztah právě k obchodníkům s cennými papíry spočívá v zavedení tzv. dvoustupňové evidence investičních nástrojů. Obchodník s cennými papíry se stal subjektem, který je oprávněn k vedení evidence navazující na centrální evidenci vedenou centrálním depozitářem a také subjektem, který je oprávněn k vedení tzv. samostatné evidence a evidence navazující na samostatnou evidenci. Pro obchodníka s cennými papíry plynou z této role následující povinnosti: obchodník s cennými papíry je povinen zajistit vedení evidence u zaknihovaných cenných papírů vedených v centrální evidenci cenných papírů na účtu zákazníků, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o úschově investičních nástrojů (platí pro vedení evidence navazující na centrální evidenci vedenou centrálním depozitářem). Obchodník s cennými papíry je také povinen zajistit vedení evidence zaknihovaných cenných papírů, vedených v samostatné evidenci vedené Českou národní bankou na účtu zákazníků, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o úschově investičních nástrojů (evidence navazující na evidenci vedenou Českou národní bankou). Obchodník s cennými papíry je dále povinen v oblasti vedení evidence povinen zajistit vedení evidence listinných investičních nástrojů a zahraničních investičních nástrojů, které mu zákazníci svěřili do úschovy, a zajistit vedení evidence investičních nástrojů, které mu zákazníci svěřili za účelem poskytnutí investiční služby a jejichž povaha vedení takové evidence umožňuje (vedení samostatné evidence).

Kromě povinností souvisejících se zajištěním vedení příslušné evidence vymezuje zákon další

povinnosti v této oblasti. Především je to povinnost **vést tuto evidenci v elektronické podobě**, a to za podmínek, které jsou pro vedení evidence vymezeny, tzn. vést tuto evidenci na majetkových účtech, dodržovat podmínky stanovené centrálním deponitářem, Českou národní bankou nebo jinou osobou vedoucí samostatnou evidenci apod.

Specifickou povinností stanovenou pouze pro obchodníky s cennými papíry je povinnost **vést deník obchodníka s cennými papíry**. Zákon tímto deníkem rozumí *evidenci přijatých pokynů k obstarání koupě, prodeje nebo jiného převodu investičních nástrojů a obchodů uzavřených na základě těchto pokynů*. Obchodník s cennými papíry je povinen vést deník, ve kterém jsou evidovány zejména: i) **přijaté pokyny** k obstarání koupě, prodeje nebo jiného převodu investičního nástroje, ii) **obchody** s investičními nástroji **uzavřené na účet zákazníka**, iii) **obchody** s investičními nástroji uzavřené obchodníkem s cennými papíry **na vlastní účet** bez ohledu na to, zda byly uzavřeny za účelem poskytnutí investiční služby. Deník obchodníka s cennými papíry musí být veden v **elektronické formě**.

Další zákonem stanovené povinnosti souvisí s **jednáním obchodníka s cennými papíry s jeho zákazníky**. Základním požadavkem v této oblasti je obecně definovaná povinnost **poskytovat investiční služby s odbornou péčí** spočívající zejména v kvalifikovaném, čestném a spravedlivém jednání v nejlepším zájmu zákazníků a řádného fungování trhu. Kromě této obecně deklarované povinnosti je obchodník s cennými papíry v této oblasti povinen **požadovat od zákazníka**, podle druhu a rozsahu zákazníkem požadovaných investičních služeb, **informaci o jeho hospodářské situaci, zkušenostech v oblasti investic** do investičních nástrojů a **informaci o cílech**, které mají být požadovanou službou dosaženy. V případě, že zákazníkem obchodníka s cennými papíry je profesionální investor, není obchodník s cennými papíry povinen poskytnout vysvětlení, poučení či informaci, o kterých se profesionální investor výslovně vyjádřil, že mu jsou známy a že jejich poskytnutí nepožaduje.

Obchodník s cennými papíry je dále povinen **informovat zákazníka** úplně, pravdivě a srozumitelně o **každé podstatné skutečnosti** související s poskytnutím investiční služby, zejména o **možných rizicích**. V této souvislosti je obchodník s cennými papíry povinen **požadovat písemný souhlas zákazníka** k poskytnutí investiční služby, ze které vyplývají další finanční závazky, a také **informovat zákazníka** ve lhůtě s ním dohodnuté (nejpozději však lhůtách stanovených prováděcím právním předpisem) o **obchodech**, které pro něho uzavřel. Obchodník s cennými papíry je dále **povinen plnit pokyny zákazníků** za nejlepších podmínek a vyřizovat je v pořadí, v jakém je přijal.

Zákon také řeší případný střet zájmů, který (pokud se mu nelze vyhnout) je obchodník povinen řešit tak, že dá přednost zájmům zákazníka před zájmy vlastními a při střetu zájmů zákazníků musí jednat spravedlivě. Další povinnost souvisí s fungováním Garančního fondu obchodníků s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry je povinen podrobně informovat zákazníka o podmínkách poskytování náhrad z tohoto fondu a na žádost zákazníka jej informovat o způsobu uplatňování nároku na výplatu náhrady. Obchodník je také povinen při propagaci svých investičních služeb používat pravdivé informace.

Obchodník s cennými papíry je podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu povinen dodržovat kapitálovou přiměřenost<sup>146</sup> na individuálním základě. Pravidla kapitálové přiměřenosti na individuálním základě stanoví pro obchodníka, který není bankou<sup>147</sup>, prováděcí právní předpis<sup>148</sup>. Uložení povinnosti dodržování kapitálové přiměřenosti na individuálním základě u obchodníků s cennými papíry je podle mého názoru nástrojem, o jehož užití lze mít určité pochybnosti. Dodržování kapitálové přiměřenosti je jedním z nástrojů regulace, který ošetřuje systémové riziko spojené s úpadkem bankovní instituce. Systémové riziko vyplývající z poměru vlastního kapitálu a rizikových aktiv obchodníka s cennými papíry však podle mého názoru není tak patrné, jako je tomu u bank. U některých obchodníků dokonce, s ohledem na náplň jejich činnosti, neexistuje toto riziko vůbec. Proto se osobně domnívám, že tato povinnost obchodníky s cennými papíry spíše zatěžuje a přínos tohoto nástroje pro výkon regulace kapitálového trhu je minimální a s ohledem na náklady s plněním této povinnosti spojené také neefektivní.

Kromě výslovně stanovených povinností pro obchodníka s cennými papíry při jednání se zákazníky stanovuje zákon také to, co obchodník s cennými papíry nesmí, byť oproti povinnostem, které jsou definovány velmi detailně, je tento zákaz podle mého názoru stanoven velmi obecně. Obchodník s cennými papíry nesmí poskytovat klamavé informace, zneužívat Garanční fond obchodníků s cennými papíry, zamlčovat důležité skutečnosti a nabízet výhody, jejichž spolehlivost nemůže zaručit. Další podrobnosti pravidel jednání

---

<sup>146</sup> Kapitálovou přiměřenost lze charakterizovat jako poměr určité formy vlastního kapitálu a rizikových aktiv obchodníka s cennými papíry.

<sup>147</sup> Obchodník s cennými papíry, který je bankou, dodržuje kapitálovou přiměřenost podle zákona č. 21/1991 Sb., o bankách.

<sup>148</sup> Vyhláška Komise pro cenné papíry č. 262/2004 Sb., o pravidlech pro výpočet kapitálové přiměřenosti obchodníka s cennými papíry, který není bankou, na individuálním základě. Tato vyhláška stanovuje: i) strukturu kapitálu obchodníka s cennými papíry; ii) postup propočtu kapitálového požadavku; iii) postup propočtu kapitálové přiměřenosti na individuálním základě; iv) limit kapitálové přiměřenosti na individuálním základě a v) limit čisté angažovanosti investičního portfolia.

obchodníka s cennými papíry jsou dále stanoveny prováděcím právním předpisem<sup>149</sup>.

## 5.8. Povinnosti organizátora regulovaného trhu

Kromě výše popsané informační povinnosti má organizátor regulovaného trhu celou řadu povinností, které souvisejí s jeho činností, tzn. povinností, které se týkají konkrétního obchodování na tomto trhu. První z těchto povinností spočívá v **povinnosti uveřejňovat aktuální kurz** investičního nástroje, se kterým se obchoduje na jím organizovaném trhu a **povinnost zveřejňovat závěrečný kurz** investičního nástroje, se kterým se obchoduje na jím organizovaném trhu. Organizátor regulovaného trhu je dále povinen **pozastavit obchodování** s cenným papírem na oficiálním trhu, a to v případě, že je **dočasně ohroženo řádné fungování trhu**, nebo v zájmu ochrany investorů<sup>150</sup>. Organizátor regulovaného trhu je také povinen **vyloučit cenný papír** z obchodování na oficiální trhu, jestliže má doloženo, že **nadále není možné udržet** pravidelné obchodování s cenným papírem, nebo cenný papír nebo jeho emitent přestali splňovat podmínky pro přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu.

### 5.8.1. Povinnosti organizátora mimoburzovního trhu

Jak jsem již uvedl v předchozí kapitole, ačkoliv burza i organizátor mimoburzovního trhu organizují regulovaný trh a mají tedy obdobný rozsah činnosti, činí mezi nimi zákon rozdíly. Tyto rozdíly vyplývají především z toho, že každý z těchto subjektů **plní jinou roli**, má **jiný rozsah subjektů**, které přímo využívají jejich služby<sup>151</sup> a samozřejmě i **jiný objem investičních nástrojů**, které jsou předmětem obchodování na těchto trzích. Je proto pochopitelné, že např. zákonné požadavky na výši základního kapitálu burzy jsou vyšší než požadavky na výši základního kapitálu organizátora regulovaného trhu. Je však jistou zvláštností, že **povinnosti, které je za zákona povinen plnit organizátor mimoburzovního trhu**, jsou **výrazně rozsáhlejší** než povinnosti uložené zákonem burze. Úprava rozsahu povinností těchto dvou subjektů proto působí jako **úprava uzpůsobená faktické existenci** konkrétních již existujících subjektů, což je zřejmé především z rozsahu povinností uložených organizátorovi mimoburzovního trhu (RM Systém, a.s.), jehož postavení je oproti jiným

<sup>149</sup> Vyhláška Komise pro cenné papíry č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry.

<sup>150</sup> Posouzení obou těchto skutečností je plně v kompetenci organizátora mimoburzovního trhu.

<sup>151</sup> Burza je vytvořena na tzv. členském principu, organizátor mimoburzovního trhu tento princip nemá.

poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu poněkud nestandardní. Jedná se totiž o subjekt, který je oprávněn organizovat mimoburzovní trh, subjekt, který je zároveň provozovatelem vypořádacího systému a subjekt, který díky tomu, že je i provozovatelem vypořádacího systému, je oprávněn vést samostatnou evidenci investičních nástrojů, pokud jsou tyto nástroje předmětem vypořádání v tomto vypořádacím systému. Ani tento fakt však podle mého názoru nelze považovat za **dostatečně odůvodňující** tuto, oproti burze vyšší, míru zákonem uložených povinností, protože pro každou z těchto činností, tj. činnost vypořádacího systému a vedení samostatné evidence, vyplývají specifické povinnosti nezávislé na tom, zda je ten který subjekt organizátorem mimoburzovního trhu, či nikoliv.

Povinnosti **organizátora mimoburzovního trhu** se týkají oblasti **administrativní a organizační**, oblasti **nakládání s majetkem**, který je svěřen organizátorovi mimoburzovního trhu za účelem uskutečnění transakce na jím organizovaném trhu a oblasti týkající se **jednání se zákazníkem**. Organizátor mimoburzovního trhu je povinen **zavést kontrolní a bezpečnostní opatření** při zpracování a evidenci dat, **systém vnitřní kontroly** a také **zavést pravidla pro uzavírání ochodů** jeho zaměstnanci na vlastní účet a na účet osob jím blízkých. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu ukládá organizátorovi mimoburzovního trhu aby tyto záležitosti měl upraveny organizačním řádem. V oblasti **svěřeného majetku** je organizátor mimoburzovního trhu povinen při nakládání s tímto majetkem **vést odděleně vlastní peněžní prostředky** a **peněžní prostředky svěřené mu zákazníkem** a je povinen **účtovat o majetku zákazníka odděleně** od svého majetku. Organizátor mimoburzovního trhu, **nesmí použít tento majetek** k obchodu na **účet jiné osoby než zákazníka**, který mu tento majetek svěřil, popřípadě pro kterého byl získán a je také povinen **zajistit jednoznačnou identifikaci** tohoto majetku tak, že peněžní prostředky zákazníků vede na zvláštním bankovním účtu. Organizátor mimoburzovního trhu je povinen v této souvislosti **vnitřním předpisem upravit oddělené nakládání s peněžními prostředky zákazníků** od nakládání s vlastními peněžními prostředky.

Organizátor mimoburzovního trhu je v oblasti **jednání se zákazníky** povinen **organizovat mimoburzovní trh s odbornou péčí** a **v souladu s pravidly obchodování** na mimoburzovním trhu. Dále je v této oblasti povinen **informovat zákazníka úplně, pravdivě a srozumitelně o podstatných skutečnostech** souvisejících s uskutečňováním transakcí na jím organizovaném trhu, zejména je povinen **zákazníka upozornit** na to, že organizátor mimoburzovního trhu **neposuzuje**, zda jsou investiční nástroje, se kterými hodlá zákazník uskutečňovat na tomto trhu transakce nebo služby poskytované či nabízené organizátorem mimoburzovního trhu, pro zákazníka vhodné, že na uskutečňování těchto transakcí na tomto trhu ani na poskytování

těchto služeb se nevztahují pravidla jednání se zákazníky jako u obchodníka s cennými papíry a že investování na kapitálovém trhu může být rizikové. Organizátor mimoburzovního trhu je dále povinen **informovat zákazníka o transakcích uskutečněných na mimoburzovním trhu** na základě pokynů tohoto zákazníka, a to způsobem a ve lhůtách stanovených v pravidlech obchodování na mimoburzovním trhu, používat při propagaci svých služeb pravdivé informace.

Poslední zákonem definovaná povinnost souvisí s **pravidly obchodování** na mimoburzovním trhu, která **musí zajistit řádné fungování trhu, omezení možnosti střetu zájmů** mezi jednotlivými zákazníky a čestné, kvalifikované a spravedlivé nakládání s **pokyny zákazníků** k uskutečnění transakcí na trhu s investičními nástroji. Organizátor mimoburzovního trhu je povinen zajistit, aby tato **pravidla byla uveřejněna v aktuálním znění** způsobem umožňujícím dálkový přístup a musí být k nahlédnutí v sídle organizátora mimoburzovního trhu a ve všech jeho obchodních místech v obchodních hodinách.

#### 5.9. Povinnosti provozovatele vypořádacího systému

Obdobně jako organizátor mimoburzovního trhu je i **provozovatel vypořádacího systému** povinen **přijmout pravidla**. Na rozdíl od pravidel obchodování na mimoburzovním trhu, kde je zákonem definován cíl, který mají tato pravidla zajistit, je pro pravidla vypořádacího systému zákonem definován jejich obsah<sup>152</sup>.

Také provozovatel vypořádacího systému je povinen tato **pravidla uveřejnit** v aktuálním znění způsobem umožňujícím dálkový přístup a také tato pravidla musí být k nahlédnutí veřejnosti v sídle provozovatele vypořádacího systému v jeho provozních hodinách. Oproti úpravě, která se týká pravidel obchodování na mimoburzovním trhu, obsahuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu ustanovení, které ukládá provozovateli vypořádacího systému a účastníkům vypořádacího systému **dodržovat pravidla vypořádacího systému**. Provozovatel vypořádacího systému je dále povinen účtovat o svěřeném majetku odděleně od svého majetku. Provozovatel vypořádacího systému je také povinen poskytovat své služby

<sup>152</sup> Pravidla vypořádacího systému stanoví: i) podmínky účasti ve vypořádacím systému, ii) práva a povinnosti účastníků vypořádacího systému, iii) podmínky vypořádání pohledávek a závazků z obchodů s investičními nástroji, iv) způsob a podmínky zajištění závazků z obchodů s investičními nástroji, v) náležitosti příkazů k vypořádání a podmínky a způsob jejich zadávání do vypořádacího systému, vi) provozní dobu, v níž vypořádací systém přijímá příkazy k vypořádání, vii) okamžik, ke kterému se příkaz k vypořádání považuje za přijatý vypořádacím systémem, viii) časový harmonogram provádění vypořádání včetně harmonogramu jednotlivých fází vypořádání, ix) postup při změně pravidel vypořádacího systému, x) způsob zabezpečení neodvolatelnosti příkazu k vypořádání vloženého do vypořádacího systému a x) systém řízení rizik.

s odbornou péčí<sup>153</sup>.

Velmi důležitou povinností, která se týká nejen provozovatele vypořádacího systému, účastníka vypořádacího systému, ale také třetích osob, je **zákaz jednostranně odvolat příkaz k vypořádání**, a to od okamžiku stanoveného v pravidlech vypořádacího systému. Účelem tohoto ustanovení je zajistit tzv. finalitu vypořádání<sup>154</sup>.

#### 5.10. Povinnosti centrálního depozitáře a dalších osob vedoucích evidenci investičních nástrojů

Všechny osoby oprávněné vést evidenci investičních nástrojů, tj. centrální depozitář, Česká národní banka, obchodník s cennými papíry, investiční společnost, provozovatel vypořádacího systému banka, zahraniční centrální depozitář nebo zahraniční osoba, jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti obchodníka s cennými papíry, nebo investiční společnosti, jsou kromě již výše zmíněné povinnosti uchovávat údaje a dokumenty související s touto evidencí povinny **dodržovat zásady vedení evidence** investičních nástrojů. Tyto zásady jsou stanoveny **zákonem** (povinnost vést evidenci na majetkových účtech, povinnost vydávat výpis z této evidence, povinnost opravit chyby v evidenci, pravidla pro předávání příkazu k zápisu do evidence apod.), **provozním řádem** centrálního depozitáře (pro centrální evidenci a evidenci navazující na centrální evidenci<sup>155</sup>), **provozním řádem pro vedení evidence**, kterou vede Česká národní banka, a **vyhláškou**, která upravuje podmínky vedení samostatné evidence a evidence navazující na samostatnou evidenci. Speciální povinností centrálního depozitáře ve vztahu k vedení evidence investičních nástrojů je **povinnost poskytnout** České národní bance na její žádost výpis z evidence emise akcií banky<sup>156</sup>.

Vzhledem k tomu, že **okruh subjektů**, které jsou oprávněny vést evidenci investičních nástrojů, resp. evidenci na tuto evidenci navazující, je **velmi rozsáhlý**, je nezbytně nutné, aby zásady a podmínky vedení této evidence stejně jako i povinnosti jednotlivých osob byly v co

<sup>153</sup> Pojem odborná péče není zákonem o podnikání na kapitálovém trhu u žádného ze subjektů, kterým je tato povinnost uložena, definován. Budoucí právní úprava by se podle mého názoru měla alespoň částečně pokusit tento pojem blíže definovat, aby i uživatel služeb těchto subjektů měl představu o tom, jakou péči může od těchto povinných subjektů požadovat.

<sup>154</sup> Finalitou vypořádání se rozumí stanovení okamžiku, kdy je proces vypořádání již ukončen, tzn., že kupující má na svém majetkovém účtu připsány cenné papíry a prodávající na svém účtu částku, za kterou byly tyto cenné papíry prodány.

<sup>155</sup> Provozní řád centrálního depozitáře je závazný i pro osoby vedoucí samostatnou evidenci a evidenci navazující na samostatnou evidenci, a to pro případ poskytování údajů z evidence a dokumentů podle § 115 zákona č. 256/2004 Sb.

<sup>156</sup> Stejnou povinnost má centrální depozitář vůči autorizované obalové společnosti.



největším souladu. Jako příklad lze použít možnost vedení samostatné evidence centrálním depozitářem pro zahraniční zaknihované cenné papíry obchodované na regulovaném trhu v České republice. V praxi by nedávalo příliš velký smysl, aby evidence těchto cenných papírů byla nějak zásadně odlišná od evidence tuzemských cenných papírů obchodovaných na stejném regulovaném trhu, resp. ve stejném segmentu tohoto trhu. Osobně se domnívám, že v této oblasti projde budoucí právní úprava týkající se především vedení samostatné evidence celou řadou změn. Současná právní úprava této oblasti je totiž především v oblasti úpravy zástavních práv, blokad, exekucí apod. příliš obecná a je velmi pravděpodobné, že budoucí praxe v této oblasti vyvolá potřebu podrobnější právní úpravy.

#### **5.11. Povinnosti investičního zprostředkovatele**

**Povinnosti investičního zprostředkovatele** spočívají především v povinnosti vést **evidenci** přijatých a předaných pokynů, které se týkají investičních nástrojů. Další povinností je **povinnost zavést administrativní postupy a mechanismus vnitřní kontroly** nezbytné pro řádný výkon činnosti investičního zprostředkovatele. U této povinnosti bych upozornil na to, že investičním zprostředkovatelem může být (a v mnoha případech i je) fyzická osoba. Osobně si proto neumím představit, jak by v praxi mělo zavedení mechanismu vnitřní kontroly vypadat. Budoucí právní úprava by měla rozhodně tyto povinnosti ve vztahu k investičním zprostředkovatelům přehodnotit. Kromě těchto obecných povinností je investiční zprostředkovatel povinen **dodržovat pravidla jednání se zákazníky** a poskytovat investiční služby s **odbornou péčí**.

#### **5.12. Povinnosti subjektů působících v oblasti kolektivního investování**

Povinnosti uložené osobám působícím v oblasti kolektivního investování lze rozdělit do **dvou základních skupin**. První skupinu tvoří **povinnosti související se způsobem investování a s rozsahem investičních nástrojů**, do kterých je subjekt působící v oblasti kolektivního investování oprávněn uložit jím shromážděné peněžní prostředky. Druhá skupina povinností pak souvisí již s **fungováním** daného subjektu a se vztahem tohoto subjektu k zákazníkům.

**Standardní fond**, který může mít formu pouze otevřeného podílového fondu, je oprávněn investovat pouze do investičních nástrojů uvedených v zákoně o kolektivním investování. Vesměs se jedná o investiční cenné papíry a nástroje peněžního trhu, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu v České republice nebo zahraniční nebo cenných papírů vydaných některým ze subjektů kolektivního investování. Zákon výslovně **zakazuje**

standardnímu fondu mít v majetku **drahé kovy nebo certifikáty**, které tyto drahé kovy zastupují.

Standardní fond je povinen **při investování povinen: používat postupy**, které mu umožňují kdykoliv **sledovat míru rizika** pozic a jejich vliv na celkové riziko spojené s investováním; **používat postupy pro přesné a objektivní hodnocení rizika** spojeného investováním do finančních derivátů; **pololetně informovat** Českou národní banku o **druzích finančních derivátů**, do nichž investoval, a o rizicích spojených s těmito investicemi, kvantitativních omezeních a metodách, které byly zvoleny pro hodnocení rizik spojených s operacemi využívajícími tyto finanční deriváty.

**Standardní fond je oprávněn používat techniky a nástroje** vztahující se k investičním cenným papírům a nástrojům peněžního trhu za předpokladu, že slouží k efektivnímu obhospodařování jeho majetku. Používáním těchto technik a nástrojů se standardní fond **nesmí odchýlit** od způsobu investování uvedeného ve statutu. Standardní fond je také povinen **zajistit**, aby otevřené pozice vztahující se k finančním derivátům **nepřesáhly jeho vlastní kapitál**. V případě, že investiční cenný papír nebo nástroj peněžního trhu obsahuje derivát, standardní fond je povinen tento derivát zohlednit při sledování míry rizika spojeného s investováním. Při nabývání tohoto typu investičních cenných papírů a nástrojů peněžního trhu je standardní fond **povinen dodržovat pravidla** stanovená Českou národní bankou. Investiční cenné papíry a nástroje peněžního trhu vydané jedním emitentem mohou tvořit nejvýše 5% hodnoty majetku standardního fondu. Zákon také stanoví celou řadu výjimek, kdy je standardní fond oprávněn zvýšit tento limit. Předpokladem je, že ustanovení o tomto zvýšení obsahuje statut standardního fondu.

Do druhé skupiny povinností uložených zákonem subjektům působícím v oblasti kolektivního investování náleží především **povinnost investiční společnosti nebo investičního fondu dodržovat statut** fondu kolektivního investování. Investiční společnost nebo investiční fond jsou v případě, že nemají uzavřenou smlouvu o obhospodařování povinni **přijmout organizační řád**, upravit svým **vnitřním předpisem** i) administrativní postupy a systém účetnictví v rámci platných účetních předpisů, ii) kontrolní a bezpečnostní opatření pro zpracování a evidenci dat, iii) systém vnitřní kontroly, iv) postupy k omezení možnosti střetu zájmů při poskytování služeb, v) opatření k zamezení použití obhospodařovaného majetku k obchodům na vlastní účet, vi) opatření k ochraně vnitřních informací, vii) opatření k předcházení manipulací s trhem. Zákon však oproti úpravě, která se týká např. obchodníka s cennými papíry, ukládá **povinnost dodržovat tato pravidla přiměřeně**, a to podle objemu

obhospodařovaného majetku, způsobu kolektivního investování a rozsahu poskytovaných služeb. Investiční společnost nebo investiční fond, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování, jsou povinny **obhospodařovat** majetek fondu kolektivního investování s **odbornou péčí**<sup>157</sup>, **dávat přednost zájmům** akcionářů nebo podniků fondu kolektivního investování a jiných osob, jejichž majetek obhospodařují před svými vlastními zájmy a zájmy třetích osob. Zákon také stanoví, že je-li v řízení o náhradu škody způsobené porušením povinností při obhospodařování majetku fondu kolektivního investování sporné, zda investiční společnost nebo investiční fond jednaly s odbornou péčí, nese důkazní břemeno tato investiční společnost nebo investiční fond. Tyto subjekty jsou také povinny mít **materiální a personální** vybavení potřebné pro řádné obhospodařování majetku fondu kolektivního investování a **účinně je využívat**. Investiční společnost nebo investiční fond, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování, je povinen upravit svým vnitřním předpisem postup pro vyřizování stížností a reklamací investorů.

V případě, že investiční společnost obhospodařuje majetek zákazníka<sup>158</sup>, je povinna obdobně dodržovat také **pravidla jednání** jako je tomu u jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, **vést deník obchodníka** s cennými papíry a **plnit informační povinnosti** stejně jako obchodník s cennými papíry. V případě, že investiční společnost obhospodařuje majetek zákazníka nebo uschovává nebo spravuje cenné papíry nebo poskytuje investiční službu, je povinna zavést ve vztahu k této činnosti také **system řízení rizik** a **system řízení likvidity**, **pravidla pro uzavírání obchodů jejími zaměstnanci** na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých a postup při sdružování pokynů zákazníků. Investiční

<sup>157</sup> Zákon o kolektivním investování na rozdíl od zákona o podnikání na kapitálovém trhu definuje, co se rozumí odbornou péčí. Odbornou péčí je jednání kvalifikované, čestné, odpovědné a v nejlepší zájmu akcionářů nebo podniků fondu kolektivního investování, zejména i) provádění plateb bezhotovostně, pokud to nevylučuje povaha věci, ii) uzavírání obchodů s cennými papíry na regulovaných trzích, pokud to nevylučuje povaha věci, iii) nemanipulování s trhem, iv) nezneužívání vnitřních informací a zamezování přístupu k vnitřním informacím, v) nešíření nesprávných nebo zavádějících informací, vi) nenarušování celistvosti trhu, vii) nenabízení výhod, jejichž spolehlivost nelze zaručit, viii) provádění veškerých obchodů za nejlepších podmínek, které musejí být prokazatelně doloženy, ix) porovnání kurzů nebo cen jednotlivých nákupů a prodejů vzájemně mezi sebou a s vývojem kurzů a cen uveřejněných na regulovaných trzích, x) dokumentování způsobu provedení obchodu xi) porovnávání kurzů nebo cen jednotlivých nákupů a prodejů vzájemně mezi sebou a s vývojem kurzů a cen uveřejněných na regulovaných trzích, xii) dokumentování způsobu provedení obchodu, kontrolování objektivnosti evidovaných údajů a předcházení riziku finančních ztrát a xiii) neprovádění nadbytečných obchodů za účelem dosažení vlastního zisku bez ohledu na nejlepší zájmy investorů. Povinnost provádět platby bezhotovostně a uzavírat obchody s cennými papíry na regulovaných trzích se vztahuje i na vedoucí osoby a likvidátora investiční společnosti nebo investičního fondu, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování.

<sup>158</sup> Investiční společnost je ze zákona oprávněna kromě kolektivního investování obhospodařovat majetek zákazníka, a to na základě smlouvy se zákazníkem v případě, že součástí majetku je investiční nástroj a investiční společnost má tuto činnost uvedenou v povolení ke své činnosti. V tomto případě je investiční společnost také oprávněna uschovávat a spravovat cenné papíry vydané fondem kolektivního investování nebo poskytovat investiční poradenství týkající se investičního nástroje. Podmínkou těchto dvou činností je opět příslušné povolení k činnosti.

společnost, která obhospodařuje majetek zákazníka, naopak **nesmí** bez **výslovného souhlasu** zákazníka investovat jeho majetek do akcií nebo podílových listů vydaných fondem kolektivního investování, který sama obhospodařuje.

Investiční společnost je oprávněna svěřit na základě smlouvy o obhospodařování majetku fondu kolektivního investování investiční společnosti, obchodníkovi s cennými papíry nebo zahraniční osobě, která má obdobné povolení k obhospodařování majetku zákazníků a podléhá dohledu orgánu dohledu státu, ve kterém má sídlo. Všechny tyto osoby jsou oprávněny tento majetek obhospodařovat za předpokladu, že mají zkušenosti s kolektivním investováním nebo investováním do majetku uvedeného ve statutu fondu. Pokud investiční společnost svěří obhospodařování majetku fondu kolektivního investování jiné osobě, je povinna o tom **informovat** Českou národní banku a **předem informovat** depozitář, který zároveň **s tím musí vyslovit souhlas**. Další podmínkou tohoto kroku je, že toto **svěření** obhospodařování **nesmí bránit účinnému výkonu dohledu** nad investiční společností, tato skutečnost musí být uvedena ve statutu fondu kolektivního investování, nesmí to bránit tomu, aby majetek fondu kolektivního investování byl **obhospodařován v nejlepším zájmu** investorů a osoba obhospodařující majetek fondu kolektivního investování se **zaváže dodržovat statut** fondu kolektivního investování. Dále musí být **zajištěna spolupráce** mezi Českou národní bankou a orgánem, který vykonává dohled nad osobou obhospodařující majetek fondu kolektivního investování, pokud má tato osoba sídlo ve státě, který není členským státem EU. Svěřením obhospodařování majetku fondu kolektivního investování nesmí také hrozit střet zájmů investiční společnosti nebo vlastníků cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování a osobou obhospodařující majetek fondu kolektivního investování a investiční společnost a depozitář fondu kolektivního investování mohou průběžně kontrolovat činnost osoby obhospodařující majetek fondu kolektivního investování. Investiční společnost zároveň **musí mít** možnost **svými pokyny** ovlivňovat činnost osoby obhospodařující majetek fondu kolektivního investování a investiční společnost **může** s okamžitou účinností **zrušit příkaz** osoby obhospodařující majetek fondu kolektivního investování nebo **může** s okamžitou účinností **vypovědět smlouvu** o svěření obhospodařovaného majetku fondu kolektivního investování, je-li to v zájmu akcionářů nebo podílníků fondu kolektivního investování. Investiční společnost je také oprávněna **svěřit** některou činnost, která souvisí s kolektivním investováním, **jiné osobě**, která je oprávněna takovou činnost podnikatelsky vykonávat. Pro uskutečnění tohoto záměru je však nutné **přiměřeně dodržovat** podmínky stanovené pro obhospodařování fondu kolektivního

investování jinou osobou a zároveň si musí investiční společnost ponechat alespoň obhospodařování části majetku fondu kolektivního investování nebo některou činnost, která souvisí s kolektivním investováním. Dodržení obdobných podmínek platí pro investiční fond, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování. Ten má také možnost svěřit obhospodařování majetku tohoto fondu nebo některou z činností souvisejících s kolektivním investováním jiné osobě. Zákon však stanoví, že svěřením obhospodařování části majetku fondu kolektivního investování jiné osobě nebo svěřením některé činnosti související s kolektivním investováním jiné osobě zůstává **nedotčena odpovědnost** investiční společnosti nebo investičního fondu za škodu vzniklou při obhospodařování majetku fondu kolektivního investování a odpovědnost depozitáře fondu kolektivního investování za škodu vzniklou porušením jeho povinností při výkonu činnosti depozitáře.

Investiční společnost má také povinnost **zajistit vedení evidence** zaknihovaných podílových listů otevřeného podílového fondu v centrální evidenci cenných papírů<sup>159</sup> nebo v samostatné evidenci investičních nástrojů nebo zajistit vedení samostatné evidence listinných cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování, které jí zákazníci svěřili do úschovy nebo správy. Tyto evidence musí být **vedeny v elektronické podobě**.

### **5.13 Vliv předpokládané transpozice MiFID na právní úpravu kapitálového trhu v České republice**

Závěrem k této kapitole považuji za nezbytné alespoň stručně zmínit, jaké předpokládané dopady bude mít transpozice Směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID) na budoucí právní úpravu regulace kapitálového trhu. **MiFID** (The Markets in Financial Instrument Directive) je rámcovou směrnicí, která **zavádí společný tržní a regulatorní režim pro poskytování investičních služeb** ve všech státech Evropského hospodářského prostoru<sup>160</sup>. Na MiFID ještě navazují dva další evropské předpisy – **prováděcí směrnice a prováděcí nařízení**. Tyto předpisy upravují podmínky pro poskytování investičních služeb a organizování trhů s finančními nástroji v rámci Evropské unie. Cílem transpozice MiFID je především **dokončení procesu vytváření jednotného evropského trhu investičních služeb a ochrana investorů** prostřednictvím vytvoření silnějších, konkurenceschopnějších finančních

---

<sup>159</sup> Zajištění evidence v praxi znamená nutnost uzavřít s centrálním depozitářem smlouvu o vedení emise a zajištění technického napojení na centrální depozitář.

<sup>160</sup> Členy Evropského hospodářského prostoru (European Economic Area – EEA) jsou všechny členské státy EU a Island, Lichtenštejnsko a Norsko.

trhů. MiFID je základním kamenem Akčního plánu finančních služeb (FASP) a je nejvýznamnější částí legislativy zavedené Lamfalussyho procesem (blíže viz kapitola 3).

Stejně jako v ostatních státech, pro něž je transpozice MiFID povinná, je i Česká republika povinna zavést do svého právní řádu tuto směrnici a směrnici prováděcí. Prováděcí nařízení, které je přímo použitelným evropským předpisem, transponováno být nemusí. **Původní lhůta** pro transpozici MiFID byla do konce **dubna 2006**. Na podzim 2005 byla však schválena novela této směrnice, které posunula termín transpozice MiFID na **konec ledna 2007** s tím, že účinnosti nabude na konci října 2007<sup>161</sup>. V **České republice** však tento termín **dodržěn nebude**. V současné době<sup>162</sup> je teprve předkládána příslušná novelizace zákona o podnikání na kapitálovém trhu k jednání legislativní rady vlády a je zřejmé, že při dodržení řádných termínů legislativního procesu nebude tato směrnice transponována do českého právního řádu dříve než v **dubnu roku 2008**. Jaké bude mít toto **zpoždění** pro Českou republiku **následky** zatím nelze odhadnout. Evropská komise deklarovala záměr velmi pečlivě monitorovat, jak členské státy dodržují stanovené termíny, a také záměr důrazně řešit případné prodlevy. Je však otázkou, jak konkrétně a s jakou rychlostí bude Evropská komise postupovat. Pro samotné účastníky kapitálového trhu ze státu, kde by nebyl dodržěn termín účinnosti MiFID, mohou plynout určitá rizika - zejména pokud nebudou sami jednat plně v souladu s požadavky MiFID a nebo nebudou náležitě organizačně vybaveni.

S ohledem na to, že k transpozici MiFID dojde nejdříve ve výše uvedeném termínu a ještě není přesně známo, jak bude tato transpozice konkrétně vypadat, jsou tyto **uváděné změny** zatím spíše **pouhým předpokladem**, který vychází z textu novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který byl poskytnut jednotlivým účastníkům kapitálového trhu v rámci vnějšího připomínkového řízení. Obecně lze odhadnout, že změny dopadnou na více než polovinu ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Za nejvýznamnější předpokládané změny, které přinese transpozice MiFID, lze uvést následující:

Novelizovány by měly být pasáže týkající se **vymezení investičních služeb** - nově bude pravděpodobně regulována aktivita obchodování na vlastní účet a investiční poradenství. Novelou zřejmě projde také **regulace poskytování investičních doporučení a analýz**, která úzce navazuje na stávající pravidla proti zneužívání trhu. Lze předpokládat, že zachováno zůstane stávající označení investičních nástrojů a členění finančních nástrojů do čtyř

---

<sup>161</sup> Tento lednový termín však dodržely jen tři členské státy - Velká Británie, Litva a Rumunsko.

<sup>162</sup> Pozn. autora - mluven počátek října.

základních skupin. Pravděpodobně však dojde k **úpravě definice investičních cenných papírů** a k podstatnému rozšíření kategorie derivátů - nově tak budou regulovány prakticky všechny komoditní deriváty a také deriváty na měnu.

Změny by se měly rovněž promítnout do oblastí upravující **předpoklady pro činnost obchodníka s cennými papíry**. Pravděpodobně budou přímo v zákoně rámcově uvedeny požadavky na vnitřní kontrolní systém obchodníka s cennými papíry a další organizační předpoklady. Mělo by také dojít **ke zmírnění omezení obchodníka s cennými papíry**. Obchodníci s cennými papíry by v budoucnu měli mít například možnost provádět distribuci dalších finančních produktů (pojištění apod.).

K podstatné úpravě také pravděpodobně dojde v oblasti upravující **odbornost osob**, které pracují pro obchodníka s cennými papíry. Zřejmě dojde ke **zrušení povolení k činnosti makléře** a zavedení obecného požadavku na dostatečnou odbornost všech osob, které obchodník s cennými papíry využívá ke své činnosti. Tuto dostatečnou míru odbornosti bude možné prokázat například relevantní délkou odborné praxe, absolvováním odborného studia či složením odborné zkoušky před profesní organizací v tuzemsku či zahraničí. Konkrétní způsob prokazování odbornosti však zřejmě bude i **nadále posuzovat Česká národní banka**.

Nejmarkantnější změny lze očekávat u právní úpravy **pravidel jednání ve vztahu k zákazníkům**. Půjde například o **zavedení detailní klasifikace zákazníků**<sup>163</sup>, která obchodníkům umožní větší flexibilitu zejména při poskytování služeb profesionálním zákazníkům a tzv. kvalifikovaným protistranám. Mělo by dojít k **rozšíření pravidel pro informování zákazníků a zavedení postupu hodnocení vhodnosti** služeb poskytovaných zákazníkům z hlediska odborných znalostí a zkušeností zákazníka. Zákon by měl také upravovat pravidla pro provádění pokynů za nejlepších podmínek a pro zpracování pokynů zákazníků. Nově by také měly být upraveny **podmínky pro poskytování investiční služby** obchodování na vlastní účet specifickou formou tzv. systematické internalizace, kdy obchodník vystupuje jako market maker v rámci určitého "quasi-trhu", který organizuje výhradně pro své zákazníky.

Změny se zřejmě také dotknou části zákona, která upravuje **poskytování služeb na základě**

---

<sup>163</sup> **drobný zákazník (retail client)** — klient, který není profesionálem v oboru investic, **profesionální zákazník (professional client)** — příloha II směrnice MiFID definuje, kteří klienti jsou považováni za profesionály (např. investiční společnosti, úvěrové instituce, pojišťovny apod.) a **způsobilá protistrana (eligible counterparty)** — nejsjofistikovanější třída investorů a účastníků trhu.

**evropského pasu.** Zde by měla být přijata právní úprava, která přinese větší flexibilitu řízení před orgánem dohledu. Také by měly být **zlepšeny podmínky pro spolupráci orgánů dohledu** jednotlivých členských států. Proti stávajícímu stavu bude na orgánu dohledu domovského státu ležet vyšší míra odpovědnosti za kontrolu a dohled nad činností obchodníků s cennými papíry, kterým vydal povolení a kteří poskytují své služby v jiných členských státech.

Změny se zřejmě dotknou oblasti **investičních zprostředkovatelů.** Pravděpodobně dojde ke zpřísnění pravidel jednání k zákazníkům a také lze předpokládat rozšíření požadavků na jejich organizační a personální vybavení.

Nově bude zřejmě zaveden institut tzv. **vázaného zástupce,** tedy osoby, jejímž prostřednictvím může obchodník s cennými papíry nebo investiční zprostředkovatel poskytovat některé investiční služby.

Změny se také projeví v nastavení **jednotných podmínek pro všechny organizátory regulovaných trhů.** Komplexně by také měly být upraveny podmínky pro přijetí investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu. Úplnou novinkou bude zavedení tzv. **vícestranného obchodního systému,** který by měly být oprávněni organizovat organizátoři regulovaného trhu a obchodníci s cennými papíry, pokud splní určité podmínky. Nová bude také podrobná úprava **předobchodní a poobchodní** transparency nejen pro regulované trhy a vícestranné obchodní systémy, ale též pro obchodníky, kteří provádějí systematickou internalizaci. V oblasti **provozování vypořádacích systémů** bude doplněna zejména možnost volby vypořádacího systému pro obchody uzavřené na regulovaném trhu. Ke změnám dojde zřejmě také v ustanoveních upravujících ochranu kapitálového trhu (hlášení obchodů) a návazně na provedené změny pravděpodobně dojde také k úpravě ustanovení o dohledu a správních deliktech.

Změny se samozřejmě významně dotknou také **příslušných prováděcích vyhlášek České národní banky.** K nejvýznamnějším novelizacím dojde např. u vyhlášek o pravidlech obezřetného poskytování investičních služeb a způsobu jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka a investičního zprostředkovatele, o pravidlech jednání investičního zprostředkovatele se zákazníky, administrativních postupech a mechanismu vnitřní kontroly nezbytném pro řádný výkon činnosti investičního zprostředkovatele, o hlášení obchodů s investičními nástroji přijatými k obchodování na regulovaném trhu a dalších vyhlášek.



Výše uvedené změny se budou týkat také dalších zákonů, např. **zákona o bankách** (bankovní obchodní s cennými papíry) nebo **zákona o kolektivním investování** (povinnosti investičních společností při poskytování investičních služeb). Novelizací by také měl projít **zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu**, kde by měly být doplněny některé pravomoci pro výkon dohledu a vyšetřování ze strany České národní banky. Jak bylo zmíněno výše, MiFID stanovuje pravidla také pro obchodování s komoditními deriváty. Bude proto nutno zajistit soulad mezi zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a připravovaným zákonem o komoditních burzách a burzovním komoditním obchodu. Zákon by měl umožnit, aby za splnění standardních podmínek komoditní burza mohla získat povolení k organizování regulovaného trhu a obchodníci s komoditami povolení obchodníka s cennými papíry. A naopak organizátoři regulovaného trhu a obchodníci s cennými papíry by měli mít možnost získat oprávnění k provozování trhu s komoditními deriváty, resp. k obchodování s nimi.

**Na hodnocení přínosu a dopadů** transpozice MiFID na kapitálový trh v celém Evropském hospodářském prostoru je v tuto chvíli ještě **velmi brzy**. Je faktem, že MiFID je zatím přijímán širokou odbornou veřejností s **určitou obavou**, která pramení především z toho, že MiFID je zatím **nejrozsáhlejší**, a do jisté míry nejvíce **revoluční**, právní úpravou v oblasti kapitálových trhů **přijímanou na evropské úrovni**. Osobně se domnívám, že **přínosem** transpozice MiFID opravdu může být **zvýšení ochrany investorů a snížení jejich rizika** při investicích na různých kapitálových trzích v Evropě. Otázkou však zůstává, zda **náklady** spojené s realizací MiFID nebudou vyšší, než je tento přínos.

## 6. Závěr

V této disertační práci jsem zmapoval většinu možných, v současné době známých, **selhání a rizik spojených s působením na kapitálovém trhu**, která v praxi mohou nastat a která je **nutné regulovat pomocí právních prostředků**, které má regulátor k potlačení těchto negativních jevů v současné době podle platné legislativy k dispozici. Pokud bych vyhotovil **srovnávací tabulku**, kde by na jedné straně byla uvedena **všechna možná rizika a selhání**, a na straně druhé by byly uvedeny **všechny povinnosti dozorovaných subjektů včetně právních prostředků**, které má regulátor k dispozici, ukázalo by se, že **česká právní úprava postihuje naprostou většinu možných selhání** a že **Česká národní banka** jako regulátor je vybavena **dostatečnou působností** a má k dispozici **dostatečný rozsah pravomocí** k tomu, aby mohla negativním jevům vyskytujícím se na domácím kapitálovém trhu **předcházet**, případně jak je v případě, že některý z těchto jevů nastane, **razantně postihnout**. Výjimkou v tomto směru je v současné době nedostatek regulace tzv. **maržových obchodů**, tedy obchodů, kde dochází k nákupu (prodeji) investičních nástrojů **s využitím úvěru nebo půjčky** od obchodníka s cennými papíry. Tento u mnohých obchodníků s cennými papíry velmi oblíbený produkt dává investorovi možnost **realizovat vysoký potenciální výnos**. Tento přínos je však vykoupen **velmi vysokou rizikovostí**. Tento jev by podle mého názoru měl být dostatečně regulován a to nejlépe tak, že by byly **stanoveny limity pro objem** těchto obchodů nebo pro **výši úvěru**, který je obchodník s cennými papíry oprávněn na realizaci takového obchodu poskytnout.

Až na tuto výjimku se situace v oblasti regulace kapitálového trhu v České republice může jevit jako téměř ideální. **Rozbor** provedený v předchozích kapitolách však ukazuje, že jak právní úprava regulace kapitálového trhu, tak výkon dohledu ze strany České národní banky v sobě skrývají **následující problémy**.

V oblasti **legislativy** jsou to především mnohé výše rozebírané **technické nedostatky**, které pramení především ze snahy tvůrců zákona o vytvoření podobných podmínek, a stanovení **obdobných povinností** pro někdy velmi **různorodé subjekty** poskytující služby na kapitálovém trhu. Rozbor provedený v této práci ukazuje, že zejména úprava **zákona o podnikání na kapitálovém trhu** vykazuje na jedné straně **snahu o schematický přístup** k licencovaným poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu, na druhé straně je tato snaha o **jednotný přístup provedena velmi nedůsledně**. V této oblasti bude do budoucna nutné velmi výrazně změnit přístup ze strany zpracovatele zákona. Z možné volby mezi stanovením

obdobného rozsahu povinností stanovených všem poskytovatelům služeb nebo **stanovením různých legislativních pravidel pro různé subjekty** se osobně jednoznačně kloním k této druhé variantě. Opticky se sice může zdát, že například požadování stejných typů informací od všech subjektů může usnadňovat výkon regulace, ale v praxi je to představa spíše nesprávná. To, že budou například **všechny licencované subjekty** podrobně čtvrtletně informovat regulátora o **svých auditovaných hospodářských výsledcích**, bude nakonec **zatěžovat** jak regulované subjekty, tak i regulátora.

Dalším problémem je, podle mého názoru, **nezvratitelná tendence** k vydávání **velmi vysokého počtu podzákoných právních norem**, které celou tuto právní oblast činí **velmi nepřehlednou**. Souhlasím s tím, že úprava některých technických podrobností náleží úpravě formou sekundární legislativy, ale i tohoto nástroje lze nepochybně užívat s mírou. To, že by tato tendence k vydávání takového množství vyhlášek nemusela být tak silná, prokazuje právě fakt, že od **doby nabytí účinnosti zákona** o podnikání na kapitálovém trhu dosud **nebyly** některé z předpokládaných vyhlášek vůbec vydány. Zároveň platí, že **sekundární legislativa nesmí** nahrazovat legislativu primární, jak se o to některé z **vyhlášek pokouší**, a to bez ohledu na to, že se mnohdy jedná o snahu vedenou potřebou nápravy některých chyb nebo nedostatků legislativy primární.

Výše uvedených problémů je třeba se do budoucna **vyvarovat** právě s ohledem na to, že **právní úpravu regulace kapitálového trhu** lze bez nadsázky označit za **nikdy nekončící proces**, což platí dvojnásob o české právní úpravě. Tato oblast právní úpravy prochází pravidelně **podstatnými změnami**, které jsou vyvolány jak dynamikou kapitálových trhů, tak i evropským právem, které do oblasti právní úpravy kapitálových trhů a jejich regulace stále více zasahuje. To má za následek, že **přijímané změny** jsou jen výjimečně **definitivní**, naopak velmi často vyvolávají potřeby změn dalších. Rozhodně by se však už nikdy neměla opakovat situace provázející právě přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu, u kterého bylo již v době jeho schvalování zřejmé, že ho bude nutné záhy novelizovat, a to nejen proto, aby se odstranily jeho **legislativně-technické chyby**, ale především proto, že i když byl označen při projednávání v parlamentu jako tzv. transpoziční, **netransponoval** veškeré relevantní evropské právní předpisy. V době, kdy byl tento zákon parlamentem přijímán, již na ministerstvu financí pracoval tým, který připravoval jeho novelu, pro kterou se vžil název „**technická**“. Bohužel ani tato novela však neodstranila všechny chyby, které při přípravě tohoto zákona vznikly, a je bohužel smutnou realitou, že ani novela zákona spojená s transpozicí MiFID nepředpokládá, že by došlo k odstranění těchto nedostatků.

Jak jsem již uvedl výše, **problémem současné podoby výkonu dozoru nad kapitálovým trhem rozhodně není nedostatek právních prostředků regulace, ale spíše způsob jejich využití, tedy to, co souvisí s efektivitou regulace kapitálových trhů.** Je zřejmé, že měření efektivity výkonu dohledu nad kapitálovým trhem je velmi problematickou záležitostí. Ačkoliv je možné zvolit několik kvantitativních kritérií (porovnat počet zaměstnanců s počtem regulovaných subjektů, porovnat počet vykonaných kontrol nebo dokonce porovnávat množství uložených sankcí), vypovídá o efektivitě regulace spíše **kvalitativní posouzení, které může být také velmi různorodé podle toho, kdo toto hodnocení provádí.** Je samozřejmé, že **jiný pohled na věc může mít regulátor a jiný regulovaný subjekt.** Je faktem, že **sloučení dohledu nad finančním trhem do České národní banky bylo z tohoto pohledu krokem správným směrem, který by se však měl v dohledné době dočkat také nového legislativního rámce.** Cílem této nové právní úpravy by kromě **sjednocení roztříštěné právní úpravy postavení regulátora mělo být stanovení takových podmínek pro výkon dozoru, kdy bude regulátor uplatňovat rovné regulatorní požadavky v jednotlivých sektorech finančního trhu a zároveň dojde ke snížení administrativy** vytvořením jednotného místa, kam jsou ze strany účastníků zasílány požadované informace. Tato nová právní úprava by měla také přehodnotit některé povinnosti kladené na vybrané subjekty. Jako příklad uvádím vyžadování **dodržování pravidel kapitálové přiměřenosti a jejího měsíčního vykazování i obchodníky s cennými papíry, kteří nejsou bankou.** Není pochyb o tom, že tento nástroj regulace má své opodstatnění při řešení systémového rizika finanční instituce. V případě většiny nebankovních obchodníků v České republice je však při povinnosti pravidelného informování regulátora o údajích vedených v deníku obchodníka, údajích o hospodaření apod., **zbytečně zatěžujícím prvkem.**

Pokud bude v **dohledném časovém horizontu přijata kvalitní právní úprava, která bude naplňovat cíle, které byly proklamovány při prosazování slučování dohledu nad finančním trhem, lze oprávněně očekávat, že po letech, kdy domácí kapitálový trh nebyl téměř regulován, a po období, kdy bylo naopak možné hovořit o přeregulaci, dojde k nastolení naprosto standardního prostředí i v této oblasti.** Právě **standardní výkon regulace v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem může napomoci k upevnění důvěry v existenci a funkčnosti kapitálového trhu, která byla významně, a na velmi dlouhou dobu, narušena v minulosti.**

## Použitá literatura

- Akerlof, George A.: *The Market for Lemons*, In: *Quarterly Journal of Economics*, srpen 1970
- Babouček, I.: *Koncepce regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních produktů a služeb*, In: *Regulace a dozor nad finančními trhy*, Sborník z mezinárodní konference Vysoké školy finanční a správní, Praha 2003
- Bakeš, M., a kolektiv, *Finanční právo*, C. H. Beck, Praha, 2003
- Blaha., Z.S (editor).: *Řízení rizika a finanční inženýrství*, Management Press, Praha 2004
- Currie., C.V.: *Towards a General Theory of Financial Regulation: predicting, measuring and preventing financial crises*, University of Technology, Sydney 2006
- Dewatripont, M. – Tirole, J.: *The regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge, 1994
- Dědič, J.: *K některým problémům zákona o Komisi pro cenné papíry* in: *Obchodní právo* č. 7 1998
- Dědič, J., Čech, P.: *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*, 2. vydání, Polygon, 2005
- Capuano, R.: *The market Abuse in the Lamfalussy Approach*, In: *Sborník k semináři Komise pro cenné papíry na téma The market Abuse*, Praha 2004
- Frait, J.: *Bankovní dohled a stabilita finančního systému*, [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)
- Hendrych, D. a kolektiv, *Správní právo. Obecná část. 4. změněné a doplněné vydání*, C.H. Beck, Praha 2001
- Husták, Z.: *Postavení Komise pro cenné papíry v rámci regulatorní struktury tuzemského finančního trhu*, In: *Regulace a dozor nad finančními trhy*, Sborník z mezinárodní konference Vysoké školy finanční a správní, Praha 2003
- Jílek, J.: *Finanční trhy*, Grada Publishing, Praha 1997
- Litošová, R.; Rýdl, T.; Svobodová, J.: *Je možná jednotná regulace finančního trhu?*, In: *Bankovníctví*, leden 2003
- Maskin, E.; Rilely, J.: *Monopoly with Incomplete information*, in *The RAND Journal of Economics*, srpen 1984
- Mishkin, F.S.: *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů. Druhé vydání. Finance a úvěr*, 1991 s. 50
- Musílek, Petr: *Trhy cenných papírů*, Ekonpress, Praha 2002
- Panzironi, V.: *Harmonisation of Financial Services: The Financial Services Action Plan*, In: *Sborník k semináři Komise pro cenné papíry na téma Progress in the implementation of the EU financial services Action plan*, Praha 2003
- OECD: *Supervision on Financial Markets in the OECD Area*. OECD 2002

*Pavlát, V. Kubiček, A.: Regulace a dozor nad kapitálovými trhy, VŠFS, Praha 2004*

*Prouza, T.: Kam posune dohled Evropa?, In: Bankovníctví, červen 2006*

*Schwarz, J.: Regulace kapitálového trhu nebo trhu s cennými papíry?, In: Ekonom, říjen 1996*

## Obsah:

1. Úvod	4
2. Důvody vzniku a cíle regulace kapitálových trhů	6
2.1. Finanční, peněžní a kapitálový trh	6
2.2. Vznik regulace kapitálových trhů a cíle regulace	8
2.3. Selhání a rizika spojená s působením na kapitálovém trhu	12
3. Postavení orgánů s dozorovou pravomocí nad kapitálovým trhem	17
3.1. Vývoj v oblasti regulace kapitálových trhů, modely postavení národních regulátorů a význam samoregulace kapitálových trhů	17
3.2. Institucionální zajištění regulace kapitálových trhů na celosvětové a evropské úrovni	20
3.3. Vývoj regulace kapitálového trhu v České republice a právní úprava postavení Komise pro cenné papíry	28
3.4. Proces integrace dozoru nad finančním trhem v České republice	30
4. Působnost a pravomoc České národní banky při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem v České republice	37
4.1. Právní úprava postavení České národní banky v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem	37
4.2. Nástroje regulace svěřené zákonem České národní bance k výkonu dohledu v oblasti kapitálovém trhu	45
4.2.1. Vydávání povolení nebo registrace	46
4.2.2. Udělování souhlasů	56
4.2.3. Schvalování dokumentů	58
4.2.4. Vydávání prováděcích právních předpisů	62
4.2.5. Shromažďování a kontrola informací plynoucích z plnění informační povinnosti a monitorování trhu	64
4.2.6. Výkon státního dohledu	65
4.2.7. Uplatňování nápravných prostředků dohledu	71
4.2.7.1. Předběžná opatření	71
4.2.7.2. Opatření k nápravě	74
4.2.7.3. Uplatnění sankcí	78
4.2.7.4. Nucená správa	81
4.2.7.5. Odejmutí povolení	85
5. Zákonem stanovené povinnosti subjektů působících na kapitálovém trhu ve vztahu k ochraně kapitálového trhu a jeho účastníků před jeho selháním	89
5.1. Informační povinnost	89
5.1.1. Informační a oznamovací povinnost subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu	90
5.1.2. Informační povinnost subjektů v oblasti kolektivního investování	95

5.1.3.	Informační povinnost emitenta kótovaného cenného papíru	101
5.2.	Povinnosti v oblasti ochrany vnitřních informací	105
5.2.1.	Zvláštní povinnosti emitenta finančního nástroje a dalších osob ve vztahu k ochraně vnitřních informací	106
5.3.	Oznamování podílu na hlasovacích právech	108
5.4.	Uchovávání dokumentů a údajů z evidence	110
5.5.	Povinnost zachování mlčenlivosti	111
5.6.	Povinnosti v oblasti manipulace s trhem	112
5.7.	Povinnosti obchodníka s cennými papíry	113
5.8.	Povinnosti organizátora regulovaného trhu	117
5.8.1.	Povinnosti organizátora mimoburzovního trhu	117
5.9.	Povinnosti provozovatele vypořádacího systému	119
5.10.	Povinnosti centrální deponitáře a dalších osob vedoucích evidenci investičních nástrojů	120
5.11.	Povinnosti investičního zprostředkovatele	121
5.12.	Povinnosti subjektů působících v oblasti kolektivního investování	121
5.13.	Vliv předpokládané transpozice MiFID na právní úpravu kapitálového trhu v České republice	125
6.	<b>Závěr</b>	130
	<i>Použitá literatura</i>	133
	<i>Obsah</i>	135