

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA
KATEDRA FINANČNÍHO PRÁVA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Právní režim obchodníků s cennými papíry

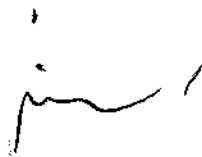
Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Vypracovala: Pavlína Tillová,
5. ročník, prezenční studium
Vřesová 675/3, 181 00 Praha 8

Odevzdání práce: březen 2008

Prohlášení

"Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracovala samostatně a že jsem vyznačila prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpala, způsobem ve vědecké práci obvyklým"

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive script.

31. 3. 2008

PODĚKOVÁNÍ

Na tomto místě bych ráda poděkovala JUDr. Petru Kotábovi za cenné připomínky a průběžné konzultace, které mi poskytoval během psaní této práce.

OBSAH

- Úvod: 1. Úvod do problematiky právního režimu obchodníků s cennými papíry - historie kapitálového trhu, základní pojmy
- 1.1. Kapitálový trh
 - 1.2. Historie kapitálového trhu
 - 1.3. Základní pojmy
- I. část: 2. Dohled a regulace kapitálového trhu, dohledové a regulační orgány, rizika
- 2.1. Dohledové a regulační orgány
 - 2.2. Rizika
- II. část: 3. Cíle regulace kapitálového trhu, příčiny selhání, nástroje
- 3.1. Cíle regulace kapitálového trhu
 - 3.2. Příčiny selhání
 - 3.3. Nástroje regulace
 - 3.3.1. Pravidla obezřetnosti
 - 3.3.2. Organizační předpoklady
 - 3.3.3. Vedení evidence
 - 3.3.4. Personální vybavení
 - 3.3.5. Kapitálová přiměřenost
 - 3.3.6. Angažovanost
 - 3.4. Cíle a nástroje regulace
- III. část: 4. Zavedení směrnice MiFID do české legislativy a porovnání se stávajícím právním režimem
- IV. část: 5. Jaké jsou cíle MiFIDu. Jak se odrazí tyto rozsáhlé změny na českém kapitálovém trhu v oblasti právní regulace obchodníků s cennými papíry.
- Závěr: 6. Je MiFID přínosem nebo brzdou? Očekávané problémy v souvislosti s včasným nepřijetím MiFIDu do české legislativy. Jak se připravit na rozsáhlé změny v oblasti právního režimu obchodníků s cennými papíry?

Úvod:

1. Úvod do problematiky právního režimu obchodníků s cennými papíry - historie kapitálového trhu, základní pojmy

V této diplomové práci bych chtěla popsat stávající právní úpravu kapitálového trhu v České republice – zejména právní režim obchodníků s cennými papíry - a v porovnání připravované změny Zákona o podnikání na kapitálovém trhu, které se obchodníků s cennými papíry výrazně dotýkají.

Změny jsou prováděny v důsledku transpozice některých směrnic Evropských společenství v oblasti finančního trhu, zejména směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (MiFID) a směrnic provádějících tuto směrnici do právního řádu České republiky. Transpozice těchto předpisů přináší pro fungování kapitálového trhu v České republice nejzásadnější změny za posledních deset let.

Je diskutabilní, zda všechny změny právního režimu jsou přínosem pro obchodníky s cennými papíry. Cílem přijetí nové evropské legislativy je sjednotit právní úpravy kapitálového trhu v jednotlivých státech EU. Důvodem k tomuto sjednocení je především snaha přitáhnout zájem více investorů, kteří se nebudou obávat investovat své peníze do produktů kapitálového trhu a zvýšit atraktivitu obchodování pro drobné investory. Ochrana těchto investorů spolu s jejich plnou informovaností je hlavním důvodem těchto rozsáhlých změn. Uvidíme, zda se naplní proklamované snížení nákladů na obchodování a zvýšení transparentnosti obchodování pro investory.

1.1. Kapitálový trh

Kapitálový trh je místo, kde se střetává nabídka volných finančních prostředků s poptávkou po nich. Působí zde finanční instituce, které převádí finanční prostředky od těch, kdo spoří, k těm, kteří je poptávají (od střadatelů k vypůjčovatelům) → jsou zde různé finanční instituce = banky, pojišťovny, investiční společnosti, penzijní a vzájemné fondy, burzy cenných papírů atd.

Stabilní finanční systém a dynamicky se rozvíjející finanční trh, založené mj. na finančně zdravých a prosperujících ale i širší veřejností respektovaných finančních

institucích významně přispívají k dlouhodobému růstu ekonomiky a jsou v zájmu podniků i obyvatelstva.

1.2 Historie kapitálového trhu

Historie kapitálového trhu v České republice se začala psát v roce 1993 po ukončení kupónové privatizace. Počáteční naivní předpoklady, že kapitálový trh má být ponechán bez dozoru a bez regulace do té doby, než dojde ke koncentraci kapitálu, schladilo pár skandálů s tunelováním investičních privatizačních fondů a poškozování minoritních akcionářů. Nevytvoření kvalitního právního rámce kapitálového trhu již na počátku transformace a podcenění nezbytnosti kvalitní úpravy ochrany práv investorů a regulace ostatních účastníků trhu vedly k poškození českého kapitálového trhu zejména v očích zahraničních investorů.

Bylo potřeba urychleně vytvořit vynutitelná pravidla a právní rámec pro všechny účastníky kapitálového trhu a postupně se smířit s myšlenkou, že bez regulace a dozoru nezávislé instituce český kapitálový trh nebude důvěryhodný pro tuzemské ani zahraniční investory.

V roce 1998 začala na českém kapitálovém trhu působit Komise pro cenné papíry. Zákon, kterým byla ustavena, se inspiroval legislativou Evropské unie regulující kapitálový trh. Prvním nelehkým úkolem nově vzniklé Komise pro cenné papíry bylo přelicencování obchodníků s cennými papíry. Předchozí liberální politika Ministerstva financí totiž způsobila absurdně vysoký počet obchodníků s cennými papíry, kteří nebyli v praxi schopni vyhovět nárokům na zajištění majetku zákazníků, personální vybavení, pokrytí rizik apod. Po zahájení činnosti Komise pro cenné papíry v dubnu 1998 (dále jen Komise) byl jejich počet značně zredukován¹ (v současné době působí na českém kapitálovém trhu 45 licencovaných obchodníků s cennými papíry). Zároveň si Komise předsevzala nastavit cíle a principy regulace kapitálového trhu tak, aby přizpůsobila regulaci českého kapitálového trhu pravidlům uplatňovaným v Evropské unii a posílila důvěru investorů a emitentů v kapitálový trh. V neposlední řadě začala šířit osvětu a prohlubovat informovanost veřejnosti.

¹ (zdroj: www.investujeme.cz/clanky/)
autor: T. Ježek, nahlíženo dne 28.2.2008

K 1. dubnu 2006 došlo integraci dohledu nad finančním trhem do České národní banky, kdy Česká národní banka převzala agendu Komise pro cenné papíry.

V současné době má Česká národní banka nelehký úkol jak skloubit regulaci kapitálového trhu a ochranu investorů tak, aby svými požadavky „nevyhubila“ obchodníky s cennými papíry. Jde o to, že pomalu nastává opačný extrém – od naprosté liberálnosti k přeregulovanosti trhu. Vysoká míra regulace sice snižuje míru rizika, ale zároveň snižuje výnosy. Na přehnanou ochranu investorů totiž doplatí zase jen investor – vysoké náklady obchodníků s cennými papíry musí někdo zaplatit.

1.3. Základní pojmy

Z hlediska právní regulace kapitálového trhu je důležitá skutečnost, o jakou finanční instituci jde - zda jde o organizátora trhu (Burza cenných papírů, RM - Systém), orgán dohledu (Česká národní banka) nebo obchodníka s cennými papíry. Obchodníky s cennými papíry můžeme dále členit na banku, nebankovní subjekt nebo o obchodníka podnikající v oblasti kolektivního podnikání.

V této diplomové práci se budu zabývat právním režimem obchodníků s cennými papíry, kteří jsou nebankovními subjekty.

Na tomto místě musí ještě zmínit důležitou skutečnost a to, že v České republice vznikla poměrně silná bankovní lobby. Souvisí to historicky i s neexistencí kapitálového trhu jako zdroje finančních prostředků. Většina obyvatelstva - včetně podnikatelů - je zvyklá si opatřovat volné peněžní prostředky pomocí úvěru a ne na kapitálovém trhu např. upisováním cenných papírů jak je to zvykem v anglosaských zemích. Dle mé osobní zkušenosti z působení na českém kapitálovém trhu, jsou obchodníci s cennými papíry, za kterými nestojí některá z bank, poměrně v nevýhodě. Jako příklad dále v této diplomové práci popisují např. prosazení kapitálové přiměřenosti pro všechny obchodníky s cennými papíry bez výjimky, což považují za absurdní, vzhledem k striktně oddělenému majetku zákazníků obchodníka s cennými papíry (na rozdíl od banky, která s prostředky klientů podniká).

Právní režim obchodníků s cennými papíry v České republice je poměrně široce ošetřen předpisy z oblasti cenných papírů, které jsou rozděleny na pět oblastí:

- I. Cenné papíry
- II. Dohled nad kapitálovým trhem
- III. Podnikání na kapitálovém trhu
- IV. Kolektivní investování
- V. Další relevantní předpisy

Nejdůležitějším právním předpisem právního režimu obchodníků s cennými papíry je zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen ZPKT) a jeho prováděcí vyhlášky².

Obchodníci, kteří jsou bankami, se při obchodování s cennými papíry musí řídit dalšími předpisy, m.j. „Zákonem o bankách“(např. majetkem zákazníka nejsou vklady podle zákona upravujícího činnost bank, o kterých účtuje obchodník s cennými papíry, který je bankou nebo pobočkou zahraniční banky).

Obchodník s cennými papíry - je podle platné právní úpravy (ZPKT) právnická osoba, která poskytuje investiční služby na základě povolení České národní banky k činnosti obchodníka s cennými papíry.

Investičními službami podle platné právní úpravy jsou hlavní investiční služby a doplňkové investiční služby poskytované podnikatelsky třetím osobám.

Hlavními investičními službami jsou:

- a) přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,
- b) provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet jiné osoby,
- c) obchodování s investičními nástroji na vlastní účet,
- d) obhospodařování majetku zákazníka na základě smlouvy se zákazníkem, je-li součástí majetku investiční nástroj,
- e) upisování nebo umisťování emisí investičních nástrojů.

² (zdroj: zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu)

Doplňkovými investičními službami jsou

- a) správa investičních nástrojů,
- b) úschova investičních nástrojů,
- c) poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí,
- d) poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností nebo převodů podniků,
- e) poradenská činnost týkající se investování do investičních nástrojů,
- f) provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb,
- g) služby související s upisováním emisí investičních nástrojů,
- h) pronájem bezpečnostních schránek.

Pojem „hlavní investiční služby“ je jedním ze základních veřejnoprávních termínů, které evropská právní úprava vnesla do české právní úpravy podnikání na finančním trhu. Je nutné vycházet z toho, že účelem úpravy investičních služeb není vyhradit veškeré dispozice s cennými papíry potažmo finančními nástroji pouze obchodníkům s cennými papíry.

Jejím primárním smyslem je regulace podnikatelské činnosti založené na obchodování s finančními nástroji, tedy investičních služeb, nikoli regulace některých subjektů poskytujících investiční služby.

Oproti současné právní úpravě dochází s přijetím MiFIDu k rozšíření seznamu o dvě hlavní investiční služby – investiční poradenství a provozování vícestranného obchodního systému

Obecně lze říci, že MiFID (stejně tak platná právní úprava) nepovažuje za hlavní investiční službu jakoukoli činnost uvedenou v příslušném výčtu, nýbrž pouze takovou činnost, jež formálně splňuje pojmové znaky některé z hlavních investičních služeb a zároveň je vykovávána podnikatelsky ve vztahu k finančnímu nástroji.

Za činnost vykonávanou podnikatelsky je považována soustavná činnost provozovaná samostatně jakoukoli osobou vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.

Účelem právní úpravy týkající se poskytování hlavních investičních služeb je vymezit pravidla pro subjekty, které tyto služby poskytují jakožto hlavní předmět svého podnikání, jejím smyslem není dopadat na osoby, které investiční služby poskytují mimo svůj hlavní předmět podnikání, nebo je poskytují i v jeho rámci, ovšem činí tak nahodile či nikoli systematicky.

MiFID vedle pojmu „hlavní investiční služba“ operuje s termínem „hlavní investiční činnost“ (*investment activity*). Toto rozlišování je účelné a má zásadní význam pro určení toho, kdy dochází k poskytnutí hlavní investiční služby, resp. výkonu hlavní investiční činnosti. V případě „investiční činnosti“ totiž, na rozdíl od „investiční služby“ není rozhodné, zda jde o činnost vykonávanou „pro jiného“, není například nutný ani pokyn, požadavek či objednávka. Pro určení toho, zda jde o licencovanou činnost, tedy činnost vyžadující povolení dohledového orgánu (nestanoví-li zákon jinak) postačí pokud jsou formálně splněny znaky příslušné hlavní investiční činnosti a tato činnost je vykonávána podnikatelsky, a není nerozhodné zda také pro třetí osoby či nikoliv.

Z toho důvodu také MiFID rozlišuje mezi „službou“ a „činností“ (není-li prvek třetí osoby, nelze hovořit o službě). Z hlediska nové právní úpravy je tedy důležité obecnými pojmovými znaky rozlišit, zda jde o službu poskytovanou jinému či nikoliv.

Podle platné právní úpravy (ZPKT) poskytovat hlavní investiční službu nebo doplňkovou investiční službu může pouze obchodník s cennými papíry.

Investičními nástroji jsou

- a) investiční cenné papíry,
- b) cenné papíry kolektivního investování,
- c) nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu),
- d) deriváty.

Investičními cennými papíry jsou

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,

- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- c) cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů uvedených v písmenu a) nebo b), se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, s výjimkou platebních nástrojů,
- d) ostatní cenné papíry, se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích, s výjimkou platebních nástrojů.

Deriváty se rozumí

- a) opce na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c),
- b) finanční termínové smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje uvedené v odstavci 1 písm. a) až c),
- c) rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika,
- d) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,
- e) jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenného papíru, indexu, úrokové míry, kurzu měny nebo ceny komodity

Ze zákonné úpravy jasně vyplývá rozsah podnikání obchodníků s cennými papíry. Při změně předmětu podnikání, který by byl v rozporu s platnou právní úpravou povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry zaniká.

Obchodníci s cennými papíry se sdružují v profesních asociacích. Pro obchodníky s cennými papíry, kteří jsou nebankovními subjekty jsou nejvýznamnější:

- 1) **Asociace pro kapitálový trh České republiky** (dále jen AKAT) - sdružuje nejvýznamnější tuzemské investiční společnosti, zahraniční správce fondů nabízející své produkty v ČR a další subjekty, které poskytují služby v oblasti kolektivního investování. Vzájemně si konkurující subjekty se spojily za účelem rozvoje společných zájmů a aktivit, u kterých by nebylo efektivní, aby je jednotliví členové vykonávali samostatně. Usiluje o rozvoj kapitálového trhu a kolektivního investování.³
- 2) **Česká Asociace obchodníků s cennými papíry** (dále jen ČAOCP)

³ (zdroj: www.akatcr.cz, nahlíženo 10.3.2008)

Se vstupem České republiky do Evropské unie nabývají platnost nové vyhlášky a zákony, kterým je třeba přizpůsobit vnitřní předpisy u všech obchodníků tak, aby odpovídaly výkladům České národní banky, které však nejsou vždy zcela jednoznačné. Při jednáních s Českou národní bankou má větší šanci k prosazení zájmů jednotlivých obchodníků s cennými papíry jednotná profesní organizace. Hlavní důvodem vzniku této organizace je komunikace s orgány státního dozoru, sdílení informací a aktivní účast na prosazování zájmů členů Asociace ve vztahu k příslušným státním i nestátním orgánům a institucím či jiným subjektům, jejichž činnost se dotýká zájmů členů Asociace.⁴

ČAOCP také v současné době spolupracuje s Českou národní bankou na přípravě makléřských zkoušek.

Všude tam, kde je to účelné z hlediska plnění úkolů dohledu nad finančním trhem, Česká národní banka podporuje samoregulaci prostřednictvím profesních sdružení regulovaných subjektů.

I. část:

2. Dohled a regulace kapitálového trhu, dohledové a regulační orgány, rizika

2.1. Dohledové a regulační orgány

O tom, jaké subjekty jsou oprávněny působit na kapitálovém trhu jako obchodníci s cennými papíry rozhoduje podle „Zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu“ Česká národní banka.

Zároveň podle Zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance je zodpovědná za dohled nad finančním trhem v České republice. K integraci dohledu nad finančním trhem do České národní banky došlo k 1. dubnu 2006, kdy Česká národní banka převzala agendu Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním MF a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami, které zanikly. Česká národní banka tedy provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizový dohled a dohled nad institucemi elektronických peněz. Stanovuje pravidla, která chrání stabilitu bankovního sektoru, kapitálového trhu,

⁴ (zdroj: www.caocp.cz, nahlíženo 10.3.2008)

pojišťovnictví a penzijního připojištění. Systematicky reguluje, kontroluje, vyhodnocuje a popřípadě postihuje nedodržování stanovených pravidel.

Česká národní banka úzce spolupracuje s Ministerstvem financí České republiky jako gestorem primární legislativy v oblasti finančního trhu, dalšími zainteresovanými ústředními orgány státní správy a profesními sdruženími jako zástupci účastníků trhu při vytváření jednotné koncepce a dalších pravidel regulace a dohledu nad finančním trhem. V působnosti ministerstva financí je dále m.j. :

- vytváření a předkládání analýzy, koncepce a návrhy právních předpisů v rámci procesu sjednocení státního dozoru nad finančním trhem,
- vytváření a předkládání návrhů právních předpisů upravujících kapitálový trh vládě, zejména zákony upravující podnikání na kapitálovém trhu, kolektivní investování, cenné papíry, dozor dohled nad kapitálovým trhem,
- podílení se na přípravě právních předpisů, které souvisejí s úpravou kapitálového trhu (obchodní zákoník, občanský zákoník, zákon o účetnictví, bankovní zákony, insolvenční zákon, daňové zákony), a to ve vztahu k právním předpisům upravujícím podnikání a další činnosti subjektů na kapitálovém trhu,
- zajišťování harmonizace právní úpravy kapitálového trhu ČR s právem EU (zejména směrnice o prospektu, směrnice o zneužívání trhu, směrnice o kapitálových požadavcích, směrnice o trzích finančních nástrojů, transparenční směrnice),
- vykonávání ve smyslu příslušných zákonů působnost ministerstva ve vztahu ke SCP, centrálnímu depozitáři cenných papírů a Garančnímu fondu obchodníků s cennými papíry,
- připravování stanovisek k návrhům právních předpisů EU upravujícím podnikání a další činnosti subjektů na kapitálovém trhu a zastupuje Českou republiku na jednání jejich orgánů
- zpracovávání, navrhování a vydávání některých prováděcích předpisů k zákonům upravujícím kapitálový trh a spolupráce při zpracování prováděcích předpisů vydávaných ČNB,

Česká národní banka a Ministerstvo financí se tedy do určité míry dělí o regulaci finančního trhu a ochranu spotřebitele na finančním trhu.⁵

Potenciální problém lze spatřovat v tom, že ČNB je zcela nezávislá a samostatná nejen v oblasti měnové politiky České republiky, ale ohledně veškerých svých kompetencí a pravomocí. Ze zákona tedy nesmí být vázána jakýmkoli „doporučeními“ či „názory“ jiných institucí či osob. V oblasti regulované ČNB se tak stát alespoň z ústavně formálního hlediska zcela vzdává možnosti ingerence. Praktickým dopadem je to, že ČNB jako zcela nezávislý regulátor stanovuje a dozoruje určitá pravidla, ústředním orgánem správy je ovšem Ministerstvo financí.

Posláním České národní banky je obecně posilovat důvěru investorů a emitentů v kapitálový trh. Toto poslání je založeno na třech cílech:⁶

- ochrana investorů
- rozvoj kapitálového trhu
- osvěta a informovanost veřejnosti

Důvěra investorů je zásadní pro jakýkoli úspěšný kapitálový trh. Pouze pokud je naplněna, jsou účastníci a investoři ochotni obchodovat na kapitálovém trhu a využívat služeb jeho institucí, což vede k jeho rozvoji. Udržení této důvěry závisí jak na zachování vlastní stability kapitálového trhu, tak i na oprávněném očekávání, že stabilní zůstane. Pro udržení důvěry investorů a rozvoj trhu je důležité, aby:

- ve firmách nabízejících své služby na kapitálovém trhu pracoval kvalitní management, který zná rizika vyplývající z poskytovaných služeb a umí je měřit a řídit. Firmy musejí být dostatečně vybaveny kapitálem, který slouží k zamezení dopadu případných ztrát na zákazníky, a také musejí disponovat kvalifikovanými zaměstnanci, kteří respektují interní pravidla firmy;
- se dařilo zamezit zásadnímu poškození českého kapitálového trhu, krachům firem nebo infrastruktury kapitálového trhu;
- Česká národní banka, odborný tisk i sami účastníci trhu neustále vysvětlovali, proč je důvěra v český kapitálový trh opodstatněná.

⁵ (zdroj: www.mfcr.cz, nahlíženo 20.2.2008)

⁶ (zdroj: www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/zakony/index.html, nahlíženo 21.2.2008)

Česká národní banka se zaměřuje především na ochranu drobných investorů a na to, aby si tito investoři uvědomovali a nesli odpovědnost za svá investiční rozhodnutí.

Sebelepší regulace nemůže zcela zamezit selhání regulovaného subjektu. Česká národní banka se orientuje především na nastavení takových pravidel, která zajistí co nejvyšší pravděpodobnost selhání regulovaných firem a trhů (zvláště pak selhání, která by měla podstatný vliv na důvěru veřejnosti), což je v souladu s cílem udržení konkurence mezi účastníky trhu. To vyžaduje pečlivé vyhodnocování pravděpodobnosti různých typů selhání a jejich vlivu na kapitálový trh.

2.2. Rizika

Jedním z hlavních cílů České národní banky je ochrana investorů. Hlavní rizika, která hrozí investorům, jsou:

Riziko selhání statutárních orgánů a vedení firmy

Tj. riziko, že firma zkrachuje, např. kvůli nedostatečným kontrolním mechanismům ve firmě nebo kvůli nekompetentnímu managementu nebo kvůli nedostatečnému kapitálovému vybavení firmy.

Riziko podvodu

Riziko podvodu, zkršlování informací (např. finančních výsledků), nebo nezveřejnění relevantních informací ze strany firem, které prodávají nebo radí ohledně instrumentů kapitálového trhu,

Riziko nevhodnosti nabízeného instrumentu

Riziko, že investoři uzavřou smlouvu týkající se kapitálového produktu nebo služby, kterým nerozumí nebo které jsou pro dané investory nevhodné vzhledem k jejich averzi vůči riziku.

Riziko poklesu kurzu investičního instrumentu

Riziko, že investice nepřinese kýžený kapitálový výnos.⁷

S ohledem na uvedená rizika byl stanoven právní rámec, kterým Česká národní banka reguluje počet obchodníků s cennými papíry. V zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu jsou stanovena kritéria, která určují, kdo může působit

⁷ (zdroj: www.sec.cz/export/cz/, nahlíženo 22.2.2008)

na kapitálovém trhu jako licencovaný obchodník s cennými papíry a vymezuje požadavky České národní banky, nejdůležitější z nich:

- povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry udělí pouze akciové společnosti,
- která má sídlo na území České republiky, průhledný
- nezávadný původ základního kapitálu,
- předloží plán obchodní činnosti a návrh organizační struktury obchodníka s cennými papíry,
- má věcné, personální a organizační předpoklady pro výkon činnosti obchodníka s cennými papíry,
- vedoucí osoby splňují podmínky schvalování osob podle § 10 Zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu,
- na které mají kvalifikovanou účast osoby vhodné z hlediska zdravého a obezřetného vedení obchodníka s cennými papíry,

V povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry Česká národní banka uvádí, které hlavní a doplňkové investiční služby je obchodník s cennými papíry oprávněn poskytovat a ve vztahu ke kterým investičním nástrojům. Povolení musí obsahovat alespoň jednu hlavní investiční službu.

Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a nemá poskytování investičních služeb omezené, musí v korunách českých činit alespoň částku odpovídající

730 000 EUR.

Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a není oprávněn poskytovat žádnou z investičních služeb uvedených v § 4 odst. 2 písm. c) a e) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, musí v korunách českých činit alespoň částku odpovídající 125 000 EUR.

Předmětem podnikání obchodníka s cennými papíry, který není bankou, mohou být pouze činnosti uvedené v povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry.

Podle zákonů České republiky, evropského práva a mezinárodně uznávaných standardů v oblasti dohledu nad finančním trhem Česká národní banka plní svou roli integrovaného orgánu regulace a dohledu zejména prostřednictvím:

- 1) **regulatorní činnosti**, tj. především stanovení pravidel obezřetného podnikání a pravidel jednání se zákazníky formou prováděcích právních předpisů, které Česká národní banka vydává v rámci a v mezích příslušných zákonů;
- 2) **licenční a povolovací činnosti**, tj. zejména udělování povolení ke vstupu do regulovaných segmentů finančního trhu;
- 3) **dohledových činností**, k nimž patří:
 - a. **dohled na dálku** nad finančními institucemi, tržním jednáním i infrastrukturou kapitálového trhu a analýzy finančního trhu a jeho sektorů,
 - b. **dohlídky na místě** ve finančních institucích a dalších institucích tvořících infrastrukturu kapitálového trhu;
- 4) **stanovování opatření k nápravě popřípadě i ukládání sankcí** v případě zjištění nedostatků v činnosti subjektů, nad nimiž vykonává dohled;
- 5) **shromažďování, zpracovávání a vyhodnocování informací**, jež slouží k podpoře dohledu a k informování veřejnosti o stavu a vývoji finančního trhu České republiky.⁸

Další důležitou skutečností nad kterou Česká národní banka bdí je transparentnost trhu.

Pro správné investiční rozhodnutí musí mít investor k dispozici všechny relevantní informace. Jedná se zejména o informace od emitenta cenného papíru, informace o hospodářských výsledcích emitenta, informace o uskutečněných obchodech s daným cenným papírem na veřejném trhu i mimo něj apod. Tyto informace musejí být přístupné všem investorům. Z tohoto pohledu musí emitenti cenných papírů pravdivě a úplně informovat všechny účastníky kapitálového trhu a také musí včas uveřejňovat cenově senzitivní informace. Česká národní banka považuje informační povinnost za jednu z klíčových složek ochrany investorů a transparentnosti trhu a její plnění důsledně vynucuje.

Byly zpřísněny informační povinnosti pro obchodníky s cennými papíry, zejména požadavek častějšího poskytování informací o výsledcích hospodaření a o kapitálové

⁸ (zdroj: www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled.pdf, nahlíženo 22.2.2008)

přiměřenosti. Velká pozornost je věnována manipulacím trhu včetně obchodování na základě důvěrných informací (insider tradingu).

Transparentnost napomáhá ukázněnému chování na trhu, a to ve svém důsledku dále vede k dodržování pravidel chování jeho účastníků.

Důvěra v kapitálový trh a ochrana investorů mohou být vážně podkopány, pokud budou kapitálový trh a jednotlivé instituce zneužívány ke kriminálním aktivitám. Česká národní banka je proto pověřena, aby prostřednictvím kompetencí vymezených zákonem o praní špinavých peněz omezila možnost výskytu kriminálních aktivit na finančním trhu.

Čtyři hlavní typy finanční kriminality, v jejichž potlačování hraje Česká národní banka důležitou roli, jsou:

- praní špinavých peněz
- podvody a nepoctivé jednání, včetně elektronické finanční kriminality a podvodného marketingu
- kriminální chování na trhu včetně obchodování s využitím důvěrných informací
- zkreslování informací či výsledků hospodaření

Česká národní banka se věnuje celému sektoru kapitálového trhu, zejména obchodníkům s cennými papíry, aby se zvýšila účinnost opatření proti praní špinavých peněz přijatých účastníky trhu a účinnost hlášení neobvyklých obchodů.

V rámci boje proti finanční kriminalitě Česká národní banka těsně spolupracuje s Policií ČR a také finančně analytickým útvarům ministerstva financí.⁹

II.část :

3. Cíle regulace kapitálového trhu, příčiny selhání, nástroje

3.1.Cíle regulace

Regulace kapitálového trhu vychází a bude vycházet z posouzení rizika (pravděpodobnosti) situace, kdy se nezdaří naplnit zákonem stanovené cíle

⁹ (zdroj: www.sec.cz/export/cz/, nahlíženo 22.2.2008)

(dohledu) regulace, a to jak z hlediska celého kapitálového trhu, tak zejména z hlediska jednotlivého licencovaného subjektu.

Cíle regulace, resp. cíle České národní banky při výkonu dohledu, jsou ochrana investorů, rozvoj trhu, vzdělávání a informování investorů.

Aby mohlo být dosaženo těchto cílů v následujících oblastech, je nutno provést analýzu rizik, která by dosažení mohla zabránit.

Důvěra investorů je zásadní pro jakýkoli úspěšný kapitálový trh. Pouze pokud je naplněna, jsou účastníci a investoři ochotni obchodovat na kapitálovém trhu a využívat služeb jeho institucí, což vede k jeho rozvoji. Udržení této důvěry závisí jak na zachování vlastní stability kapitálového trhu, tak i na oprávněném očekávání, že stabilní zůstane.

Znovuzískání důvěry investorů ale neznamená, že cílem má být zabránit všem úpadkům jako důsledku existence tržního rizika. Vzhledem k povaze kapitálových trhů, kterým je nestálost vlastní, je dosažení režimu "nulového selhání" nemožné a v každém případě nežádoucí. Každý takový režim by svou nákladností nadměrně zatěžoval regulované firmy. Pravděpodobně by poškozoval hospodářství jako celek a byl by velmi neekonomický poměrem vynaložených prostředků a výsledného přínosu. Dále by dusil rozvoj trhu, zavádění nových služeb, konkurenceschopnost a neodpovídal by požadavku odpovědnosti účastníků trhu za vlastní jednání, která přísluší především vedení firem (představenstvu, dozorčí radě) a zákazníkům. Negativním jevem by bylo, kdyby se investoři mylně domnívali, že žádná firma nikdy nezkrachuje. To by snížilo motivaci jednotlivců i firem k patřičnému posuzování rizik týkajících se investičních rozhodnutí. Veřejnost však má právo očekávat, že podvodné jednání bude co nejdříve odhaleno a ten, kdo se podvodného jednání dopustí, řádně potrestán.

3.2.Příčiny selhání regulace

Aby mohl kapitálový trh fungovat standardním způsobem, je nezbytná důvěra všech účastníků trhu v to, že trh je kvalitním způsobem regulován a že se mohou na dodržování pravidel stanovených příslušnými předpisy spolehnout.

Čas od času však přesto dochází k selhání finančních trhů a následnému narušení finanční stability.

K narušení finanční stability může docházet jak v důsledku procesů uvnitř finančního sektoru vedoucích ke vzniku zranitelných míst, tak vlivem silných šoků. Zdrojem těchto šoků mohou být mimo jiné vnější prostředí, domácí makroekonomický vývoj, vývoj u hlavních dlužníků a věřitelů finančních institucí, hospodářské politiky nebo změny v institucionálním prostředí. Případná interakce zranitelných míst a šoků může vést ke kolapsu systémově významných finančních institucí a narušení funkcí finančního systému při zajištění finančního zprostředkování a platebního styku. V krajním případě může nastat finanční krize s nepříznivými dopady na ekonomiku.

Analýza finanční stability se v některých aspektech výrazně odlišuje od jiných analytických činností v České národní bance. Na rozdíl od analýz bankovního dohledu se týká nejen bankovních, ale i nebankovních finančních institucí (investiční společnosti a fondy, penzijní fondy, pojišťovny, subjekty působící na kapitálových trzích apod.). Předmětem zájmu není stabilita jednotlivých finančních institucí, nýbrž stabilita finančního sektoru jako celku.¹⁰

Příčin možných selhání finančních trhů lze nalézt několik. Nejdůležitějšími z nich jsou však následující:

- existence asymetrické informace (informace nejsou dostupné všem účastníkům trhu ve stejnou chvíli a ne všichni účastníci jsou schopni stejným způsobem dostupné informace analyzovat – např. klienti finančních zprostředkovatelů jsou jen velmi těžko schopni z veřejně dostupných informací posoudit finanční zdraví a důvěryhodnost finanční instituce apod.). V mnohých případech dochází k vyčleňování obchodování s cennými papíry z organizační struktury bank a provozování této činnosti prostřednictvím dceřiných společností; selhání dceřiné společnosti může ohrozit finanční stabilitu mateřské společnosti – banky.

Regulace vyrovnává informační asymetričnost například tím, že předepisuje minimální objem zveřejňovaných informací či dozoruje licencované subjekty;

- agency costs (problém vzniku konfliktu zájmů finančních institucí, investorů, regulatorních orgánů a daňových poplatníků, vlastníků finanční instituce a manažerů). Oddělení vlastnictví od vedení společností je příčinou vzniku konfliktu

¹⁰ (zdroj: www.cnb.cz, *Důvodová zpráva k vyhlášce Basel II*)

zájmů, jehož dopady se regulace snaží snížit. Na finanční regulaci je z pohledu teorie agency costs možné pohlížet jako na kontrakty uzavírané za účelem přesvědčit regulované subjekty, aby udržovaly společensky únosnou míru podstupovaného rizika a aby zájmy jedné ze zájmových skupin neúměrně nezvyšovaly podstupované riziko;

- výskyt negativních externalit (existence vedlejších nákladů úpadku či jiného selhání finančních institucí, jež nejsou zahrnuty do jejich celkových nákladů a promítnuty tak do stanovených cen, jedná se o společenské náklady spojené s úpadkem finanční instituce, převyšující soukromé náklady finanční instituce, jež nejsou brány v úvahu při jejím rozhodování);

- problém morálního hazardu související s ochrannými opatřeními regulace, např. pojištění vkladů investorů před úpadkem či jiným selháním finančních institucí (pojištění vkladů u bank či pojištění klientských finančních prostředků svěřených obchodníku s cennými papíry), motivující investory k výběru rizikovějších (výnosnějších) investic. Toto pojištění garantuje investorům návratnost zákonem stanovené částky z uskutečněné investice neohledně na výši podstupovaného rizika. V důsledku jsou zvýhodňovány rizikovější instituce než v případě neexistence regulačních ochranných opatření. S cílem snížit celkové riziko podstupované finančními institucemi jsou zaváděna pravidla obezřetnosti.

Výskyt popsaných tržních nedokonalostí je hlavním argumentem pro regulaci finančních a kapitálových trhů, resp. subjektů na těchto trzích podnikajících.

3.3.Nástroje regulace

Právní režim obchodníků s cennými papíry je usměrňován státem jednak z hlediska regulace (přijímání zákonů, MiFID, BASEL apod.) a z hlediska dohledu, kdy na subjekty kapitálového trhu dohlíží dohledový orgán a tím je v České republice Česká národní banka. Dohled nad kapitálovým trhem spadá do správního řízení a náprava zjištěných nedostatků ze strany obchodníků s cennými papíry je vynucována sankcemi. Zjistí-li Česká národní banka při výkonu dozoru porušení povinností účastníka trhu, je oprávněna uložit opatření k nápravě nebo sankci v mezích své pravomoci podle zákona o České národní bance. Mezi sankční nástroje České

národní banky patří ukládání pokut a v krajních případech i odnětí licence k poskytování služeb.

Každý, kdo chce podnikat na kapitálovém trhu v české republice musí splňovat náležitosti, které stanoví zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a podzákonné předpisy - prováděcí vyhlášky a nařízení.

Respektování zákonné úpravy je zajištěno podle povahy věci prostředky správní kontroly a dohledu.

Mezi hlavní priority regulace tak patří zejména udržení celkové stability finančního sektoru a ochrana investorů, resp. klientů finančních institucí. K dosažení uvedených cílů slouží pravidla obezřetnosti, požadavky na vedení evidence, požadavky na personální, materiální a organizační vybavení firem sledování kapitálové přiměřenosti či pravidel likvidity, úvěrové angažovanosti apod.

3.3.1. Pravidla obezřetnosti

K zajištění obezřetného poskytování investičních služeb obchodník s cennými papíry zavede a udržuje¹¹

- a) řídicí a kontrolní systém,
- b) postupy k omezení možnosti střetu zájmů mezi obchodníkem s cennými papíry a jeho zákazníkem nebo mezi jeho zákazníky navzájem,
- c) opatření k ochraně vnitřních informací,
- d) opatření k předcházení manipulaci s trhem.

Řídicí a kontrolní systém zahrnuje

- organizační předpoklady a předpoklady řádné správy a řízení společnosti, a to vždy
 1. zásady a postupy řízení,
 2. organizační uspořádání s řádným, průhledným a uceleným vymezením činností a s nimi spojených působností a rozhodovací pravomoci, v rámci,

¹¹ (zdroj: zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu)

kterého se současně vymezí funkce, jejichž výkon je neslučitelný, a postupy pro zamezení možného vzniku střetu zájmů a

3. řádné administrativní a účetní postupy,

- systém řízení rizik, které vždy zahrnuje

1. pravidla přístupu obchodníka s cennými papíry k rizikům, kterým obchodník s cennými papíry je nebo může být vystaven, včetně rizik vyplývajících z vnějšího prostředí a rizika likvidity,
2. postupy rozpoznávání, vyhodnocování, měření, sledování a ohlašování rizik a
3. postupy přijímání opatření vedoucích k omezení rizik,

- pravidla vnitřní kontroly, jejichž součástí je vždy

1. vnitřní audit,
2. průběžná kontrola dodržování právních povinností obchodníka s cennými papíry.

Řídicí a kontrolní systém musí být ucelený a přiměřený charakteru, rozsahu a složitosti činností obchodníka s cennými papíry.

3.3.2.Organizační předpoklady

Součástí organizačních předpokladů jsou vždy:

- pravidla pro uzavírání obchodů zaměstnanci na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých
- pravidla pro sdružování pokynů zákazníků,
- pravidla pro účtování majetku zákazníků,
- pravidla pro vyřizování stížností a reklamací zákazníků.

Mechanismy vnitřní kontroly zahrnují také:

- kontrolní a bezpečnostní opatření při zpracování a evidenci dat,
- mechanismus kontroly činnosti investičních zprostředkovatelů, které obchodník s cennými papíry využívá při poskytování svých služeb.

3.3.3.Vedení evidence

1. Obchodník s cennými papíry zajistí vedení evidence:

- a) zaknihovaných cenných papírů, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o úschově investičních nástrojů a které jsou vedeny v centrální evidenci cenných papírů na účtu zákazníků; tato evidence se vede v evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním deponitářem,
- b) zaknihovaných cenných papírů, s jejichž vlastníkem uzavřel smlouvu o úschově investičních nástrojů a které jsou vedeny v samostatné evidenci cenných papírů vedené Českou národní bankou na účtu zákazníků; tato evidence se vede v evidenci navazující na samostatnou evidenci cenných papírů vedenou Českou národní bankou,
- c) listinných investičních nástrojů, které mu zákazníci svěřili do úschovy; tato evidence se vede v samostatné evidenci investičních nástrojů,
- d) zahraničních investičních nástrojů, které mu zákazníci svěřili za účelem poskytnutí investiční služby; tato evidence se vede v samostatné evidenci investičních nástrojů (§ 93),
- e) investičních nástrojů, které mu zákazníci svěřili za účelem poskytnutí investiční služby a které nejsou uvedeny v písmenech a) až d) a jejichž povaha to umožňuje; tato evidence se vede v samostatné evidenci investičních nástrojů.

2. Evidence podle odstavce 1 se vedou v elektronické podobě

3. Obchodník s cennými papíry při nakládání s majetkem zákazníka

- vede odděleně vlastní peněžní prostředky a peněžní prostředky svěřené mu zákazníkem a účtuje o majetku zákazníka odděleně od svého majetku,
- zavede opatření, aby majetek zákazníka spočívající v investičních nástrojích nemohl být použit k obchodu na účet jiné osoby než tohoto zákazníka, s výjimkou případu, kdy zákazník udělil obchodníkovi s cennými papíry písemný souhlas,
- nepoužívá majetek zákazníka spočívající v peněžních prostředcích k obchodu na účet jiné osoby než tohoto zákazníka,
- zajistí jednoznačnou identifikaci majetku zákazníka.¹²

¹² (zdroj: zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu)

3.3.4. Personální vybavení

Obchodník s cennými papíry vykonává odborné obchodní činnosti při poskytování investičních služeb prostřednictvím zaměstnance, který má povolení k činnosti makléře s příslušnou specializací. Druhy odborných obchodních činností, které musí obchodník s cennými papíry vykonávat prostřednictvím makléře, stanoví prováděcí právní předpis.

Makléř může být zaměstnancem pouze jednoho obchodníka s cennými papíry.

Obchodník s cennými papíry je povinen mít materiální a personální vybavení přiměřené povaze a rozsahu jím poskytovaných služeb.

Makléř je fyzická osoba, která na základě povolení České národní banky vykonává odbornou obchodní činnost při poskytování investiční služby.¹³

Dalším neméně důležitým předpokladem je obsazení vedoucích osob obchodníka s cennými papíry.

Vedoucí osoba obchodníka s cennými papíry musí mít k výkonu své funkce předchozí souhlas České národní banky.

Česká národní banka udělí souhlas osobě,

- a) která dosáhla věku 18 let,
- b) která je způsobilá k právním úkonům,
- c) u níž nenastala skutečnost, která je překážkou provozování živnosti podle zákona, který upravuje živnostenské podnikání,
- d) která je důvěryhodná,
- e) která je odborně způsobilá,
- f) která splňuje podmínku neslučitelnosti funkcí,
- g) u níž řádnému výkonu funkce nebrání její jiná činnost.

Vedoucí osobou obchodníka s cennými papíry nesmějí být

- a) poslanec nebo senátor Parlamentu České republiky,

¹³ (zdroj: zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu)

- b) zaměstnanec České národní banky,
- c) investiční zprostředkovatel nebo jeho vedoucí osoba či zaměstnanec, nebo zahraniční osoba s obdobným předmětem podnikání nebo její vedoucí osoba či zaměstnanec; to neplatí, jestliže obchodník s cennými papíry a investiční zprostředkovatel nebo zahraniční osoba s obdobným předmětem podnikání jsou součástí jednoho koncernu,
- d) vedoucí osoba nebo zaměstnanec jiného obchodníka s cennými papíry nebo zahraniční osoby s povolením k poskytování investičních služeb; to neplatí, jestliže obchodník s cennými papíry a jiný obchodník s cennými papíry nebo zahraniční osoba s povolením k poskytování investičních služeb jsou účastníky jednoho koncernu, nebo
- e) vedoucí osoba nebo zaměstnanec investiční společnosti nebo investičního fondu nebo zahraniční osoby s povolením ke kolektivnímu investování; to neplatí, jestliže obchodník s cennými papíry a investiční společnost nebo investiční fond nebo zahraniční osoba s povolením ke kolektivnímu investování jsou účastníky jednoho koncernu.

Neméně důležitou součástí personálního vybavení obchodníka s cennými papíry jsou osoby, které činnosti obchodníka kontrolují a dohlíží na bezproblémový chod firmy. Vedle kvalifikovaných pracovníků Back-Office, kteří vypořádávají obchody s cennými papíry, analytiků, kteří vydávají doporučení ohledně analýz trhů a cenných papírů jsou to další neméně důležití zaměstnanci, jako compliance, interní auditor, risk manager.

Koncept compliance a interního auditu zaznamenává v Evropě v oblasti služeb na finančních trzích rozvoj v posledních letech. Jde o multioborovou specializaci, spojující v sobě prvky právní služby, řízení rizik, finančního poradenství a auditní činnosti.

Compliance jde, jak napovídá anglický název této funkce, o dosažení shody podnikání finanční instituce s právními a regulatorními požadavky pro činnost tohoto subjektu stanovené. Compliance identifikuje a ošetřuje rizika, která by mohla vzniknout z této neshody, a to především rizika porušení právních nebo jiných předpisů a z toho plynoucích veřejnoprávních nebo soukromoprávních důsledků, ale také reputačních rizik, která mohou s výše uvedenými souviset.

Compliance a interní audit je však také součástí (vnitřního) kontrolního systému každého podniku, je podstatnou součástí corporate governance. Compliance aktivity a interní audit finančních institucí zahrnují veškeré úkony udržující danou finanční instituci v souladu s požadavky právních předpisů a doporučení regulátorů. V sektoru poskytovatelů investičních služeb se jedná o velice širokou paletu činností sledujících procesy uvnitř společnosti zaměřené na obezřetné podnikání daného subjektu (včetně řízení finančních i operačních rizik, zamezení střetu zájmů, fungující vnitřní kontroly a vnitřních předpisů, průkazného vedení evidencí atd.), jednání ve vztahu k zákazníkům (včetně aplikace pravidel poznej svého zákazníka, seznámení zákazníky s riziky a všemi aspekty poskytovaných služeb atd.) a chování na finančním trhu (především omezení jednání, které by mohlo vést k narušení jeho transparentnosti),

Důležitou součástí činnosti compliance je také komunikace s kompetentními autoritami (úřady).

V neposlední řadě je také předmětem činnosti compliance proškolení zaměstnanců finanční instituce v záležitostech, které jsou v působnosti compliance.¹⁴

3.3.5. Kapitálová přiměřenost

S činností obchodníků jsou spojena m.j. finanční rizika. Obdobně jako banky, i obchodníci s cennými papíry během své činnosti čelí rizikům, která by mohla vážně ohrozit nejen jejich vlastní existenci, ale i finanční situaci klientů, tj. investorů, jež jim své prostředky v dobré víře svěřují. K omezování podstupovaných rizik slouží nejen sledování kapitálové přiměřenosti, ale i nepřetržitý proces ohodnocování rizikového profilu finančních institucí, jejich finančního zdraví, risk managementu a dohled nad dodržováním platných zákonných i podzákonných norem.

V souvislosti se stanovením kapitálových požadavků na banky, spořitelní a úvěrní družstva, obchodníky s cennými papíry a na instituce elektronických peněz byla přijata vyhláška 123/2007 Sb. o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.

Jedná se o implementaci směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES, které jsou evropskou adaptací dohody o kapitálových požadavcích označované jako Basel II.

¹⁴ (zdroj: www.complex.cz, nahlíženo 25.2.2008)

Nový koncept kapitálové přiměřenosti (označovaný též jako „Basel II“), jehož konečná verze byla publikována po odsouhlasení guvernéry centrálních bank a představiteli dohledových orgánů zemí G10 Basilejským výborem pro bankovní dohled dne 26. června 2004, byl v zásadě převzat do směrnic Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu a 2006/49/ES o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí.¹⁵

Podstatou konceptu kapitálové přiměřenosti je omezení rizikovosti činností finančních institucí, jež díky ochranným prvkům finanční regulace mají sklon k rizikovějším aktivitám, a v důsledku snížení rizika systémového. Banky a ostatní finanční instituce jsou na základě kapitálových pravidel nuceny udržovat takovou výši kapitálu, která by byla schopna pokrýt potenciální budoucí ztrátu spojenou s neočekávaným riziky společnosti, tak aby byla minimalizována pravděpodobnost úpadku společnosti. Možné budoucí ztráty společnosti vyplývají obecně z podstupovaných finančních rizik. Mezi hlavní rizika finančních institucí patří rizika tržní, operační a riziko úvěrové a právní.

Domnívám se ovšem, že regulace obchodníků s cennými papíry (zejména vyžadování kapitálové přiměřenosti) je u těchto institucí méně smysluplná než u bankovních institucí. Tradičně je regulace obchodníků s cennými papíry zaměřena zejména na ochranu klientů, ne na minimalizaci úpadků obchodníků s cennými papíry a s ním souvisejícího systémového rizika. Otázkou tedy zůstává, zda je sledování kapitálové přiměřenosti obchodníků s cennými papíry opravdu nezbytné.

Obecně je hlavním argumentem proti zejména skutečnost, že finanční prostředky a cenné papíry svěřené klientem společnosti se nikdy dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu nestávají majetkem obchodníka s cennými papíry, obchodník není oprávněn tyto prostředky použít ke svým vlastním obchodům, ani k pokrytí ztrát vzniklých ostatním klientům. Tudíž v případě selhání společnosti a vyhlášení konkurzního řízení nespádají tyto prostředky do konkurzní podstaty. Z tohoto pohledu nemůže být regulace kapitálu obchodníků zdůvodněna ochrannou

¹⁵ (zdroj: *Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně některých zákonů v souvislosti se stanovením kapitálových požadavků na banky, spořitelny a úvěrní družstva, obchodníky s cennými papíry a instituce elektronických peněz, MFCR*)

finančních prostředků klientů v případě úpadku společnosti, ale snížením rizika úpadku společnosti jako takové.

Zásadním se proto zdá ochrana klientů, která je v případě obchodníků s cennými papíry dosahována zejména pomocí pravidel chování, vyžadování stanovených standardů a zásad obezřetného jednání obchodníka vůči svým klientům. Regulace obchodníků by měla být především zaměřena na ochranu klientů a klientských prostředků v souvislosti s nezákonným jednáním obchodníka (zneužitím klientských prostředků k obchodům na vlastní účet obchodníka a jiným selháním pramenícím z operačního rizika).

Při stanovení optimální výše kapitálu a pravidel kapitálové přiměřenosti by měly regulační orgány brát v úvahu mimo jiné skutečnost, že zvyšování a udržování stanovené výše kapitálu obchodních společností vyžaduje jisté, ve většině případech nemalé náklady. Optimální výše kapitálu by měla tuto skutečnost respektovat a stanovit kapitálovou přiměřenost tak, aby se mezní náklady na zvýšení kapitálu a mezní užitek držení dané výše kapitálu rovnaly.

Zmíněné skutečnosti by dle mého názoru měly vést k členění obchodníků s cennými papíry do několika skupin. Toto dělení závisí zejména na rozsahu oprávnění k poskytování služeb zákazníkům - jednotlivé kategorie obchodníků by se od sebe navzájem lišily zejména vyšší rizik, které při své činnosti podstupují. Protože náklady jednotlivých kategorií na plnění stejných pravidel kapitálové přiměřenosti nejsou stejné a zároveň nepřinášejí stejný užitek, mělo by toto členění obchodníků být také základem stanovení odlišných kapitálových pravidel.

Kapitálové požadavky na obchodníky s cennými papíry by měly být konstruovány s úmyslem zajistit jejich dostatečnou finanční stabilitu, která v případě nutnosti umožní ukončit podnikání obchodníka bez zbytečných ztrát. Obchodník je v souladu s tímto záměrem povinen v každý okamžik disponovat dostatečným množstvím prostředků, které v případě ukončení obchodování je možné použít k pokrytí všech vzniklých závazků, zejména závazků vůči klientům.

Na tomto místě je možné konstatovat (s odkazem na zmínku o bankovní lobby v úvodu práce) že důvody k regulaci kapitálu obchodníků s cennými papíry jsou z velké míry politické - snaha bankovních institucí sjednotit konkurenční podmínky

finančních institucí, protože tradiční činnosti obchodníků s cennými papíry a bank v poslední době začínají prolínat a jejich pole působnosti překrývat.¹⁶

3.3.6. Angažovanost

Dalším nástrojem regulace je sledování úvěrové angažovanosti. Obchodník s cennými papíry, který není bankou, dodržuje pravidla, která omezují výši aktiv a podrozvahových položek vůči osobě nebo skupině osob v závislosti na kapitálu. Úvěrovou angažovaností lze rozumět relativní rozsah aktiv obchodníka s cennými papíry (pohledávek z úvěrů, cenných papírů, derivátů a jiných podrozvahových aktiv) ve vztahu k určitému klientovi poměřovaný ke kapitálu obchodníka s cennými papíry. Jde o to, aby obchodník s cennými papíry neměl uloženy všechny prostředky u jedné bankovní instituce, a nezvyšoval tak riziko, vyplývající z případného úpadku bankovní instituce.

3.4. Cíle a nástroje regulace

Tradičním cílem finanční regulace byla a je ochrana spotřebitele. Postupem času se stejně důležitým a z pohledu regulátora mnohdy důležitějším cílem stává udržení finanční stability celého systému. Důvodem je hlavně vysoký stupeň propojenosti finančních institucí a koncentrace ve finančním sektoru. Nehledě na to zda se jedná o bankovní či nebankovní instituci, může úpadek velké společnosti způsobit oslabení celého systému.

Jedním z klíčových úkolů nejen ČNB, ale řady národních i mezinárodních institucí se v posledních letech stala finanční stabilita a její analýza. Cílem ČNB z hlediska finanční stability je především přispívat k dosažení takové míry odolnosti systému, která významně snižuje rizika vzniku finanční nestability. Klíčovými předpoklady pro úspěšné plnění tohoto cíle jsou cenová stabilita a zdravý vývoj finančních institucí, které jsou dosahovány prostřednictvím nástrojů měnové politiky a dohledu nad finančním sektorem. Velký význam má i spolupráce s ostatními národními i mezinárodními autoritami. ČNB se v rámci plnění cíle finanční stability snaží působit především preventivně, a podrobně proto informuje veřejnost o potenciálních rizicích a faktorech vedoucích k ohrožení finanční stability.

¹⁶ (zdroj: *Diplomová práce – Kapitálová přiměřenost obchodníků s cennými papíry, UK – fakulta sociálních věd, autor: Markéta Hlůžková (2002)*)

Při eliminaci rizik Česká národní banka používá níže uvedené nástroje regulace:

Tyto nástroje jsou určeny hlavně pro ochranu investorů a zahrnují:

Vzdělávání investorů a zlepšování informovanosti veřejnosti

- Vzdělávání investory a zlepšování informovanosti veřejnosti zahrnuje dlouhodobý projekt České národní banky (např. zlepšení porozumění kapitálovému trhu a vlastním kapitálovým potřebám ze strany veřejnosti formou seminářů apod.) a upozornění specificky zaměřená na určitá rizika (např. jestli investoři lépe rozumějí výhodám a rizikům určitých druhů produktů, např. derivátů apod.). Výchova dobře informovaných investorů by měla snížit potřebu regulace firem, ale to bude nějakou dobu trvat.

Poskytování informací regulovanými subjekty

- Česká národní banka od účastníků trhu vyžaduje poskytování lepších a jasnějších informací o produktech, o postupech při obchodování, o instrumentech, a obecně pomůže investorům pochopit, co kupují a jak se nejlépe rozhodovat.

Mechanismy vyřizování stížností

- Tyto mechanismy dají investorům možnost si stěžovat na firmy a zajistit nápravu tam, kde je potřeba. Jsou také pro Českou národní banku důležitým zdrojem informací, pokud jde o chování účastníků na trhu, a též přispívají k důvěře investorů.

Opatření k nápravě a sankce

- Zjistí-li Česká národní banka při výkonu dozoru porušení povinností účastníka trhu, je oprávněna uložit opatření k nápravě nebo sankci v mezích své pravomoci podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Mezi sankční nástroje České národní banky patří ukládání pokut a v krajních případech i odnětí licence k poskytování služeb.

Kompenzační schéma (Garanční fond obchodníků s cennými papíry)

- Garanční fond je také součástí regulačního systému v tom, že poskytuje záchrannou síť pro investory v případě krachu obchodníka s cennými papíry. Z příspěvků vybraných od obchodníků s cennými papíry se vyplácejí náhrady zákazníkům obchodníka s cennými papíry,

kteřý není schopen plnit své závazky vůči zákazníkům. To následně umožňuje přiměřeně přistupovat k regulaci trhu a zmírnit vliv zhroucení firem na investory.

Tiskové zprávy

- Veřejná prohlášení České národní banky (např. o obchodnících, kteří nabízejí služby bez povolení) mohou upozornit veřejnost a účastníky trhu jako celek na specifická rizika, a tak ovlivnit jejich chování.

Výklady, stanoviska

- Česká národní banka poskytuje odborný výklad a stanoviska k zákonům, prováděcím vyhláškám a nařízením v oblasti podnikání na kapitálovém trhu.

Druhá skupina regulačních nástrojů má za úkol ovlivňovat chování jednotlivých poskytovatelů služeb – obchodníků s cennými papíry, organizátorů trhu atd.

Zahrnuje:

Licencování firem a předchozí souhlasy

- Prověřování při vstupu na trh má za cíl povolit vstup pouze firmám a jednotlivcům, kteří splňují nezbytná kritéria (včetně poctivého jednání, kompetence a finanční spolehlivosti), aby se zapojili do regulované činnosti. Zkušenosti z vyspělých trhů i odjinud ukazují, že regulačních cílů lze snadněji dosáhnout stanovením a uplatňováním pravidel pro vstup, než později řešit značné problémy. Česká národní banka má také možnost postihnout ty, kteří podnikají na kapitálovém trhu bez příslušného povolení.

Dohled nad firmami včetně inspekci na místě

- Dohled nad jednotlivými firmami umožňuje České národní bance monitorovat, identifikovat a řešit rizika specifická pro účastníky trhu. Kromě monitorování aktivit účastníků bude Česká národní banka postupovat podle Plánu inspekční činnosti a realizovat kontroly u účastníků trhu.

Informace o regulovaných subjektech

- Analýza informací o dozorovaných subjektech může upozornit na některé problémy účastníků trhu a jejich vyhodnocení může upozornit na rizika (např. nedostatečná kapitálová přiměřenost).¹⁷

Česká národní banka se samozřejmě snaží ovlivňovat a chránit trh jako celek:

Formulace pravidel

- Pravidla stanoví regulační standardy pro odvětví. Sestavování pravidel je nezbytný prvek mezi regulačními nástroji České národní banky, protože činí standardy best practice závaznými a vymahatelnými, avšak pravidla zvyšují firmám náklady a zvyšují i náklady na monitorování ze strany České národní banky, takže je vždy nutné posoudit míru jejich přínosu i z těchto hledisek. Příliš velké množství pravidel může vytvořit nadměrně restriktivní a byrokratický systém. Česká národní banka zajistí, že bude licencovaným firmám i investorům k dispozici jasný výklad pravidel chování na trhu.

Monitorování trhu

- Určité aktivity doma i v zahraničí mohou naznačovat budoucí problémy (i hrozby) pro určité firmy nebo drobné investory. Studium událostí na trhu nebo produktů (například zkoumáním ceny nebo informací o transakcích nebo monitorováním stížností na firmy nebo jejich produkty) rovněž může naznačovat budoucí problémy a umožní se jim včasnou reakcí vyhnout. Také informace od emitentů registrovaných cenných papírů jsou podstatným zdrojem správného investičního rozhodování investorů a z těchto důvodů musí být přístupné celému trhu včas, nezkreslené a úplné.

Česká národní banka podporuje iniciativy směřující k prohloubení integrace jednotného evropského trhu finančních služeb, a to včetně konvergence pravidel a postupů orgánů dohledu. Zároveň přispívá k zajištění takové míry ochrany spotřebitele a investora na finančním trhu, která odpovídá evropskému právu.

¹⁷ (zdroj: www.sec.cz/export/cz/, nahlíženo 1.3.2008)

Aktivně přispívá k vytváření a realizaci politiky regulace a dohledu pro jednotný evropský trh finančních služeb ve smyslu konvergence pravidel a postupů na evropské úrovni a rozvíjí spolupráci s orgány dohledu členských zemí EU i s ostatními zahraničními orgány regulace a dohledu a mezinárodními institucemi činnými v této oblasti.

S tímto úkolem souvisí připravované rozsáhlé změny právní regulace obchodníků s cennými papíry

III. část:

4. Zavedení směrnice MiFID do české legislativy a porovnání se stávajícím právním režimem

Velmi podstatným bodem je napojení českého kapitálového trhu na vyspělý evropský trh.

Dne 21. dubna 2004 byla přijata směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji (Markets in Financial Instruments Directive/MiFID). Směrnice, účinná od 30. dubna 2004, je jednou ze zásadních směrnic přijatých v rámci Akčního plánu pro finanční služby Evropské unie.

Na zasedání Evropského výboru pro cenné papíry (ESC) dne 26. června 2006 schválily členské státy dva návrhy prováděcích právních předpisů k rámcové směrnici Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (MiFID).

I v České republice se připravuje rozsáhlá novelizace zákonů a prováděcích vyhlášek upravujících právní režim kapitálového trhu. Asi nejvíce se tato novelizace dotkne Zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Návrh zákona transponuje některé směrnice Evropských společenství v oblasti finančního trhu, a to konkrétně:

1) směrnici Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a

směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES,

2) směrnici Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice,

3) směrnici Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí (přepracované znění).

V souvislosti s transpozicí směrnic uvedených pod body 1 a 2 jsou v novelizovaném zákoně doplněny také odkazy na nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

Tyto tři evropské právní předpisy spolu tvoří jeden integrální celek vydané v rámci tzv. Lamfalussyho procedury. MiFID je tzv. rámcovou směrnicí (*framework directive*) na kterou navazují tzv. prováděcí opatření (*implementing measures*) - zde vydané ve formě prováděcí směrnice a prováděcího nařízení.¹⁸

Předmětné směrnice nově upravují rozsah regulace investičních služeb a investičních nástrojů, kdy oproti stávajícímu stavu dochází v první řadě k rozšíření regulace. Například nově je mezi hlavní investiční služby zařazeno investiční poradenství, mezi deriváty jsou zařazeny prakticky všechny druhy derivátů komoditních a derivátů exotických. Po novu budou režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu podléhat také organizátoři komoditních burz, pakliže na nich budou obchodovány komoditní deriváty.

Směrnice o trzích finančních instrumentů rozšiřuje rozsah služeb regulovaných v Evropské unii.

¹⁸ (zdroj: www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_cr.html, nahlíženo 6.3.2008)

Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu a o změně některých dalších zákonů na úseku poskytování investičních služeb a organizování regulovaných trhů

Dříve se směrnice o investičních službách vztahovala na:

- **převoditelné cenné papíry,**
- **instrumenty peněžního trhu,**
- **instrumenty kolektivního investování.**

S ohledem na zvýšenou dostupnost dalších, složitějších finančních instrumentů bylo učiněno rozhodnutí, aby směrnice o trzích finančních instrumentů zastřešovala více finančních instrumentů. Ve směrnici o trzích finančních instrumentů jsou například zahrnuty následující nástroje, které ve směrnici o investičních službách zahrnuty nebyly:

- deriváty (na cenné papíry, měny, úrokové sazby a výnosy),
- komoditní deriváty obchodované na regulovaném trhu,
- komoditní deriváty obchodované na mimoburzovním trhu,
- kreditní deriváty,
- finanční kontrakty na vyrovnání rozdílů,
- deriváty na počasí (climatic variables).

Investiční poradenství týkající se finančního nástroje je zcela nově prohlášeno za hlavní investiční službu. Tato změna bude mít významný dopad do oblasti poradenství týkajícího se finančních nástrojů, neboť dochází k úplnému vynětí tohoto druhu podnikání z režimu živnostenského podnikání (dnes doplňková investiční služba) a jeho výkon bude napříště vyhrazen pouze vybraným (licencovaným) subjektům.

MiFID „investičním poradenstvím“ rozumí poskytování osobních („individuálně určených“) doporučení zákazníkovi, lhostejno zda z podnětu zákazníka, či poskytovatele (obchodníka s cennými papíry), ohledně jednoho nebo několika obchodů týkajících se finančních nástrojů.¹⁹

V souvislosti s rozšířením hlavních investičních služeb o investiční poradenství se hodně diskutuje o požadavku certifikované odbornosti u investičních zprostředkovatelů (složení zkoušky). Vzhledem k praktikám některých finančních

¹⁹ (zdroj: <http://www.complex.com/ComplJournal.html>, nahlíženo 8.3.2008)

institucí, kdy se produkty kapitálového trhu (zejména podílové listy investičních fondů) nabízejí doslova na každém rohu (poštovní přepážky apod.), bude požadavek na certifikovanou odbornost prodejců těchto produktů vzhledem k jejich počtu poměrně problematicky realizovatelný.

Úprava MiFID v první řadě dopadá na obchodníka s cennými papíry, kterým může být, dle MiFID, jak právnická, tak fyzická osoba.

Dle platné právní úpravy je obchodník s cennými papíry akciová společnost, která poskytuje investiční služby na základě povolení České národní banky k činnosti obchodníka s cennými papíry. S tím, že předmětem obchodníka s cennými papíry, který není bankou, mohou být pouze činnosti uvedené v povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry.

V souvislosti s přijetím MiFIDu se diskutuje o možnosti, že by obchodník s cennými papíry mohl, za splnění určitých dalších podmínek, vedle investičních služeb vykonávat také jiné podnikatelské činnosti. Takové další podnikatelské činnosti by se ovšem striktně musely týkat finančních produktů s tím, že zákon by měl demonstrativním výčtem uvést, které další činnosti jsou obchodníkovi s cennými papíry povoleny.

Dalším bodem k diskusi je právní forma obchodníka s cennými papíry – česká legislativa připouští pouze formu akciové společnosti. S přijetím MiFID se nabízí možnost umožnit i jinou právní formu obchodníka s cennými papíry než je forma akciové společnosti – např. formu společnosti s ručením omezeným.

Dle MiFID členský stát může uznat za obchodníka s cennými papíry i fyzickou osobu. Ovšem s tím, že je významné, zda je takové obchodník s cennými papíry oprávněn držet zákaznický majetek či nikoli.

Poskytnout investiční služby, při nichž přijímá peněžní prostředky nebo investiční cenné papíry zákazníků, smí totiž pouze pokud je zajištěno, že:

- a) majetek zákazníků není, v případě jeho úpadku, platební neschopnosti, vyrovnání nebo uplatnění nároků jeho věřitelů dotčen,
- b) se na něj vztahují povinnosti dodržovat kapitálovou přiměřenost podle zvláštních právních předpisů,

c) se na něj vztahují povinnost vyhotovit účetní závěrku ověřenou auditorem podle zvláštního zákona,

d) existují opatření na ochranu zájmu zákazníků v případě, že by obchodník s cennými papíry zemřel nebo ztratil způsobilost k právním úkonům nebo jeho způsobilost k právním úkonům byla omezena.²⁰

V případě, že by obchodníkovi s cennými papíry – fyzické osobě bylo dovoleno přijímat majetek zákazníků je nezbytné uložit mu další povinnost pojištění pro případ odpovědnosti za škodu způsobenou při poskytování investičních služeb, popř. jiné opatření s obdobným účinkem. Tím nejsou dotčeny požadavky předpisů o kapitálových požadavcích (kapitálová přiměřenost).

V souvislosti s vyšší ochranou spotřebitelů a zabránění střetu zájmů se zavádí nový pojem investiční pobídky (*Inducements*), kterým je obchodníkovi s cennými papíry (až na výslovně uvedené výjimky) v souvislosti s poskytnutím investiční služby zakázáno přijímat nebo poskytovat peněžní a nepeněžní stimul nebo pobídku (např. odměna za roli market-makera).

V případě, že jsou peněžní či nepeněžní pobídky přijímány nebo nabízeny v souvislosti s investičním poradenstvím nebo poskytováním obecných doporučení musí být dále vždy splněno, že rada nebo doporučení nejsou ani tendenčně ovlivněny přijetím nebo nabídkou takové pobídky.

Problematika peněžních a nepeněžních pobídek je zavedena nově a česká právní úprava je dosud nezná. Od obchodníků s cennými papíry se očekává odpovědné sepsání pravidel inducements a informování o nich.

Další novum je modifikace a rozšíření rozsahu pravidel činností a hospodaření obchodníka s cennými papíry, např. podrobnější pravidla pro outsourcing činností, pro zjišťování a řízení střetu zájmů atd.

Outsourcing je prováděcí směrnicí definován jako ujednání o právech a povinnostech mezi obchodníkem s cennými papíry a třetí osobou (service provider, dále

²⁰ (zdroj: www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html, nahlíženo 8.3.2008)

„poskytovatel“), na základě něhož poskytovatel vykonává činnosti které by jinak vykonával sám obchodník s cennými papíry.

Překlad anglického výrazu outsourcing by mohl znít „činnost jejímž výkonem byla pověřena třetí osoba“

MiFID stanoví pro outsourcing tyto dvě základní zásady:

1. Pokud obchodník s cennými papíry pověří poskytovatele výkonem provozních činností (operational functions) zásadních pro nepřetržité a řádné poskytování investičních služeb (outsourcing), učiní přiměřené kroky k vyloučení nepřiměřeného dalšího operačního rizika.

2. Outsourcing důležitých provozních činností nesmí být prováděn způsobem, který by podstatně snižoval 1) kvalitu vnitřní kontroly a 2) schopnost výkonu dohledu ze strany příslušného orgánu.

Obě zásady stejně jako je naplňující pravidla tedy dopadají pouze na provozní činnosti, které jsou „zásadní a důležité“. Za takovou se provozní činnost považuje, jestliže by jakýkoli nedostatek v jejím vykonávání či její nevykonávání vážně narušil.

Obecně pak platí, že při outsourcingu zásadních nebo důležitých provozních činností obchodník s cennými papíry zůstává plně odpovědný za plnění veškerých svých povinností.

Pravidla při provádění outsourcingu

- při uzavírání, plnění a změn dohod o outsourcingu důležitých provozních činností nebo jakékoli investiční služby je obchodník s cennými papíry povinen postupovat s náležitou odbornou péčí.
- práva a povinnosti obchodníka s cennými papíry a poskytovatele musí být jednoznačně určeny, a to v písemně uzavřené smlouvě.
- obchodník s cennými papíry musí zajistit, že na žádost příslušného orgánu dohledu je schopen poskytnout veškeré informace, které tento orgán potřebuje k posouzení souladu výkonu outsourcovaných činností s požadavky zákona a jeho prováděcích právních předpisů.

Obchodník s cennými papíry může outsourcovat důležité provozních činností nebo jakékoli investiční služby jen za splnění následujících podmínek:

- outsourcing nesmí vést k faktickému přenesení pravomocí a působností vedoucích osob na poskytovatele,
- nesmí být ohroženo plnění povinností obchodníka s cennými

- papíry vůči jeho zákazníkům z hlediska požadavků právních předpisů transponujících MiFID,
- nesmí dojít ke změně podmínek stanovených při udělení povolení obchodníkovi s cennými papíry,
- poskytovatel musí mít příslušné povolení vyžadované zákonem pro výkon outsourcovaných činností a musí mít dostatečné schopnosti a zdroje pro jejich spolehlivý a odborný výkon,
- poskytovatel je povinen provádět outsourcované činnosti účinným způsobem, přičemž obchodník s cennými papíry vypracuje postupy pro hodnocení úrovně jejich výkonu,
- poskytovatel musí odpovídajícím způsobem řídit rizika spojená s outsourcingem,
- obchodník s cennými papíry provede vhodné kroky, je-li zjištěno, že poskytovatel zřejmě nevykonává činnosti účinně a v souladu s platnými právními předpisy a regulatorními požadavky,
- obchodník s cennými papíry musí účinně sledovat výkon outsourcovaných činností a účinně řídit rizika spojená s outsourcingem,
- poskytovatel musí obchodníka s cennými papíry informovat o nových skutečnostech, které by mohly mít významný vliv na jeho schopnost vykonávat outsourcované činnosti účinně a v souladu s platnými právními předpisy a regulatorními požadavky,
- obchodník s cennými papíry musí mít v případě nutnosti možnost ukončit smlouvu o outsourcingu, aniž by to mělo škodlivý vliv na plynulost a spolehlivost jím poskytovaných služeb,
- obchodník s cennými papíry zajistí, že poskytovatel spolupracuje s orgánem dohledu obchodníka s cennými papíry a že on sám, jeho auditor a orgán dohledu mají přístup k údajům o outsourcovaných činnostech a přístup do provozních prostor poskytovatele,
- poskytovatel musí chránit důvěrné informace týkající se obchodníka s cennými papíry a jeho zákazníků,
- obchodník s cennými papíry a poskytovatel musí zavést nouzový plán obnovy po selhání záložních zařízení a plán jejich pravidelného testování, je-li to s ohledem na povahu outsourcovaných činností nezbytné.

- outsourcing nesmí vést k faktickému přenesení pravomocí a působností vedoucích osob na poskytovatele²¹

V současné právní úpravě existuje pouze informační povinnost obchodníků s cennými papíry - a to informovat ČNB jako orgán dohledu o tom, že outsourcing využívají a v jaké oblasti (správa IT, vytváření analýz, apod.), střet zájmů v souvislosti s outsourcingem není dosud upraven.

Podstatně rozsáhlejší než doposud je také úprava režimu pro jednání se zákazníky, např. je doplněna tzv. kategorizace zákazníků na profesionální a neprofesionální včetně pravidel pro její provádění, podrobná pravidla hodnocení vhodnosti investičních služeb a investičních nástrojů pro daného zákazníka, detailně je upraveno informování zákazníka, pravidla pro nakládání s pokyny a pro jejich provádění atp. Toto opatření má zajistit každé kategorii zákazníků adekvátní míru ochrany, aniž by přitom nad míru nezbytně nutnou zatěžovala obchodníky s cennými papíry.

Značně vzrostou požadavky na rozsah dokumentace předávané klientům před poskytnutím služby. I v rámci již zaběhnutého klientského vztahu nastává změna v rozsahu i periodicitě klientovi předávaných údajů, zejména pokud se týká neprofesionálních klientů.

MiFID zavádí dvě resp. tři kategorie klientů:

- neprofesionální (retailový) klient
- profesionální klient
- a v případě určitých služeb způsobilou protistranu

Profesionálním klientem jsou v zásadě licencované finanční instituce, institucionální investoři, vládní a nadnárodní orgány a velké podniky při splnění relativně vysokých finančních limitů.

Způsobilá protistrana je při jistém zjednodušení určitou subkategorií některých profesionálních klientů v případě poskytování určitých investičních služeb.

Neprofesionálními (retailovými) klienty jsou všichni ostatní klienti.

²¹ (zdroj: www.cnb.cz/cs/legislative/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html, nahlíženo 10.3.2008)

O provedení této kategorizace budou muset být klienti povinně informováni, včetně poučení o souvisejících důsledcích a regulatorní ochraně. Nadto bude třeba s retailovým klientem při novém poskytnutí služby sjednat zvláštní smlouvu (retail client agreement) písemně zakotvující zejména základní klientská oprávnění a závazky poskytovatele služeb.

Aby vše nebylo tak jednoduché, je mezi kategoriemi klientů možno za různě formalizovaných podmínek přestupovat, anebo si pro jednotlivé typy služeb, nástrojů či ad hoc vyžádat vyšší standard ochrany.

Důvodem kategorizace je pak různý standard zacházení a povinně dodržované odborné péče.

V současné právní úpravě není přesně vymezeno, podle jakých kritérií se mají jednotliví zákazníci rozdělovat.

Test vhodnosti (*suitability test*) a test přiměřenosti (*appropriateness test*)

V rámci služeb investičního poradenství nebo správy portfolia by obchodníci s cennými papíry, na něž se vztahuje směrnice MiFID, měli o zákazníkovi nebo potenciálním zákazníkovi získat náležité informace, aby mohli doporučit takové investiční služby či finanční nástroje, které jsou pro daného zákazníka nebo potenciálního zákazníka nejvhodnější. Konkrétně by se měli informovat o: jeho znalostech a zkušenostech ve vztahu k určitému produktu nebo službě, jeho finanční situaci a jeho investičních cílech.

V důsledku tohoto požadavku by obchodník s cennými papíry měl:

zavést procesy a kontroly zajišťující, že jeho poradce nashromáždí a zanalyzuje náležité informace,

1. projednat s klientem stupeň jeho znalostí a zkušeností, resp. zda jsou dostatečné pro to, aby zákazník porozuměl rizikům souvisejícím s poptávanou investiční službou či finančním produktem,
2. být pro potřeby následné prověrky schopen u každého klienta příslušnou dokumentací prokázat, že poskytované investiční služby a finanční produkty jsou pro zákazníka vhodné.

Výše uvedené kroky tvoří test vhodnosti, který může významně ovlivnit, jak bude obchodník s cennými papíry ve vztahu ke klientovi jednat. Dostát požadavkům MiFID může samozřejmě různými způsoby v závislosti na klasifikaci zákazníka, protože u profesionálních zákazníků se předpokládá mnohem vyšší finanční sofistikovanost než u drobných zákazníků.

Test přiměřenosti se týká služeb odlišných od investičního poradenství a správy portfolia. Pokud obchodník s cennými papíry takovou službu poskytuje, musí zákazníka nebo potenciálního zákazníka požádat o poskytnutí informací o jeho znalostech a zkušenostech v oblasti investic relevantních z hlediska nabízeného produktu či služby, aby mohl posoudit, zda je daný produkt či služba pro zákazníka přiměřený. Je na obchodníkovi s cennými papíry, aby získal potřebné informace k prokázání toho, že splnil požadavky testu přiměřenosti (stejně jako v případě testu vhodnosti).

Existuje naštěstí způsob, jak se vyhnout povinnosti provádět testy vhodnosti a přiměřenosti, a to poskytováním služeb tzv. *execution only*. Pokud obchodník s cennými papíry poskytuje pouze služby spojené s realizací obchodu (přijímání a předávání pokynů zákazníka), není povinen získat informace prokazující, že poskytnuté služby či produkty byly z hlediska zákazníka vhodné či přiměřené.

Účelem povinnosti provádět testy vhodnosti a přiměřenosti je zajistit, aby obchodník s cennými papíry byl schopen prokázat soulad s uvedenými pravidly nejen průběžně (každodenně), ale také při zpětném testování realizovaných transakcí ze strany regulatorního orgánu. Obchodníci s cennými papíry budou muset zavést takové postupy a kontrolní mechanismy, které požadovaný soulad zajistí.²²

V současné právní úpravě je upraveno získávání informací o zákaznících se zřetelem k charakteru poskytované investiční služby a objemu obchodu.

Směrnice přináší též změny v režimu spolupráce orgánů dohledu jednotlivých členských států Evropské unie nad činností hostitelských poskytovatelů investičních služeb a nad činností přeshraničně působících regulovaných trhů. Rovněž dochází

²² (zdroj: www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_mifid.html, nahlíženo 12.3.2008)

k určitým úpravám kompetencí orgánů dohledu na činnosti poskytovatelů investičních služeb a organizátorů regulovaných trhů.

Směrnice nově dále zavádí institut tzv. vázaného zástupce (*tied agent*) jakožto pověřence („agenta“) obchodníka s cennými papíry pro výkon vybraných činností. Vázaným zprostředkovatelem (*tied agent*) je dle MiFID fyzická nebo právnická osoba, která jménem a na účet obchodníka s cennými papíry poskytuje hlavní investiční službu přijímání a předávání pokynů, umístování emise finančních nástrojů nebo investiční poradenství, jakož i propaguje jeho investiční služby. Vázaný zprostředkovatel může tyto činnosti vykonávat pouze pro jednoho obchodníka s cennými papíry.²³

Pojem „vázaný zástupce“ nebyl dosud v naší právní úpravě upraven, investičního zprostředkovatele nelze za vázaného zprostředkovatele považovat.

Směrnice přináší i poměrně velké změny v oblasti organizovaných trhů s investičními nástroji. Nově se zavádí jednotný režim pro regulovaný trh s investičními nástroji a pro jeho organizátora, tzn. není již nadále rozlišován trh burzovní a mimoburzovní. Směrnice také modifikuje pravidla pro přijímání investičních nástrojů na regulovaný trh. Další novinkou je možnost tzv. jednotného pasu organizátora regulovaného trhu.

Vedle regulovaného trhu se na základě požadavků směrnice zavádí tzv. mnohostranný obchodní systém (*multilateral trading facility*), jakožto trh, který musí plnit nižší míru požadavků oproti trhu regulovanému. Provozování mnohostranného obchodního systému je zařazeno mezi hlavní investiční služby a tento mnohostranný obchodní systém může provozovat jak organizátor regulovaného trhu, tak obchodník s cennými papíry. Směrnice je založena na principu rovné soutěže mezi jednotlivými obchodními platformami a organizátory trhů.

²³ (zdroj: www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_cr.html, nahlíženo 12.3.2008)

Jedním za záměrů MiFID je vytvořit ucelený regulační rámec upravující provádění obchodů s finančními nástroji bez ohledu na systém obchodování, v němž k uzavření obchodů dochází tak, aby byla zajištěna vysoká kvalita a transparentnost provádění obchodů, jakož i celková efektivita fungování finančního trhu. Vedle regulovaných trhů tak MiFID uznává i nové organizované systémy obchodování. Za účelem vytvoření přiměřeného regulačního rámce bylo proto rozhodnuto nově zařadit investiční službu, která se týká právě provozování vícestranných obchodních systémů (*multilateral trading facilities – MTF*).

Vícestranným obchodním systémem s finančními nástroji (dále též „VOS“) se rozumí vícestranný obchodní systém provozovaný obchodníkem s cennými papíry nebo organizátorem regulovaného trhu, který za předem stanovených pravidel umožňuje většímu počtu prodávajících a kupujících uzavřít obchod s finančním nástrojem v souladu s požadavky MiFID.

Při provozování vícestranného obchodního systému obchodník s cennými papíry (popřípadě organizátor regulovaného trhu) vystupuje jako prostředník mezi nakupujícím a prodávajícím (zprostředkovatel převodu finančního nástroje) a nenese tak ekonomické efekty potažmo rizika z příslušného obchodu. Z povahy věci by tak mělo být vyloučeno, aby se obchodník s cennými papíry popř. organizátor regulovaného trhu dostal vůči zákazníkům do postavení protistrany obchodu.

Nová regulace tržní infrastruktury byla jedním z hlavních důvodů vzniku MIFID.. Cílem je, aby pro všechny transakce s finančními nástroji platila shodná pravidla, bez ohledu na to, jakým způsobem („jakou metodou“) byl obchod uzavřen. Praktickým důsledkem by mělo být odstranění burzovních monopolů.

1) Vícestranné obchodní systémy „VOS“ (multilateral trading facility „MTF“)– tímto termínem směrnice označuje obchodní (obvykle elektronický) systém, který v mnoha zemích již funguje jako tzv. ATS,

2) Systematická internalizace („systematic internaliser“) – tato nová úprava reaguje na situaci v některých evropských zemích, kde v důsledku přísnější regulace tradičních burz směrnicí ISD (Investment Services Directive) začalo docházet k úniku z regulace těchto trhů. Některé velké investiční banky začaly fungovat jako jakési „miniburzy“ pro své klienty, kde jediným market makerem byly právě ony. Na svůj účet od klientů nakupovaly finanční

nástroje a následně je jiným klientům prodávaly. Tento model se postupně stával mezi klienty těchto bank stále populárnějším, protože byl levný oproti tradičním regulovaným trhům.

Velká část obchodů s finančními nástroji tak zůstala skryta uvnitř jednotlivých investičních firem a unikala regulaci. Účastníci trhu a investoři také neměli přístup k úplným informacím o aktuálním stavu nabídky a poptávky a o obchodování s cennými papíry přijatými k obchodování.

Tento cíl pak úzce souvisí s dalším základním principem směrnice – best execution. Nově nastavená pravidla tržní infrastruktury a předobchodní a poobchodní transparency by měla zjednodušit dostupnost informací o aktuální tržní situaci a také kontrolu plnění podmínky best execution, protože by mělo být relativně jednoduché porovnat ceny a ostatní náklady spojené s koupí či prodejem finančního nástroje na různých obchodních platformách.²⁴

Provozování vícestranného obchodního systému jakožto investiční službu česká právní úprava dosud nezná. Současný výčet hlavních investičních služeb v zákoně bude nutno rozšířit.

V návaznosti na nárůst různorodosti tržních platform zavádí směrnice řadu požadavků na transparentnost při obchodování s investičními nástroji v rámci různých tržních platform (regulovaný trh, mnohostranný obchodní systém, OTC). Zejména jsou zaváděny nové požadavky na tzv. před-obchodní transparentnost (uveřejňování nabídek a poptávek po investičních nástrojích) a tzv. po-obchodní transparentnost (uveřejňování výsledků obchodů).

Obchodník s cennými papíry, který provádí obchody s finančními nástroji přijatými k obchodování na regulovaném trhu, musí hlásit podrobnosti o těchto obchodech ČNB bez zbytečného odkladu, nejpozději do konce následujícího pracovního dne.

Hlášení obchodů provedených obchodníky s cennými papíry hraje klíčovou roli v odhalení případů zneužívání trhu a zajišťuje schopnost ČNB monitorovat, jestli obchodníci s cennými papíry jednají čestně, spravedlivě a odborně a způsobem podporujícím integritu trhu.

²⁴ (zdroj: www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_mifid.html, nahlíženo 14.3.2008)

Příslušná opatření k zajištění této obecné povinnosti představuje institut hlášení obchodů podle ZPKT a jeho prováděcích vyhlášek a vedení deníku obchodníka. Nově bude nutno stanovit tuto povinnost i pro VOS (multilateral trading facility „MTF“).

ČNB musí mít zavedena taková opatření, aby zajistila, že informace z hlášení obchodů s finančními nástroji obdrží rovněž orgán dohledu příslušný nejvýznamnějšímu trhu z hlediska likvidity těchto finančních nástrojů.

Obchodníci s cennými papíry musí sdělovat podrobnosti o svých transakcích pouze místnímu kontrolnímu úřadu. Nemají vykazovací povinnost vůči řadě kontrolních orgánů nebo burz v Evropské unii. Odpovědnost za výměnu informací s ostatními regulačními či kontrolními úřady v ostatních členských státech EU nese příslušný domácí orgán na trhu, popř. domácí kontrolní orgán.

Takové ustanovení bude doplněno do zákona.

Pro organizátory vypořádacích systémů přináší směrnice *inter alia* zákaz upřednostňování tuzemských účastníků před zahraničními a také možnost, aby vypořádací systém vypořádával obchody uzavřené na různých regulovaných trzích a to jak v tuzemsku, tak v zahraničí. Přístup zahraničních poskytovatelů investičních služeb k vypořádacím systémům (a ústředním protistranám) musí podléhat stejným požadavkům jako přístup domácích obchodníků s cennými papíry. Tyto požadavky musí tedy být nediskriminační, transparentní a objektivní.

Předmětná materie je v současnosti upravena také několika prováděcími vyhláškami, jejichž vydání je v gesci České národní banky. Vzhledem k tomu, že tento zákon transponuje pouze část materie výše zmiňovaných evropských právních předpisů, bude nezbytné provést významné novelizace těchto prováděcích vyhlášek, tak aby byla zajištěna úplnost transpozice předmětných evropských právních předpisů do našeho právního řádu, respektive vydat prováděcí právní předpisy zcela nově.

Jedná se zejména o zavedení povinného předkládání čtvrtletních zpráv ze strany emitentů a o úpravu způsobu, jakým jsou informovány regulované trhy a investorská veřejnost o změnách (nabytí či pozbytí) podílu na kótované akciové společnosti.

Novelizace dalších zákonů jsou prováděny v návaznosti na změny, ke kterým dochází v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Zejména je to úprava terminologie a reflexe zrušení některých institutů a zavedení institutů nových²⁵

IV. část:

5. Jaké jsou cíle MiFIDu? Jak se odrazí tyto rozsáhlé změny na českém kapitálovém trhu v oblasti právní regulace obchodníků s cennými papíry.

Cíle MiFIDu:

- Čestné, spravedlivé a profesionální jednání – v nejlepším zájmu klienta (fiduciary duties)
- Zohlednění odborné povahy klienta
- Vyžadování, poskytování informací
- Ošetřit střet zájmů

Směrnice MiFID má za úkol sjednotit právní úpravy kapitálového trhu v jednotlivých státech EU. Důvodem je především snaha přitáhnout zájem více investorů, kteří se nebudou obávat investovat své peníze do produktů kapitálového trhu a zvýšit atraktivitu obchodování pro drobné investory. Ochrana těchto investorů spolu s jejich plnou informovaností je hlavním důvodem těchto rozsáhlých změn.

Musíme si uvědomit, že součástí EU se staly státy jako Bulharsko, Rumunsko apod., u kterých byla ochrana kapitálového trhu dosud značně diskutabilní. Hlavním cílem těchto rozsáhlých právních úprav je tedy to, aby se pro investory zjednodušila pravidla – aby nemusel při investování za hranicemi svého domovského státu studovat další právní úpravy a pravidla jednotlivých kapitálových trhů. Stačí se seznámit s jednotnou právní úpravou – vycházející z MiFID a jeho prováděcích směrnic a investor zná pravidla, ví, na co má nárok, ví, jaké jsou jeho povinnosti.

²⁵ (zdroj: www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_cr.html, nahlíženo 16.3.2008)

Důvody přijetí:

- ochrana investorů
- zvýšení atraktivity obchodování pro drobnou klientelu
- nutnost ošetřit nové produkty (deriváty) a nové investiční služby (MTF- Multilateral Trading Facility)
- sjednocení pravidel pro jednotlivé EU burzy a investiční firmy a pro třetí strany (mimo EU)
- snížení nákladů na obchodování

Důsledky přijetí:

- a) investiční firmy a burzy budou schopny poskytovat služby ve všech 25 státech EU na základě licence a kontroly svého domovského státu
- b) pro všechny investory i obchodníky ve všech státech EU budou platit stejná pravidla a předpisy
- c) rozbití stávajících monopolů, zvýšení konkurenceschopnosti
- d) zvýší se transparentnost obchodování
- e) sníží se náklady pro investory a emitenty
- f) zvýší se nabídka produktů pro investory
- g) navýší se objem obchodů
- h) zlevní se kapitál

Česká republika má „výhodu“ ve skutečnosti, že po sérii skandálů na kapitálovém trhu v devadesátých letech minulého století byla nucena přijmout řadu restriktivních opatření a zpřísnit právní režim kapitálového trhu.

Některá opatření podle MiFIDu jsou v podstatě již v právním režimu nastavena a po drobných korekcích jsou přímo použitelné. Jde zejména o hlášení uskutečněných obchodů, investiční dotazníky, deník obchodníka aj.

Závěr:

6. Je MiFID přínosem nebo brzdou? Očekávané problémy v souvislosti s včasným nepřijetím MiFIDu do české legislativy. Jak se připravit na rozsáhlé změny v oblasti právního režimu obchodníků s cennými papíry?

Očekává se, že investoři pocítí snížení obchodních nákladů, protože náklady na jednotlivé transakce poklesnou díky existenci soutěživosti mezi obchodními systémy. O finanční stránce zavedení MiFIDu se samozřejmě na kapitálových trzích vedou rozsáhlé diskuse. Neoddiskutovatelným faktem jsou vysoké počáteční investice, jednotlivých obchodníků s cennými papíry - zejména do programového vybavení.

Tyto zvýšené náklady souvisí s kategorizací klientů a možnosti přestupu mezi těmito kategoriemi pro jednotlivé produkty kapitálového trhu.

Dále se prohloubí informační povinnosti obchodníků vůči orgánům dohledu v domovském státě i vůči investorům (zejména v kategorii neprofesionálních klientů), což klade vysoké nároky na technologické a personální vybavení obchodníků s cennými papíry.

Otázkou zůstává, zda tyto zvýšené náklady nebudou zpětně naúčtovány investorům např. prostřednictvím poplatků.

Ke dni 1. listopadu 2007 skončila více než dvouletá transpoziční lhůta Směrnice MiFID a MiFID Level 2. K tomuto datu mělo být v jednotlivých členských státech Evropského společenství postupováno dle regulace MiFID. Dnes už je bohužel zřejmé, že v České republice k 1. listopadu 2007 nebyly vydány příslušné prováděcí právní normy. Nicméně z explicitního znění MiFID je nutno dovodit, že diskreční uvážení místních regulátorů, včetně možnosti zpřesňování či rozvádění regulace, není zcela důsledně až na několik výslovných výjimek v podstatě dovoleno. Je tedy možno konstatovat, že i případná právní úprava ve smyslu implementace MiFID v České republice může znamenat jen naprosté minimum upřesnění požadavků MiFID. V souladu s principem přímého účinku a principem přednosti (von Colson) pak mohou adresáti regulace MiFID tj. poskytovatelé investičních služeb postupovat v souladu s předpisy MiFID resp. se dovolávat jejich aplikovatelnosti již od 1. listopadu 2007 bez ohledu na provedení harmonizace souvisejících právních předpisů v České

republice; a to do té míry, aniž realizací tohoto oprávnění dojde k vymáhání MiFID uložené povinnosti vůči ostatním adresátům neprovedené směrnice²⁶

Česká republika se tak dostává do situace, že stále platí původní právní úprava, ale s přijetím MiFIDu v ostatních evropských státech může dojít k tomu, že případné spory z obchodů s cennými papíry budou již řešeny podle MiFID.

Z tisku: (Právo, 25.2.2008)

Evropská komise na začátku února také oznámila, že zažaluje Českou republiku a další dva členské státy, Polsko a Španělsko, kvůli směrnici o trzích finančních nástrojů, takzvané MiFID. Česko promeškalo termín převedení směrnice do národního práva, který byl stanoven na 31. ledna 2007.

Komisi jde konkrétně o to, aby Praha vyjasnila pravidla, podle nichž je možné výplaty dividend některým zahraničním firmám zdaňovat více než výplaty dividend českým společnostem. „O případném podání žaloby nebylo ministerstvo financí zatím oficiálně informováno, o riziku bychom neradi spekulovali,“ sdělil Právu mluvčí MF Ondřej Jakob.

Česko je také několik měsíců pozadu se zavedením Třetí směrnice EU, která se týká i monitorování politických prominentů v bankách. Účelem tohoto ustanovení je ztížit zkorumpovaným evropským politikům jejich snahu zpeněžit zisky ze své nekalé činnosti, ať už přes zahraniční nebo domácí bankovní účty.

V současné době ještě stále nebyla schválena tolik očekávaná novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu – v březnu probíhá 1. čtení ve sněmovně, od dubna by novelu měl projednávat rozpočtový výbor.

V souvislosti s citovaným článkem a obavami, které kolují na českém kapitálovém trhu můžeme jen doufat, že příslovečná liknavost našich zákonodárců ještě dál neodsune přijetí důležitých směrnic Evropské komise a nezpůsobí České republice a obchodníkům s cennými papíry, působícím na českém kapitálovém trhu, škody způsobené potenciálními soudními spory.

²⁶ (zdroj: *Koncepce dokumentace předkládané klientům dle regulace Markets in Financial Instruments Directive* © Complex, s.r.o.)

V souvislosti s blížícím se termínem přijetí MiFID v České republice čeká obchodníky s cennými papíry řada nelehkých úkolů.²⁷

Aby mohli obchodníci s cennými papíry v relativně velmi krátké době zajistit dodržování požadavků směrnice MiFID, budou se muset zaměřit na následující záležitosti:

Odhad začlenění MiFID do českého právního řádu

Zatímco na první úrovni je směrnice již známa, opatření na druhé úrovni nebyla dosud místním regulátorem připravena a vydána. Přestože je známa značná část informací a je možno implementovat změny, po určitou dobu budou přetrvávat nejistoty v souvislosti se způsobem, jakým budou některé části směrnice začleněny do místního nařízení.

Analýza nedostatků

Obchodníci s cennými papíry budou muset porovnat požadavky směrnice MiFID se svými aktuálními schopnostmi a způsobem fungování a plnění regulačních nařízení, stanovit si v tomto ohledu nejdůležitější úkoly a vzájemné souvislosti a naplánovat provedení potřebných úprav. Tyto činnosti budou časově náročné.

Návrh řešení

Obchodníci s cennými papíry budou muset navrhnout optimální řešení, které bude pro organizaci komerčně výhodné, ale zároveň bude plnit očekávání akcionářů a vyhovovat regulačním požadavkům.

Pozice konkurentů

Obchodníci s cennými papíry by se měli obeznámit s tím, v jaké fázi implementace směrnice se nachází její konkurenti a jaká řešení přijali, neboť tato řešení by mohla konkurenci přinést podnikatelské výhody.

Externí komunikace

²⁷ (zdroj: www.deloitte.com, Mike Jennings, uveřejněno v *Bankovníctví*, 20. října 2006)

Obchodníci s cennými papíry budou muset řídit svůj vztah s regulátorem a externím subjektům objasnit dopad na kapitálové požadavky a na pravidla podnikání.

Spojitost s dalšími projekty

Mnohé z dopadů směrnice MiFID budou souviset s dalšími programy povinných změn (např. Basel 2) a budou od obchodníků s cennými papíry vyžadovat udržení kroku s konkurencí a věnování náležitě pozornosti dalším programům zaměřeným na provádění změn.

Řízení projektu

Nanejvýš důležité bude zajistit co nejefektivnější a nejekonomičtější strukturalizaci projektu, řízení rizik, s nimiž je projekt spojen, a úspěšnou realizaci potřebných změn.

Zdroje

Dalším důležitým úkolem bude zajištění náležitých zdrojů a souborů dovedností potřebných k včasnému plnění požadavků a jejich správného rozvržení. Zkušenosti s dodržováním směrnice MiFID bude mít na trhu jen pár osob.

Implementace MiFID mohou mít dalekosáhlé dopady na menší obchodníky s cennými papíry, zejména z hlediska nákladů. Tito obchodníci by měli vyhodnotit, do jaké míry mohou minimalizovat výdaje spojené s dodržováním zákonných požadavků a přitom být schopní doložit soulad s předpisy. Na některých požadavcích nemusí totiž regulátor - po individuálním posouzení rizikovosti procesů v každé společnosti - trvat.

Potřeba směrnice o trzích finančních instrumentů vznikla díky rostoucímu množství finančních a investičních služeb poskytovaných zákazníkům a stále větší důmyslnosti finančních instrumentů. Cílem této směrnice je harmonizovat ochranu investorů a

umožnit přeshraniční služby po celé Evropské unii při zajištění větší transparentnosti cen finančních instrumentů.

S růstem transparentnosti finančního trhu se pro investory rozšíří možnosti výběru, přičemž budou směřovat k těm investičním firmám, které je budou schopny přesvědčit o své účinné a efektivní organizaci.

Splnění regulačních požadavků směrnice MiFID je bezpochyby nelehkým úkolem. Domnívám se však, že související těžkosti nebudou nepřekonatelné a že obchodníci s cennými papíry, kteří splní požadavky dané směrnicí MiFID co nejdříve, budou ve značné výhodě – štěstí, jak známo, přeje připraveným.

Použitá literatura, zdroje:

Investování na kapitálových trzích (Jitka Veselá)

Kurs obchodního práva a právo cenných papírů (Kotásek, Pokorná, Rabas)

Důvodová zpráva k vyhlášce Basel II, zdroj ČNB

Diplomová práce – Kapitálová přiměřenost obchodníků s cennými papíry, UK – fakulta sociálních věd, autor: Markéta Hlůžková (2002)

Elektronická periodika

www.bankovnictvi.ihned.cz

www.finance.cz

www.fincentrum.cz

www.FinWeb.cz

www.investujeme.cz

Ostatní www zdroje

Česká národní banka. Dostupné na www.cnb.cz

Komise pro cenné papíry. Dostupné na www.sec.cz

Ministerstvo financí ČR. Dostupné na www.mfcr

www.deloitte.com

www.complex.com

www.caocp.cz

www.akatcr.cz