

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

Právnická fakulta

Katedra finančního práva a finanční vědy

Finanční trh a jeho perspektivy

Diplomová práce

Richard Papřok

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Praha

září 2009

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem v ní vyznačil všechny prameny, z nichž jsem čerpal, způsobem ve vědecké práci obvyklým.

V Praze, 9. září 2009

.....
Richard Papřok

Poděkování

Děkuji panu JUDr. Petru Kotábovi, vedoucímu mé diplomové práce, za cenné připomínky a účinnou pomoc při zpracování. Zároveň děkuji za poskytnuté rady své přítelkyni slečně Mgr. Radce Valešové a za celoživotní pomoc nejen při studiu mým rodičům.

V Praze, 9. září 2009

.....
Richard Papřok

Obsah

Úvod	1
1 Evidence cenných papírů	4
1.1 Úvod do problematiky	4
1.2 Obecné požadavky	5
1.3 Historie vzniku systému nepřímého držení akcií.....	6
1.4 Americký systém	10
1.4.1 Úvod.....	10
1.4.2 Popis systému nepřímého držení cenných papírů.....	11
1.4.3 Systém hlasování.....	12
1.4.4 Závěr	13
1.5 Anglický systém.....	14
1.5.1 Úvod.....	14
1.5.2 Navrhovaná právní úprava	16
1.6 Česká úprava.....	19
1.6.1 Úvod do současného stavu evidence cenných papírů.....	19
1.6.2 „Nový Systém“ podle zákona o podnikání na kapitálových trzích.....	21
1.6.3 Některé problémy systému evidence cenných papírů dle ZPKT.....	24
1.7 Harmonizace v rámci EU.....	28
1.7.1 Úvod.....	28
1.7.2 Nástin budoucí právní úpravy.....	30
1.8 Mezinárodní právo	39
1.8.1 Kolizní právo: Haagská úmluva	39
1.8.2 UNIDROIT - unifikace mezinárodního práva hmotného.....	40
2 Evropská harmonizace pravidel obchodování na finančních trzích	42
2.1 Stručná historie integrace finančních trhů	42
2.2 Způsob tvorby regulace aneb „Lamfalusyho proces“	44
2.3 Obecně o MiFIDu	45
2.4 Nové instituty na makroúrovni	48
2.4.1 Obecně k tržní infrastruktuře	48
2.4.2 Transparentnost	55
2.4.3 Hlášení obchodů	59
2.5 Nové instituty na mikroúrovni	60
2.5.1 Kategorizace zákazníků	60
2.5.2 Test přiměřenosti a test vhodnosti	62
2.5.3 Best execution	66
Závěr	72
Použitá literatura	75
Seznam zkratk	77
Abstract.....	78

Úvod

Finanční trh a jeho perspektivy, tak zní téma mé diplomové práce. Je to neobyčejně rozsáhlé téma, které v sobě zahrnuje nesmírné množství vztahů, a kterými se zabývají rozličné vědní disciplíny. Je nad rámec možností diplomové práce a snad i možnostem jednoho člověka, psát o všech alespoň trochu důležitých vztazích a jejich prolínáních majících vliv na fungování finančních trhů. Přinejmenším bychom dostali knihu i tisíce stranách. Proto jsem si zvolil, že se budu detailněji zabývat pouze dvěma subtématy, které úzce souvisí jak s finančním trhem, tak s právem. První subtéma se zabývá systémem nepřímého držení cenných papírů a druhé relativně novou evropskou směrnicí upravující způsob obchodování na finančních trzích (MiFID). Témata spolu souvisí v tom směru, že ke vzniku opravdového jednotného finančního trhu, ve kterém bychom nepoznali hranice mezi jednotlivými členskými státy Evropské unie, brání mimo jiné nedostatečně sjednocená oblast clearingů a vypořádání, kde je snad nejdůležitějším právním problémem nevyřešená otázka způsobu držení investičních nástrojů.

Nepřímý systém držení cenných papírů ve světě ani v Evropě nevyvolává tolik pozornosti jako je téma MiFIDu. U nás je tento problém o trochu více populární díky dlouhodobého neuskutečnění systému, předvídaného zákonem o podnikání na kapitálovém trhu. Problémy se systémem nepřímého držení cenných papírů jsou skoro všude na světě, který je ještě mnohem větší u přeshraničních vztahů.

Pro pochopení toho, co má vlastně člověk požadovat od českého práva v této oblasti, jsem se nejdříve uchýlil k seznámení se zahraniční úpravou, zejména americkou, která je v jistém smyslu nejdokonalejší úpravou světa a vzorovým modelem pro zbytek světa. Při tomto seznamování se s americkou úpravou mě zaujala jedna disertační práce německého autora, který se detailně, s typicky německou precizností věnuje otázce historie vzniku tohoto systému a způsobu výkonu hlasovacího práva spojeného s akcií držené v tomto systému. Proto jsem do své diplomové práce zařadil také docela podrobnou podkapitolu zabývající se historií tohoto systému a v části o americkém systému věnuji velkou část popisu toho, jak funguje výkon hlasovacího práva spojeného s akcií. V Evropě se tomuto tématu ještě nedostává dostatečné pozornosti kvůli tomu, že zde nejsou vyřešeny vůbec daleko fundamentálnější problémy. Ale

zajímavé téma to určitě je. V další podkapitole nazvané „anglický systém“, se relativně detailně zabírám jednotlivými pravidly systému nepřímého držení a jeho identifikovanými problémy v nejzkušenější evropské zemi, alespoň co se týče finanční oblasti. V podkapitole o českém právu popisují, jak má vypadat systém předvídaný zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a upozorňují na některé jeho problémy. Co nás všechny jistě zajímá, je iniciativa Evropské komise, která na nás nejspíše bude mít největší vliv. Tato podkapitola je nejpodrobnější, co se týče obsahu teoretických principů a argumentace ve prospěch jednotlivých řešení. Nakonec nezmínit i existující mezinárodní úsilí by bylo jistě omylem, proto je poslední podkapitola věnována právě pokusům o harmonizaci kolizního a hmotného práva.

Druhé podtéma - MiFID - jsem si vybral prostě proto, že je aktuální a nepochybně extrémně významné. Pravidla, která zavedl MiFID, jsou v účinnosti relativně velmi krátkou dobu a mají jak potenciál přetransformovat poměr sil mezi existujícími burzami a obchodními systémy¹, tak i mají potenciál změnit chování účastníků trhu.

V úvodu k druhému tématu (Kapitole 2) velmi stručně popisují historii integrace finančních trhů v EHS resp. Evropské unii od jejího vzniku v roce 1958 a také věnují zvláštní pozornost speciální normotvorné technice, pomocí které byla směrnice MiFID přijata. V dalších podkapitolách se pak již soustředím na samotný obsah MiFIDu. V podkapitole nazvané „Nové instituty na makroúrovni“ se zabývám novým dělením a novými způsoby obchodování s investičními nástroji (regulované trhy, vícestranné obchodní systémy a systematickou internalizací), dále s instituty spojenými s před i poobchodní transparentností nových systému obchodování a průběžně uvádím některé poznatky z reálného fungování těchto institutů v praxi, většinou na základě zpráv z médií. V podkapitole nazvané „Nové instituty na mikroúrovni“ popisují instituty, které se uplatní ve vztahu k zákazníkům (kategorizace, test vhodnosti a přiměřenosti, pravidla „*best execution*“ pro provádění příkazů zákazníků). Pravidla závazná pro obchodníky s cennými papíry jsem vynechal, i když se i zde jedná o velmi zajímavou a

¹ Podle odborníků z Ernst&Young „...bude MiFID katalyzátorem změn v odvětví...“ viz. HOLÁ, Martina. Bankovní strašák jménem MiFID. *FinExpert.cz* [online]. 12. června 2007 [cit. 2009-08-25]. Dostupné na: <<http://www.finexpert.cz/Autori/Bankovni-strasak-jmenem-MiFiD/sc-48-sr-1-a-19534/default.aspx>>.

vyrušující oblast. Např. pravidla o konfliktu zájmu v mnohém připomenou zábavnou hru na kočku a myš.

1 Evidence cenných papírů

1.1 Úvod do problematiky²

„Klasická definice cenných papírů“ *cum grano salis* říká, že cenný papír je listina, s níž je právo spojeno takovým způsobem, že nemůže být bez této listiny uplatněno. Je proto logické, že jejich přímé držení je tedy právně nejjistějším způsobem. Proto i na kapitálových trzích bývalo kdysi zvykem, že se cenné papíry (akcie a dluhopisy) po uskutečnění obchodu doručovaly novému majiteli popř. jeho uschovateli, kterým byla jeho banka nebo obchodník s cennými papíry.

Tato praxe však v 2. pol. 20. stol. přestala vyhovovat. Nejdříve se tak stalo ve Spojených státech Amerických. USA tvořily tehdy největší integrovaný trh světa, společnost byla bohatá a kapitálové trhy dávaly příležitost k zajímavým výdělkům. Rapidně tam rostl objem obchodů i počet obchodujících subjektů. Systém přímého držení cenných papírů však nebyl revidován, a tak docházelo ke kupení nedoručených cenných papírů. Jistým vrcholem pak byla krize, označovaná jako „*Paper crunch*“ na konci šedesátých let. Důvodem této „papírové krize“ byly problémy s doručováním listinných cenných papírů jejich novým majitelům. Problémy byly tak vážné, že muselo být hledáno nové řešení, jímž se stal tzv. „*systém nepřímého držení cenných papírů*“ („*systém držení skrze prostředníky*“, „*Indirect Holding System*“ atd.). Tento model se pak stal vzorem pro zbytek světa.³

Snad nikde však doposud nebyl přijat zcela kompatibilně s americkým. Nejspíše v důsledku toho, že se snažil přizpůsobit a využít původních národních institutů. Tento stav způsobil to, že jsou dnes přeshraniční transakce s cennými papíry spojené s vysokými náklady a vysokou právní nejistotou. Nevyhovujícímu stavu se snaží postavit několik iniciativ, z nichž

² Pro přehled světové literatury do roku 2004 doporučuji neopominout materiál s názvem „*Resources and Materials*“. *FMLC* [online]. červen 2004. [cit. 2009-08-15].

Dostupné na: <http://www.fmlc.org/papers/fmlc3_3_july04.pdf>.

³ DONALD, David. The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries . *SSRN* [online]. září 2007. [cit. 2009-08-10].

Dostupné na: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017206>.

některým se budu podrobněji věnovat dále (Evropská komise, UNIDROIT, Haagská konvence, Target-2-securities).

Z pohledu českého práva byl jednou z největších změn, kterou měl přinést zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, nový systém evidence cenných papírů a investičních nástrojů, který měl český kapitálový trh přiblížit stavu obvyklému na západních kapitálových trzích a zbavit se tak specifického stavu, který zde byl vytvořen pro potřeby kupónové privatizace. Systém, který se pokouší zavést platný zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, sice terminologií evokuje, že je v České republice zaveden systém nepřímého držení cenných papírů, nicméně jedná se o systém dost podstatně hendikepovaný, jenž spíše připomíná původní polistopadový model se Střediskem cenných papírů, než standardní model americký.⁴ Už jen jako další kuriozita působí to, že již pět let uplynulo od účinnosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu, avšak v praxi tento systém nebyl doposud zaveden.

1.2 Obecné požadavky

Vzhledem k tomu, že na následujících stránkách budu popisovat a rozebírat různé právní řády, je dobré si na začátku vypočíst vlastnosti, které by rozumný člověk po zcela libovolném systému držby cenných papírů požadoval v případě, že se přímé držení cenných papírů se stane z nějakého důvodu nemožným. Jsou to především:

- I. možnost a snadnost převodu cenného papíru
- II. možnost a snadnost příjmu plodů plynoucích z cenných papírů (dividendy, úroku atd.)
- III. možnost a snadnost zřízení zástavního práva, popřípadě jiného práva k cennému papíru⁵
- IV. možnost a snadnost výkonu hlasovacího práva spojeného s cenným papírem
- V. v případě, že se dostane do úpadku osoba, která se na provozu systému podílí, tak bude majitel cenných papírů ochráněn před jejími obecnými věřiteli

⁴ PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – středisko cenných papírů v novém hávu. *Právní rozhledy* 1/2005. Str. 22 - 23

⁵ např. samostatně převoditelná práva ve smyslu §156a ObchZ

- VI. rychlost, se kterou probíhají příkazy
- VII. nízké náklady na provoz tohoto systému
- VIII. vzhledem k tomu, že finanční trhy jsou velmi globalizované, tak je důležitá i co největší slučitelnost s ostatními právními systémy.

Nevím, jestli je tento seznam pro všechny účastníky trhu a jejich transakce konečný. Je to však seznam požadavků, který člověk sestaví po delším a hlubším zkoumání dostupných zdrojů na dané téma. I v případě, že zde nějaký minoritnější požadavek chybí, nemusí nás snad z toho bolet tolik hlava, neboť při složitosti transakcí na finančních trzích je docela pravděpodobně, že to co by vyhovovalo jednomu, by nemuselo zcela vyhovovat druhému. Stejně tady, jakož i mnohde jinde platí, že požadavek na právní jistotu je snad důležitější než to či jiné konkrétní řešení samo. Neboť jedině při jasnosti práva, mohou strany přizpůsobit svá legitimní očekávání.

Z pohledu tohoto seznamu budu zkoumat ve své diplomové práci systém americký, anglický a český. Taktéž se poohlédnu za tím, zda navrhované mezinárodní aktivity tyto požadavky zohledňují.

1.3 Historie vzniku systému nepřímého držení akcií⁶

Než přejdu k úkolu, který jsem si vytyčil v předchozí podkapitole, rád bych se zde trochu více věnoval historii vzniku nepřímého systému držení cenných papírů. Je to dobré pro uvědomění si, že současný americký model, který dnes převládá na významných finančních trzích, není možná zcela ideální a také je to velmi krásný příklad toho, jaký význam na mnoho věcí kolem nás má historický vývoj. Taktéž považuji za chybu, že někteří čeští autoři popisují vývoj vzniku tohoto systému jako přirozenou evoluci soukromého sektoru, a nikoliv jako důsledek zlomového řešení amerického zákonodárce. Historie by se opravdu měla popisovat a ne být vymyšlena.

⁶ Celá tato podkapitola je zpracována převážně podle článku D. Donalda „*The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries*“. Viz. citace č. 3.

Do sedmdesátých let dvacátého století většina investičních firem uskutečňovala převod cenných papírů prostřednictvím manuální práce svých zaměstnanců tak, že docházelo k fyzickému doručování převáděných listinných cenných papírů. Navíc u akcií byli přepisováni noví vlastníci i v seznamech akcionářů. Ke konci šedesátých let se tato praxe, díky ohromnému nárůstu objemů obchodů s cennými papíry, stala neudržitelnou. (Denní obchodovaný objem se na newyorské burze mezi lety 1960 až 1968 zčtyřnásobil na 13 milionů kusů akcií za den.) Na přelomu let 1968 a 1969 donutil objem nedoručených listinných cenných papírů dokonce Newyorskou burzu k tomu, aby jeden den v týdnu neobchodovala. Snahou bylo poskytnout obchodníkům s cennými papíry dostatek času k jejich „papírování“, tedy k dokončení vypořádání obchodů, s nimiž byli v prodlení. (Celková částka těchto nevypořádaných objemů dosáhla 4 miliard dolarů.)

V důsledku pracnosti tohoto primitivního systému vypořádání v roce 1969 dosáhl objem nevypořádaných transakcí u některých obchodníků s cennými papíry 70 až 200% jejich celkového kapitálu. S tím souvisely i další problémy, jako je např. problém s výplatou dividend. Menší firma Dempsey-Tegeler např. již v roce 1969 nevyplatila 80% splatných dividend, které však jejich emitenti včas firmě zaplatili. Stejně problémy však měli i významní hráči jako je Merrill Lynch, Pierce či Fenner & Smith. Někteří obchodníci s cennými papíry proto, aby dostali svým splatným závazkům z vypořádání, nelegálně používali volné peněžní prostředky svých klientů.

Při tomto objemu transakcí také samozřejmě docházelo k častým problémům s doručováním cenných papírů, např. kvůli ztrátám nebo špatného doručení. Firmy tyto úbytky nějakou dobu kompenzovaly přímými nákupy na trhu. Tento postup fungoval, dokud trhy rostly, problém však nastal v roce 1970 v souvislosti s celkovým útlumem aktivity na finančních trzích. Důsledkem toho byl zánik asi stovky obchodníků s cennými papíry, kteří buď zbankrotovali či byli pohlceni silnějšími konkurenty. Přestože tato událost není považována jako jedna z velkých finančních krizí, představovala pro burzu největší výzvu od roku 1929 a vedla přímo k novelizaci amerického zákona o cenných papírech v roce 1975.

V roce 1970 pověřil kongres v reakci na nastalou situaci americkou Komisi pro cenné papíry („*Securities and Exchange Commission*“) k prošetření příčin této situace. Výsledkem tohoto pověření byla velmi detailní zpráva o činnosti obchodníků s cennými papíry v šedesátých letech a v návaznosti na to v roce 1971 uspořádala Komise pro cenné papíry konferenci se všemi hlavními účastníky trhu, aby diskutovala a vyhodnotila existující doporučení a možná řešení „*papírové krize*“. Výsledkem konference byly různé návrhy koncepcí vypořádání transakcí s cennými papíry.

Jedním z modelů byl návrh na vytvoření decentralizované sítě zástupců emitenta, kteří by zaznamenávali převody s dematerializovanými (zaknihovanými) cennými papíry přímo v seznamech akcionářů jednotlivých emitentů (tzv. „*transfer agent depository model*“, zkráceně „*TAD model*“). Další model byl systém centrálního depozitáře, kde by akcie byly uschovány (imobilizovány) a převáděly by se pouze práva k takto uschovaným cenným papírům pomocí zápisů. Oba modely by vedly k odstranění doručování listinných cenných papírů. První zahrnoval požadavek okamžité dematerializace všech obchodovaných cenných papírů samotnými emitenty, druhý by vytvořil fiktivní dematerializaci uschováním listin v trezorech depozitářů, tzv. imobilizace.

Základním tehdejším problémem prvního modelu bylo, že ne všechny obchodované akcie byly dematerializované. Za druhé tento systém potřeboval bezpečnou počítačovou síť, což v té době také ještě nebylo zcela stoprocentní. Politické tlaky technické problémy pouze umocňovaly. „*Banking and Securities Industry Committee*“, která reprezentovala největší americké banky a burzy, argumentovala tím, že již založili jakéhosi centrálního depozitáře. Protože nejnáročnějšími úkony při převodu akcií byla indosace, doručení akcie a připsání vlastníka v seznamu akcionářů, mohl být převod zjednodušen tím, že by bylo na seznamu akcionářů registrováno pouze pár obchodníků s cennými papíry. Logika systému, jež navrhovala „*Banking and Securities Industry Committee*“ je, že je tím efektivnější, čím méně těchto registrovaných obchodníků bude. Nejvýhodnějším využitím tohoto modelu by bylo umístit

všechny akcie do jednoho depozitáře, v čemž newyorská burza viděla příležitost jak posílit svou ohroženou pozici finančního centra.⁷

Není bez zajímavosti zmínit, že tento model byl použit již v roce 1867 na finančním trhu ve Vídni. Podobného modelu bylo také využíváno pro „*American Depositary Receipts*“, což byl a je pomocný nástroj při obchodování zahraničních akcií na amerických trzích.

Oba modely by drasticky snížily papírování spojené doposud s převodem cenných papírů. Ve zprávě Komise pro cenné papíry z roku 1971 Komise říká, že většina účastníků trhu podporovala elektronický model decentralizované sítě zástupců emitenta s dematerializovanými akciemi, ale měla obavy, zda tento systém lze implementovat rychle a bezpečně. Ačkoli model decentralizované sítě zástupců emitenta zachovával vztah mezi investory a emitenty (a vskutku připomínal techniku užívanou v rané akciové společnosti, kde členové mohli převést své členství pouze v sídle společnosti), bohužel požadoval rychlou inkorporaci dematerializovaných akcií a příslušnou harmonizaci práva společností ve všech padesáti státech unie. Dokonce i „*Banking and Securities Industry Committee*“ považovala svůj „*vídeňský model*“ dokonce za pouze dočasné řešení na cestě k budoucí „*certificateless society*“.

V roce 1975 byla kongresem trochu nepochopitelně, nařízena imobilizace cenných papírů do centrálního depozitáře. Nepochopitelně kvůli tomu, že tato ryze „technická“ materie spadala doposud do výlučné pravomoci Komise pro cenné papíry (SEC). Chris Welles tento krok považuje ve své knize za snahu newyorské finanční komunity, která se snažila uchovat svou nadřazenost a monopolní postavení. Tento krok kongresu jak se zdá, definitivně pohřbil naděje pro modernější, flexibilnější a transparentnější systém.

⁷ V té době byly zrušeny pevné poplatky za burzovní obchody, vznikl systém NASDAQ a samotné město New York čelilo hrozbě bankrotu, podobně jako dnes Kalifornie.

1.4 Americký systém

1.4.1 Úvod

Americké právo cenných papírů je upraveno v článku 8 Jednotného obchodního zákoníku.⁸ Jak již bylo zmíněno, byl tento článek podstatně modifikován v roce 1975, když jim byl zaveden nepřímý systém držení. Legislativní forma úpravy byla tehdy provedena na koncepci paralelity úpravy k existujícímu systému přímého držení listinných cenných papírů. Jinak řečeno, text byl v podstatě „*dvouodrážkový*“. První „*odrážka*“ byla věnovaná původnímu přímému systému držení cenných papírů, druhá novému, tj. nepřímému. Tehdejší snaha byla zachovat co nejvíce původní strukturu normy. V roce 1978 byla přijata první revize, která přidala detailnější úpravu týkající se nepřímého držení cenných papírů. Celkově však byl text víceméně nepřehledný a velmi matoucí pro neexperty, což je obecně vnímáno jako potenciálně nebezpečné v případě krizových stavů, kdy je třeba velmi rychle a správně zareagovat.⁹

Velevýznamnou novelizací byla až revize z roku 1994, k jejímuž vzniku přispěl strach z rizika, které zde existovalo díky přítomnosti mnoha právních nejasností tehdejší zákonné úpravy. Především v případě krize a úpadku některého z hlavních hráčů na finančním trhu, by mohl mít nejasný právní rámec pro clearing a vypořádání (jehož důležitou složkou je právní úprava držby cenných papírů) destabilizující efekt v tom ohledu, že by se problém insolvence mohl rozšířit i na další účastníky trhu. Tato nově revidovaná úprava již není „*dvouodrážková*“, ale je upravena v samostatné části páté článku 8 UCC. Ta nyní tvoří nejkomplexnější úpravu systému nepřímého držení cenných papírů, kterou lze ve světových rádech nalézt, a která je v souladu s legitimními očekáváními trhu.¹⁰

⁸ *angl.* Uniform Commercial Code. Poprvé vydaný v roce 1952 s cílem harmonizovat obchodní právo USA. Je společným dlouhodobým projektem „National Conference of Commissioners on Uniform State Laws“ a „American Law Institute“. I když jde o produkt soukromých organizací, stává se po přijetí závazným pro dotyčný stát federace. Jeho znění je dostupné např. na: <<http://www.law.cornell.edu/ucc/8/>>. [cit. 2009-08-10].

⁹ ROGERS, James Steven. "Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8". *UCLA Law Review* 43. červen 1996. [cit. 2009-08-09], str. 1447. Dostupné na:

<<http://www.bc.edu/schools/law/library/meta-elements/pdf/content/Rogers/policy%20perspectives.pdf>>

¹⁰ Id. str. 1436

1.4.2 Popis systému nepřímého držení cenných papírů

Jak již bylo řečeno, systém nepřímého držení cenných papírů slouží k evidenci a k usnadnění převodů cenných papírů. Listina, jako medium prokazující určitý nárok, je zde nahrazena elektronickými zápisy na účtech vedenými prostředníky. V tomto systému tedy vstupují mezi emitenta CP a jeho investora tzv. prostředníci, kterými jsou zpravidla licencovaní obchodníci s cennými papíry („*brokeři*“) nebo banky s příslušným povolením. Investor v tomto systému vstupuje z pravidla pouze do vztahu se svým nejbližším prostředníkem. Naopak nejvýše postavený prostředník (kterým je v USA společnost „*Depository Trust Company*“ a která je zapsána v seznamech akcionářů jednotlivých emitentů pod jménem „*Cede & Co*“) vstupuje do vztahu s emitentem emisí cenných papírů. Mezi DTC a konečnými investory pak bývá různě dlouhý řetězec prostředníků. Tímto způsobem je v současnosti drženo cca 99% amerických obchodovaných akcií, zbytek připadá na přímo držené.¹¹

Soubor práv konečného investora vůči prostředníkovi je v americkém právu označován jako „*securities entitlement*“, §8-102(a)(17) UCC. Obecně se nebudu věnovat celému obsahu americké úpravy, protože by to neúměrně prodloužilo délku mé diplomové práce. Jednotlivé dílčí instituty a problémy, které jsou spojeny s nepřímým systémem držení, jsou dosti podrobně rozvedeny podkapitolách o anglickém systému a o připravované Evropské harmonizaci. Zájemce o konkrétní americkou opravu odkazují na zdroje uvedené v podkapitole 1.1.

Čím se však chci v této podkapitole detailněji věnovat je konkrétní popis toho, jak je v USA řešen výkon hlasovacích práv spojených s akciemi kotovaných společností. Nejenže ukazuje na značnou komplikovanost systému, ale také nám Evropanům dává představu o tom, co bude po „základní harmonizaci“ potřeba dále udělat. Důležitost dobře fungujícího hlasovacího systému pro kvalitu „*corporate governance*“ snad ani není třeba zmiňovat. Je zde také potenciálně přítomen zajímavý byznys, který by se mohl stát životní příležitostí i pro nějakou ambiciózní středně velkou softwarovou firmu. Samozřejmě by s tím byl spojen i velký boj a notná dávka štěstí.

¹¹ „*The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries*“, str. 39. Viz. citace č.3.

1.4.3 Systém hlasování¹²

Podobně jako u nás náleží akcionářské hlasovací právo tomu, kdo je zapsán na seznamu akcionářů. Tím je, jak již bylo výše zmíněno společnost „*Depository Trust Corporation*“, která se zapisuje do seznamu akcionářů pod jménem „*Cede&Co*“. To vytváří nesoulad mezi tím kdo je právním a kdo ekonomickým vlastníkem akcie, tedy mezi tím, kdo má právo hlasovat a tím kdo by měl mít podle logiky věci právo hlasovat. Podle seznamu akcionářů je také akciová společnost povinná rozeslat pozvánky na valnou hromadu. Podle něj se také určuje, komu přísluší výplata dividendy.

Komunikace není v americké úpravě řešena jednoduše tak, že by prostředníci byli povinni akciové společnosti předat seznam akcionářů k rozhodnému dni, ale tak že se akciová společnost musí dotázat DTC, kteří prostředníci drží pro své klienty jejich akcie.¹³ Těch se pak musí dále sama zeptat, kolik kusů pozvánek a materiálu o valné hromadě jim má dodat a zaplatit jim za jejich distribuci. V roce 1983 byla uložena prostředníkům povinnost, aby dodali akciové společnosti jména těch akcionářů, kteří proti tomu nemají výhrady (tzv. „*Non-Objecting Beneficial Owners*“). Tak mohou emitenti akcií sice přímo rozesílat např. výroční zprávy svým akcionářům, avšak povinnost posílat hlasovací materiály přes prostředníky zůstala. Stejný režim byl zachován i v roce 2007, když bylo připuštěno distanční hlasování přes internet. To znamená, že hlasovací dokumenty musí být nadále elektronicky rozesílány skrze prostředníky...

Emitent musí podle zákona kontaktovat DTC dvacet dnů před rozhodným dnem. Díky zpoždění, které nabere distribuce hlasovacích materiálů, má konečný investor deset dnů na hlasování. V případě, že tak neučiní, dávají pravidla newyorské burzy (NYSE Rule 252) oprávnění obchodníkovi s cennými papíry, aby hlasoval podle své volby. Výjimkou jsou tzv. nerutinní případy („*contested matters*“), kdy se rozhoduje o nejpodstatnějších korporátních událostech jako je fúze, převzetí či výjimečné transakce. O volbě představenstva nebo jiných návrzích akcionářů však broker hlasovat může. Uvádí se, že brokeři mají tendenci v případě své

¹² Tato podkapitola je zpracována převážně podle článku D. Donalda „*The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries*“. Viz. citace č. 3.

¹³ Úprava je obsažena v „Securities Exchange Act of 1934“, článek 13 a.n.

Dostupné na: <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html> nebo na <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfr240_main_02.tpl>.

volby tendenci podporovat současný management a jeho návrhy. Různí institucionální investoři se už pokoušeli tuto možnost zakázat, ale zatím vždy neúspěšně.

Proces hlasování by byl pro prostředníky zjevně administrativně extrémně náročný. Proto již od sedmdesátých let tuto činnost outsourcují.¹⁴ Bez nich by snad dnes tento proces ani nemohl fungovat. Je třeba upozornit i za přítomnosti a součinností těchto profesionálů dochází často k chybám – někdy jsou hlasy ztraceny, někdy špatně spočteny atd. Díky netransparenci celého systému se však i tato otázka těžko zkoumá, zejména jaká je jeho závažnost a frekvence. Je proto pozorováno, že některé velké penzijní fondy si vytvářejí speciální „*custody účty*“ i za cenu vyšších nákladů na převod akcií, protože přináší výhodu transparentnosti a možnost kontroly při hlasování a tak lepší vliv na „*corporate governance*“.

1.4.4 Závěr

Celkově se zdá, že co se týče převodů a evidence cenných papírů je úprava vyhovující a splňuje očekávání účastníku trhu. Ovšem otázka je zda je tento systém tak ideální i z pohledu „*corporate governance*“ a celkové efektivity trhu. Systém vytvořil velkou komunikační bariéru mezi investory a emitenty a komunikace je častokrát zmiňována jako nákladná a nespolehlivá. Navíc výše zmíněná ustanovení pravidel newyorské burzy o tzv. „*brokers vote*“, mohou vzbudit pochybnost, zda také v některých případech nemůže docházet ke střetu zájmů. Na vyšších vrstvách hierarchie totiž může „*brokers vote*“ představovat docela velký hlasovací podíl, který ovlivní výsledek přijetí či nepřijetí návrhu managementu společnosti. To představuje přinejmenším potenciální riziko pro zneužití resp. méně efektivní rozhodnutí, vzhledem k tomu, že hlasovací právo je zde odděleno od příjemce benefitu ve formě dividendy (hypoteticky růstu ceny akcie, zde však působí i jiné významné protifaktory).

¹⁴ Známa je např. společnost Automatic Data Processing, resp. Broadridge Financial Solutions, Inc. <http://www.georgesonshareholder.com/>

1.5 Anglický systém

1.5.1 Úvod

Londýn představuje největší evropské finanční centrum světového významu a tudíž jeho vliv i zkušenosti jsou větší než u jiných evropských států. Nicméně vliv takových velikanů jako je Francie nebo Německo na vývoj v této oblasti také nebude zanedbatelný a bylo by někdy dobré, jej pro české právní prostředí více popsat, stejně jako úpravu belgickou a lucemburskou, které mají v Evropě mimořádně postavení, díky přítomnosti mezinárodních centrálních deponitářů Euroclear a Clearstream.

Nejdostupnějším zdrojem pro první studium anglického systému se zdají být materiály „*Financial Market Law Committee*“ (dále jen FMLC) a proto tato část vychází především z nich. Jedním z hlavních cílů FMLC, která je součástí „*Bank of England*“, je identifikace současných i potenciálních právních problémů, které mohou představovat systémové riziko pro finanční trh a hledání řešení, jak jim předcházet. Dalším úkolem, který je v Anglii FMLC svěřen, je též poskytování podpory soudům v právních otázkách, tak aby rozumně reagovaly na změněnou praxi na rychle se vyvíjejících finančních trzích.

Tento výbor (FMLC) se zabýval otázkou držení cenných papírů skrze prostředníky v roce 2002 a konstatoval, že v tomto systému existuje značné právní riziko a to jak pro individuální účastníky, např. v případě prodeje cenných papírů nebo jejich fungování jako zajištění, tak systémové v případě insolvence prostředníka. Explicitně také vyjádřila přesvědčení, že je vlastně zájmem celé Evropské unie, aby byl Londýn světově konkurenčněschopný a proto je potřeba, aby jeho právo stálo na pevných základech a bylo co nejjednodušeji použitelné, protože je pravděpodobné, že bude používáno i v jiných zemích Evropské unie. A to buď v důsledku volby práva, nebo toho, že jedna strana bude z anglické jurisdikce. FMLC navrhla, aby bylo anglické právo upraveno v zákoně a v souladu s americkým článkem 8 UCC.¹⁵

¹⁵ *FMLC website*. Materiál “Work in Progress”, Issue 3, str. 20. [cit. 2009-08-17]
Dostupné na: <http://www.fmlc.org/papers/fmlc1_3_july04.pdf>.

Na rozdíl od Spojených států, není v Anglii v současné době držení cenných papírů nikde výslovně upraveno. Platná pravidla je potřeba dovozovat z rozhodnutí soudů (z *case law*), z odborných článků a učebnic a tudíž potřebuje legální expertízu spojenou s nemalými finančními náklady. Nepřítomnost právní reglementace však nejspíš nevyplývá z anglické úcty k tradicím a „*case law*“, ale kvůli tomu, že se regulatorně ještě nestihlo zareagovat na změněnou praxi finančních trhů. Faktorem pro tuto pomalost je i to, že zatím nedošlo k žádnému velkému problému pramenícímu z nepřímého držení akcií. A tak je povědomí o potenciální problémovosti, snad i z důvodu složitosti tématu, relativně malé. (Často se zde používá přirovnání s vodovodním nebo kanalizačním systémem v budově. Dokud se s nimi nic nestane, tak většina lidí skoro ani netuší, že existují.)

Anglické právo v oblasti nepřímé držby cenných papírů, je založeno na tradičním institutu „trustu“. Tato tradiční struktura anglického *equity law* umožnila přejmout základní funkční prvky amerického systému nepřímého držení akcií, který si rostoucí finanční trh a americký vliv vyžádal. Tradiční „trust“ je vztah mezi dvěma osobami, založený na vzájemné důvěře („*fiduciary relationship*“)¹⁶, v rámci kterého jedna osoba, tzv. „*trustee*“ drží majetek pro druhou osobu, tzv. „*beneficiaria*“. „Trustee“ je legálním vlastníkem, zatímco „beneficiaria“ je ekonomickým vlastníkem. Prostředník (typicky banka, obchodník s cennými papíry, CREST) je tedy v postavení „trusteeho“ a z tohoto postavení má určité povinnosti. Musí vést svěřené cenné papíry odděleně od svého majetku, musí o nich vést řádnou evidenci, nesmí je použít bez souhlasů klienta pro své vlastní účely a v případě ztráty musí tuto ztrátu nahradit ze svého majetku.¹⁷

Podle zprávy FMLC tento institut, společně s pravidly *equity law*, splňuje základní požadavky očekávané od systému. Nicméně kromě již zmíněné těžké dostupnosti samotných závazných pravidel, jsou zde i další důležité problémy.

¹⁶ GANADO, Max et al.. TRUSTS LAW AND MANAGEMENT (Foundation Course Notes). Malta: Institute of Financial Practitioners, 2008

¹⁷ ELEK, Štefan. Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy* 21/2005. Str. 774-782

- I. Je zde nejasnost ohledně toho jestli mohou věřitelé majitele nároku na cenný papír („*interest in securities*“) dosáhnout např. soudním rozhodnutím nebo předběžným opatřením na „*interest in securities*“ na vyšší vrstvy než u přímého prostředníka majitele.
- II. Úpadek prostředníka je „sužován“ existujícími pravidly *equity law*, konkrétně hlavně tzv. „*tracing rule*“, který činí výsledek soutěže mezi investory a prostředníkovými obecnými věřiteli nejistý.
- III. Neexistující jasná pravidla ochrany nabyvatele v dobré víře a
- IV. dokonce ani pravidla zřizování zástavního práva nejsou tak jasná, jak by mohla být.¹⁸

1.5.2 Navrhovaná právní úprava

Pojďme se podívat, jak jednotlivé instituty, typické pro nakládání s cennými papíry a některé speciálně spojené se systémem nepřímé držby, tak jak je navrhla v roce 2004 FMLC a především na její argumentaci ve prospěch toho či onoho řešení. To se nám pochopitelně bude hodit pro zkoumání české úpravy a taktéž pro porovnání s řešením a argumentací poradní skupiny Evropské komise („*Legal Certainty Group*“), která měla podobné zadání, tj. vytvořit návrh nové evropské úpravy, ale těžší v tom smyslu, že měla být vhodná pro implementaci ve všech členských státech a navíc stoprocentně funkční v přeshraničních transakcích alespoň v rámci EU.

V navrhované anglické úpravě má být nárok na cenné papíry označován stejně jako doposud, tj. „*interest in security*“ (pozor na záměnu s podobným pojmem „*security interest*“, který znamená zajišťovací právo). Působnost úpravy má být omezena jen na obchodní vztahy a úprava vztahu mezi klientem a prostředníkem má být dispozitivní, dokud nenarazí na práva třetích osob, např. při insolvenční. FMLC výslovně upozorňuje na to, aby úprava byla v souladu s existující úpravou zajištění (především, z logických důvodů, s již harmonizovanou evropskou úpravou) a aby nijak neomezovala podmínky a pravidla samotné emise.

¹⁸ Viz. citace č. 15, str. 9.

Předmětem držení nemají být jenom cenné papíry, ale i jiné investiční nástroje. Za nejlepší definici toho, co může být předmětem držení, považuje FMLC definici s Haagské úmluvy: "*securities*" means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein". Důvodem pro takovou širokou definici je snaha o neomezování inovací na finančních trzích. Deriváty však většinou nejsou drženy skrze prostředníky.¹⁹

„Interest in securities“ obsahuje jak závazkové práva vůči prostředníkovi, tak speciální spoluvlastnické právo k omnibus účtu (tzv. „*pool*“), tj. „interests in security“ na účtu výše postaveného prostředníka nebo centrálního deponitáře. Toto spoluvlastnické právo představuje ideální podíl na celku a to má tu výhodu, že umožňuje prostředníkovi, aby svým klientům mohl prodat i podíl menší než je základní jednotka v „*poolu*“.²⁰

Závazky spočívají zejména v postupování dividend a dalších plodů plynoucích z cenného papíru a umožnění hlasovacího práva, pokud o něj klient požádá. (Někdy problém s jeho výkonem, protože jsou cenné papíry drženy přes omnibus účty a hlasovací právo za jednoho právního vlastníka může být v některých jurisdikcích povoleno vykonat pouze jedním způsobem.) Dále má prostředník povinnost k řádnému vedení záznamů v čí prospěch je „interest in securities“ na samostatném, odděleném „*klientském účtu*“ a povinnosti vlastnit dostatek hromadně držných cenných papírů na vyšším stupni hierarchie. Poslední odpovědnost má být na úrovni objektivní odpovědnosti s možností liberace, pokud prostředník prokáže, že k úbytku na vyšším stupni došlo bez jeho zavinění, např. byla zahraniční obchodní společnost vyvlastněna.

Má zde být explicitně vysloven zákaz „upper-tier-attachmentu“ (věřitelé ani soud nemohou dosáhnout zablokování „interest in security“ u vyšších vrstev prostředníku, kromě nejbližšího prostředníka) i „no-look-through“ principu (investor nemůže přímo uplatňovat svá práva vzhledem k výše stojícím prostředníkům, pouze přes svého prostředníka, se kterým má uzavřenu smlouvu o obhospodařování zákaznického účtu, „*custody contract*“).²¹ Tato sada pravidel má přispět k větší jistotě. Investor může (na základě *trust law*) k prosazení svých práv

¹⁹ Viz. citace č. 15, str. 19.

²⁰ Viz. citace č. 15, str. 20.

²¹ Viz. citace č. 15, str. 12-13.

buď přistoupit k žalobě „svého“ prostředníka nebo ho dokonce soudně přinutit, aby podal žalobu svým jménem k ochraně jeho (investorových) práv. Sám ji však podat nemůže.²²

Prostředník má při disponování s „interest in security“ postupovat pouze podle instrukcí klienta nebo jím autorizovaných osob, a to i v případě, že k němu třetí osoba vznesе jakýkoliv nárok. To má platit zcela obecně, že prostředník nemá brát ohled na tvrzené nároky třetích stran, dokud zde není soudní rozhodnutí s relevantním obsahem (princip „account finality“). To však neplatí, jednal-li přímo ve zlé víře. Potom má mít poškozená třetí strana právo na náhradu škody.

V případě insolvence prostředníka nemají obecní věřitelé žádný nárok na „interest in security“ jeho zákazníku. V obchodní hantýrce je to nazýváno pojmem „insolvency ring fence“. V případě vzniku nedostatku cenných papírů držených prostředníkem z jakýchkoliv důvodů mají být ztráty neseny poměrně. To má vyřadit z použití tradiční „tracing rule“. Argumentem ve prospěch tohoto trochu zvláštního pravidla i v případě, že klienti oprávněně tvrdí, že za ztráty převážně může jeden konkrétní klient, má být to, že negativa budou vyvážený snížením rizika nejistoty a odstraněním průtahů a náročného soudního řízení.²³

K platnému a účinnému vytvoření práv ve prospěch třetích osob (zajišťovacího nebo samostatně převoditelného práva) k „interest in security“ nemají být vyžadovány žádné formální úkony, jako jsou např. záznamy na klientský účet, podání oznámení do veřejných registrů, uzavírání kontrolní smlouvy. Mají však mít nižší ochranu, než formálně vytvořené. Nejvyšší prioritu má mít podle návrhu převod kontroly, ať už zajišťovacím převodem na účet věřitele nebo ovládací smlouvou s prostředníkem, tedy podobně jako je tomu v americkém právu.

Pořadí priorit konkurujících si nároků má být dáno následujícími pravidly. Nejvyšší prioritu má mít zajišťovací právo prostředníka na zaplacení kupní ceny, pokud poskytne prostředky na jejich získání. Osoba, která získala kontrolu, má prioritu před osobami, které ji nezískaly. Pokud je více osob, které získaly kontrolu, má přednost ta, jejíž kontrola se na

²² Viz. citace č. 15, str. 22.

²³ Viz. citace č. 15, str. 23.

klientském účtu projevila dříve. U osob, u kterých není kontrola na účtu zaznamenána, platí časová priorita podle doby vzniku kontroly.

Nabyvatel v dobré víře má být chráněn. Princip bezpečnosti převodu vítězí nad principem jistoty nabývacího titulu. Podle úpravy má být případ, kdy prostředník omylem nebo podvodně prodá „interest in security“ jednoho svého klienta dalšímu svému klientu (efektivně si tedy vymyslí nový „interest in security“) tak, že se ztráta rozdělí mezi všechny klienty.²⁴ Toto pravidlo, tak jak je ve zprávě FMLC prezentováno ve mně vzbuzuje trochu rozpaky. Např. „ztratí se“ tisíc „interestů“ prostředníkovi (o insolvenzi zde není ani slovo) a místo, aby mu zákon nejdříve prostředníkovi přikazoval nahradit ztrátu ze svého, tak ji raděj poměrně rozdělí mezi svých např. dalších sto tisíc zákazníků... Návrh poradní skupiny Evropské komise (i) v tomto bodě vypadá o dost rozumněji, viz. dále.

Právní úprava má dále umožňovat započtení pohledávek mezi majitelem „interestu in security“ a emitentem.²⁵

Tato část nám tedy dala základní představu o jednotlivých institucích, tak jak jsou nyní v platnosti v anglické úpravě nepřímého držení investičních nástrojů a toho, co považovala FMLC v roce 2004 za důležité, aby do něj bylo doplněno. Tak, aby použití anglického práva „nebylo v dlouhém řetězu nepřímé držby považováno za slabý článek“.²⁶

1.6 Česká úprava

1.6.1 Úvod do současného stavu evidence cenných papírů

V souvislosti s kupónovou privatizací bylo v roce 1993 zřízeno Středisko cenných papírů a způsob evidence cenných papírů byl upraven v tehdy platném zákoně o cenných papírech.

²⁴ Viz. citace č. 15, str. 25.

²⁵ Viz. citace č. 15, str. 25.

²⁶ Viz. citace č. 15, str. 8.

V roce 2004 byl přijat v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie zákon o podnikání na kapitálovém trhu obsahující novou právní úpravu vedení evidence cenných papírů. I přesto, že od platnosti a účinnosti tohoto zákona uplynula řada let, nebyl tento nový systém doposud zaveden a v praxi se uplatňuje systém starý, založený na existenci Střediska cenných papírů.^{27,28}

Nicméně poslední vývoj ukazuje, že se možná český finanční trh konečně dočká nového systému. 14. srpna 2009 totiž získala, dceřiná společnost Burzy cenných papírů Praha, společnost UNIVYC od ČNB povolení k činnosti centrálního depozitáře. Je zajímavé zmínit, že o toto povolení společnost UNIVYC žádala poprvé již na začátku roku 2005^{29,30} a o důvodech tohoto zpoždění lze jen spekulovat.³¹ Dalším krokem po obdržení povolení bude uzavření smlouvy s Českou republikou (prostřednictvím Ministerstva financí) o převodu evidence ze Střediska cenných papírů. Dále bude nutná technická příprava členů burzy a ostatních bank či

²⁷ Úryvek z Úvodního slova „Výroční zprávy za rok 2008“ generální ředitelky UNIVYCu: „...Je však logické, aby změně ve zúčtování obchodů uzavřených na pražské burze předcházelo sjednocení způsobu registrace tuzemských a zahraničních cenných papírů. Právě tento úkol v podobě projektu centrálního depozitáře se však zdá být pod úhlem zkušeností z minulých let velmi složitý. Přes veškerou naši několikaletou a stále trvající snahu a úsilí centrální depozitář dosud nevznikl...“. [cit. 2009-08-15].

Dostupné na: <<http://www.univyc.cz/cz/ospolecnosti/spolecnost.htm>>.

²⁸ Úryvek z článku „Čeká nás vlna IPO?“. *Bankovníctví* [online]. 15. prosince 2005. „Jsou tu obrovské strukturální problémy s registrací cenných papírů. Řešením by mělo být založení centrálního depozitáře a postupné zavedení standardní víceúrovňové evidence cenných papírů. Jsme snad jedinou zemí na světě, kde nějak funguje kapitálový trh a má jednodušší registraci cenných papírů. Na to se pak nabalují další problémy, protože veškerá evropská legislativa a rozumné kapitálové trhy ve svých principech vycházejí z víceúrovňové registrace. Jakýkoli pokus implementovat nějaký standardní mechanismus či část evropské legislativy na to vždy naráží. Například nevím o jiné zemi, ve které by nefungoval neting cenných papírů. Nesmírně to prodražuje systém a komplikuje vypořádání.“. [cit. 2009-08-15].

Dostupné na: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10066440-17408450-900000_d-ceka-nas-vlna-ipo>.

²⁹ mediální sdělení Burzy cenných papírů Praha. UNIVYC podal žádost o licenci na centrální depozitář. *Měsíc.cz* [online]. 31. ledna 2005. [cit. 2009-08-15].

Dostupné na: <<http://www.mesec.cz/tiskove-zpravy/univyc-podal-zadost-o-licenci-na-centralni-depozitar/>>

³⁰ URBÁNEK, Vladimír. KCP - UNIVYC musí vylepšit svou žádost o licenci centrálního depozitáře. *Kurzy.cz* [online] 15. dubna, 2005. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na:

<<http://zpravy.kurzy.cz/106960-kcp-univyc-musi-vylepsit-svou-zadost-o-licenci-centralniho-depozitare/>>

³¹ Např. Centrální depozitář cenných papírů asi nebude ani letos. *iHNed.cz* [online]. 8. června 2006. [cit. 2009-08-15]. „Český kapitálový trh se nejspíš ani v letošním roce nedočká vytvoření centrálního depozitáře cenných papírů, který Česká republika nemá jako poslední ze států Evropské unie. Licenční řízení, po kterém musí pražská burza provést ještě asi půlroční testování, je v současné době pozastaveno. Důvodem je ocenění dat Střediska cenných papírů, znalecký posudek v této věci zatím nebyl ani zadán.“

Dostupné na: <http://ekonomika.ihned.cz/2-18637890-001000_d-59>

obchodníků s cennými papíry, kteří se stanou účastníky centrálního depozitáře. Tento krok bude podle odhadů trvat řádově několik měsíců.³² Podle §202 ZPKT musí být výše uvedená smlouva o převodu evidence mezi Českou republikou a centrálním depozitářem uzavřena nejpozději do dvou měsíců od udělení povolení ke své činnosti. Poté již má Česká republika povinnost převést evidenci ze Střediska cenných papírů bez zbytečných odkladů. Převod bude podle zákona úplatný. Také bude nutné uzavřít smlouvy s emitenty cenných papírů ve stanovené lhůtě. Chyby v evidenci zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů, kterou centrální depozitář převezme od Střediska cenných papírů, opraví centrální depozitář podle ZPKT, stát však zůstane odpovědný za vzniklou škodu (§202(6) ZPKT). Že tato situace nastane, je přinejmenším pravděpodobné.³³

Vytvoření centrálního depozitáře je základní podmínkou pro zprovoznění systému předpokládaného ZPKT a pro standardizaci českého finančního trhu, jelikož umožní (alespoň přibližně) víceúrovňovou evidenci, která je běžná v ostatních státech Evropské unie i světa.

1.6.2 „Nový Systém“ podle zákona o podnikání na kapitálových trzích

1.6.2.1 Základní popis – typy evidencí

Česká úprava evidence investičních nástrojů je upravena v části sedmé zákona č.256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen ZPKT), nazvané „Evidence investičních nástrojů“.

ZPKT rozlišuje dva základní typy evidencí investičních nástrojů:

- a) „*centrální evidenci cenných papírů*“ (§92 ZPKT) a
- b) „*samostatnou evidenci investičních nástrojů*“ (§93 ZPKT).

³² Pražská burza zřídí centrální depozitář všech cenných papírů v Česku. *iHned.cz* [online]. 10. listopadu 2008. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <<http://finweb.ihned.cz/c1-38065270-prazska-burza-zridi-centralni-depozitar-vsech-cennych-papiru-v-cesku>>

³³ Klient žaluje Středisko. Přišel o akcie za stamiliony. *iHned.cz* [online]. 10. listopadu 2008. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <<http://hn.ihned.cz/c1-30090470-klient-zaluje-stredisko-prisel-o-akcie-za-stamiliony>>

Tyto dva typy se liší se především tím, které investiční nástroje se v nich mohou evidovat. V centrální evidenci jsou vedeny *všechny* zaknihované cenné papíry vydané v České republice, kromě zaknihovaných podílových listů otevřeného podílového fondu vedených v samostatné evidenci a cenných papírů vedených Českou národní bankou dle zvláštního předpisu (tj. „Systému krátkodobých dluhopisů“ spojující v sobě úlohu samostatné evidence a vypořádacího systému pro potřeby vydávání dluhopisu ČR a ČNB³⁴). Centrální evidenci cenných papírů vede centrální depozitář a dále osoby oprávněné vést tzv. „*evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů*“ vedenou centrálním depozitářem. Ty jsou taxativně uvedeny v §93(3) ZPKT.

V samostatné evidenci pak jsou vedeny (a) zaknihované podílové listy otevřeného podílového fondu, (b) listinné investiční nástroje v úschově a (c) zahraniční investiční nástroje v úschově, svěřené obchodníku s cennými papíry za účelem poskytnutí investiční služby.³⁵ Písmeno d) téhož ustanovení (§ 93(1) ZPKT) rovněž stanoví, že v samostatné evidenci mohou být dále vedeny i všechny jiné investiční nástroje, jejichž povaha to umožní, čímž ponechává trhu značnou volnost a dává možnost pro tržní inovaci. Vedení samostatné evidence, stejně jako většina jiných činností na finančních trzích, podléhá povolení ČNB (§93(2) ZPKT).

Pravidla vedení těchto dvou typů evidencí stanoví §94 ZPKT. Stejně jako předchozí právní úprava stanoví, že cenné papíry se vedou na tzv. „*majetkových účtech*“ a ty mohou být vedeny buď

- a) pro osobu, která je vlastníkem investičního nástroje evidovaných na tomto účtu (tzv. „*účet vlastníka*“) nebo
- b) pro osobu, která není vlastníkem a která vede evidenci navazující na evidenci centrálního depozitáře nebo samostatnou evidenci cenných papírů (tzv. „*účet zákazníků*“).

Dalším pramenem českého práva v této oblasti je vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a vyhláška č. 235/2008 Sb., o informačních povinnostech provozovatele vypořádacího systému a centrálního depozitáře cenných papírů (s

³⁴ Více informací na oficiálních stránkách ČNB <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/skd/> [cit. 2009-09-05].

³⁵ Pro českou reálnou praxi viz. <<http://www.rmsystem.cz/burza-sluzby/evidence-cennych-papiru>> [cit. 2009-08-16] nebo <<https://www.patria-direct.cz/HomeFAQ.aspx>> [cit. 2009-08-16].

účinností od 1. 7. 2008) a další.³⁶ Vyhláška č. 58/2006 Sb. obsahuje důležitou povinnost osob vedoucích evidenci, aby zachovávaly integritu emise. Tj. aby ověřovaly, zda se celkový počet zastupitelných cenných papírů evidovaných na majetkových účtech shoduje s celkovým počtem zastupitelných cenných papírů vedených pro osobu vedoucí samostatnou evidenci. Vyhláška používá termínu „*reconciliace evidence*“. Konkrétní postup, co dělat v případě nesouladu vyhláška neupravuje. ZoCP (§34 odst.11) a ZPKT (§132) pamatují až na situaci, kdy se osoba vedoucí evidenci ocitne v insolvenčním řízení, resp. v konkurzu nebo obdobné situaci, kdy osoba není schopna vydat majetek zákazníkům a je nepravděpodobné, že tak do 1 roka učiní (§130(1) a) ZPKT). Majetek zákazníkům, který musí být podle pravidel MiFIDu označen jako zákaznický, není součástí majetkové podstaty úpadce. V případě, že jeho majetek nestačí k uspokojení všech „nároků“ zákazníkům, je zde možnost uspokojení z Garančního fondu obchodníku s cennými papíry (§128 a.n. ZPKT). Náhrada je ovšem již jen 90% původní hodnoty a její výše je limitována ekvivalentem 20.000 Eur na jednoho zákazníka a jednoho obchodníka s cennými papíry.

1.6.2.2 Centrální depozitář

Instituci centrálního depozitáře je věnována celá druhá hlava (ze čtyř) v části o evidenci cenných papírů ZPKT, což je jen další z indicií, svědčících o významu této instituce v celém systému a následně i praxi.

Z gramatického i systematického výkladu plyne, že tato instituce je centrální a pouze jedna. Centrální depozitář vede evidenci cenných papírů v České republice a provozuje vypořádací systém (§100 ZPKT). Jedná se o speciální akciovou společnost, jejíž základní kapitál musí být alespoň 100 miliónů Kč, má omezený okruh osob, jež mohou být jejími akcionáři a její akcie jsou převoditelné pouze se souhlasem představenstva. Obchodní firma centrálního depozitáře musí obsahovat označení "centrální depozitář cenných papírů" (§101

³⁶ Přehled je uveden na oficiálních stránkách Ministerstva financí ČR.
<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_cr.html> [cit. 2009-09-02].

ZPKT).³⁷ Ke své činnosti potřebuje povolení ČNB, které se uděluje na dobu neurčitou a není na něj právní nárok (§103 ZPKT). Důležitým dokumentem pro činnost centrálního depozitáře bude jeho „*Provozní řád*“, který mimo jiné stanoví pravidla účasti na centrálním depozitáři a způsob předávání příkazů k provedení změn na majetkových účtech (§104 ZPKT).

1.6.3 Některé problémy systému evidence cenných papírů dle ZPKT

1.6.3.1 Centrální evidence je dle ZPKT pouze dvoustupňová

ZPKT v §94 stanoví další pravidla vedení evidence investičních nástrojů. Jednou z věcí, kterou se liší český systém od základního amerického, je to, že je pouze dvoustupňový. Zákon totiž výslovně stanoví v §94(5,6), že: „*Centrální depozitář vede centrální evidenci cenných papírů na účtech vlastníků nebo účtech zákazníků. Osoba, která vede evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem, vede tuto evidenci na účtech vlastníků.*“. Tímto se řetězec držby de facto uzavírá a neumožňuje, aby mezi centrálním depozitářem a konečným vlastníkem investičního nástroje byl více než jeden prostředník. Je nutné upozornit, že toto omezení se netýká samostatné evidence, neboť tam může osoba vedoucí evidenci navazující na samostatnou evidenci vést evidenci jak na účtu zákazníků tak i vlastníků (§94(7)). Účet zákazníků může vést i pro osobu mající oprávnění k vedení evidence pouze v cizím státě. Tato neparalelita mezi centrální a samostatnou evidencí byla do českého právního řádu vnesena relativně nedávno novelou č. 230/2008 Sb. V původním vládním návrhu toto ustanovení není, objevuje se až v pozměňovacím návrhu rozpočtového výboru Poslanecké sněmovny ČR. Bohužel zde již není komentář, jako tomu bývá v důvodové zprávě k vládnímu návrhu zákona. Nicméně z formy provedení novelizace lze usoudit, že se nejedná o nějaké systémové řešení. Jedná se spíše o velmi kazuistické přiblížení ke „standardnímu západnímu modelu“.³⁸

³⁷ Ochrannou známku si kdysi nechala registrovat u Úřadu průmyslového vlastnictví společnost PVT, a.s., která byla později koupena společností Asseco. Nikoliv tedy BCPP nebo jí ovládaná osoba. Vyplývá z informací oficiálních stránek ÚPV, číslo spisu: 198896.

³⁸ Viz. oficiální stránky PS PČR, Sněmovní tisky. [online]. [cit. 2009-08-29]. Dostupné na: <<http://www.psp.cz/sqw/tisky.sqw?O=5&T=420>>

Je sice možné, že vzhledem k velikosti českého finančního trhu výše zmíněné dvoustupňové omezení nebude představovat problém. Na druhou stranu si lze hypoteticky představit, že to může být do budoucna bariérou pro další rozvoj českého kapitálového trhu i vzhledem k možnostem, které přinesl MiFID. Např. pro vytvoření lokální obchodní platformy, která by mohla zjednodušit a zlevnit investování pro české zákazníky. Také je jasné, že takovýto omezený právní řád nedává podklad pro vznik mezinárodně významnější obchodní platformě, neboť držení emisí pro zahraniční klienty je právně nejisté.

1.6.3.2 Držení českých cenných papírů zahraničním investorem - úpadek zahraničního prostředníka³⁹

Představme si častý případ, že zahraniční investor bude držet akcie českého emitenta. Použije k tomu standardní schéma, např. v centrálním depozitáři bude majitelem zákaznického účtu česká banka. V její evidenci navazující na centrální depozitář bude na účtu vlastníku uvedena její zpřízněná anglická banka. Ta bude na britském trhu prodávat podle českého práva své vlastní akcie, jako „interest in securities“. Nezáviděníhodná situace nastane pro její klienty v případě úpadku. Není jisté, jak s českými cennými papíry naloží konkurzní správce: může s nimi buď naložit pro konečné investory příznivým způsobem a to tak, že s vlastnictvím podle českého práva bude nakládat jako s „interest in securities“ a vyloučí je s konkurzní podstaty jako samostatný majetek. Může však také říct, že se v tomto případě nejedná o „interest in securities“, ale o přímé vlastnictví banky jako každé jiné a české cenné papíry tak budou použity i k uspokojení obecných věřitelů banky, což může mít pro investora do cenných papírů katastrofální důsledky.

1.6.3.3 Nemožnost výběru centrálního depozitáře?

Český emitent emise cenných papírů je omezen ve volbě centrálního depozitáře. Zákonná úprava předvídá systém jediného centrálního depozitáře na území České republiky. Také §94 (1) ZPKT, říká „*Centrální evidenci cenných papírů je evidence všech zaknihovaných cenných*

³⁹ Pro porovnání držení anglických akcií německými investory a naopak viz oficiální stránky Evropské komise. [online]. [cit. 2009-08-29]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/13_2_6_micheler_en.pdf>

papírů vydaných v České republice...“. Emitent, jak se zdá tedy nemůže využít služeb cizích depozitářů a to představuje docela vážné riziko zneužití. Poskytování služeb centrálního depozitáře má soukromoprávní charakter a bude tedy záviset jen na něm, jaký systém poplatků si zvolí.⁴⁰ Umožnění mezinárodní konkurence by tedy bylo pro emitenty a investory určité výhodné. Toto si uvědomuje také Evropská komise, když navrhuje, aby byla emitentům napříč unií dána možnost výběru, kde primárně umístí svou emisi a dále věnuje úsilí tomu, aby post-trading s těmito cennými papíry nebyl znevýhodněn oproti jiným.

Zdá se, že možností jak se nyní při případné emisi akcií vyhnout použití služeb centrálního depozitáře, který by chtěl případně využívat svého jedinečného postavení, by bylo využití samostatné evidence cenných papírů. Emitent by mohl vydat akcie v listinné podobě a předat je obchodníku s cennými papíry do úschovy a ten by s nimi mohl nadále zacházet podobně jako se zahraničními cennými papíry. Otázkou, zda by toto řešení bránilo k přístupu na burzu ať už českou nebo zahraniční popř. nějak vážně ohrožovalo vypořádání, se dále nebudu zabývat. Pouze ji předkládám k zamyšlení.

U dluhopisů zase existuje pro českého emitenta možnost vůbec je nevydat v České republice⁴¹, ale v jiném státě evropské unie s příhodnějším tržním a právním prostředím. Na základě MiFIDu (článek 40 odst. 5) může tyto cenné papíry opět nabízet, téměř bezproblémově, investorům na území České republiky. Tím by se mohl vyhnout placení za neopodstatněně vysoké ceny za služby centrálního depozitáře. Je však otázkou kolik by činily extra výdaje spojené s emisí dluhopisů v cizí jurisdikci.

1.6.3.4 Výkon hlasovacího práva

§111 ZPKT upravuje vztah emitenta emise a centrálního depozitáře. Na základě zákona je centrální depozitář povinen emitentovi na jeho žádost předat výpis s evidence emise, kde budou

⁴⁰ Viz. i např. odpověď MF ČR podle zákona č. 106/1999 Sb. o svobodném přístupu k informacím na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/info_zadost_48499.html. [cit. 2009-08-29].

⁴¹ „*Dluhopisem vydávaným v České republice se rozumí dluhopis, který byl v listinné podobě předán nebo v zaknihované podobě zapsán v evidenci podle zvláštního právního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu na účet prvnímu nabyvateli na území České republiky.*“ §2 odst. 4 zákona 190/2004Sb., o dluhopisech v platném znění.

uvedení právní vlastníci emise. V případě českých subjektů zde tak bude pravděpodobně zachycen i konečný investor, kterému i z logiky věci, náleží hlasovací právo spojené s akcií. V případě cizího investora zde bude jen některý z jeho prostředníků. Systém je tedy do určité míry transparentní, pokud je aplikován na lokální subjekty. V případě, že majiteli akcií jsou cizinci držící své nároky přes cizí prostředníky, nemá společnost šanci zjistit, kdo jsou jejich skutečnými akcionáři. Problém pro ně zase nastává tehdy, když chtějí prokázat společnosti, např. na valné hromadě, že jsou „majiteli“ určitého počtu akcií. Potvrzení jejich přímého prostředníka zajisté nestačí, neboť takové potvrzení by mohl v podstatě vydávat kdokoliv, aniž by jeho oprávněnost bylo možno jakkoliv reálně ověřit. V důsledku „no-look-through“ pravidla, zase na druhou stranu nemohou majitele „interest in security“ požadovat po prostředníkovi zapsaném v České republice ani vydání plné moci opravňující k hlasování na valné hromadě, pokud jejich přímý prostředník není přímo zapsán na účtu vlastníků. Také si nejsem jistý, zda české právo umožňuje dělení výkonu hlasování pro jednoho vlastníka, kterým je prostředník.

1.6.3.5 Netransparentnost

S neznalostí svých akcionářů ve smyslu ekonomických vlastníků plynou další problémy. Např. podle §156(2) ObchZ má společnost povinnost vydat na žádost svému akcionáři seznam akcionářů, popř. stanovy mohou stanovit, že jej nahrazuje záznam v evidenci zaknihovaných cenných papírů. To co dostane jako odpověď, v případě že velkou část společnosti vlastní zahraniční akcionáři cizího státu, nemusí dávat odpovědi na otázky, kvůli kterým o tento seznam žádal, a kvůli nimž existuje §156(2) ObchZ, zakotvující právo akciové společnosti znát své akcionáře.

Nebo například ustanovení o nabídkách převzetí §183d může v některých případech znamenat problém. Když zahraniční prostředník pro své klienty nabude v součtu kvalifikovanou účast, bude se na něj vztahovat povinnost nabídky převzetí nebo ne? Výjimka v §183b odst. (4) a) bodu 2. mu moc nepomůže. Mohl by se sice vzdát hlasovacích práv a zamezit výkonu jiným osobám se svými akciemi, ale podmínku zcizení akcií nejpozději do jednoho roku, bude plnit asi jen s obtížemi.

Taktéž si lze představit, že této netransparentnosti ohledně skutečných ekonomických vlastníků lze teoreticky zneužít například při obcházení povinné nabídky převzetí podle §183d ObchZ. Investor, který bude chtít ovládnout kótovanou společnost, bude skrze dva a více prostředníků držet v nejlépe nižší vrstvě prostředníků akcie v nadpoloviční výši, avšak prokázat mu tuto skutečnost bude krajně obtížné, neboť ani identitu osob, které akcie přes prostředníky drží, se nepodaří zjistit. Podobné platí i pro oznamovací povinnost emitentovi a ČNB podle §122 ZPKT.

1.7 Harmonizace v rámci EU

1.7.1 Úvod

Do vážnějšího povědomí evropských unijních orgánů se otázka držení cenných papírů dostala v souvislosti s „*Financial Services Action Plan*“ z roku 1999, jež si klade za cíl sjednocení podmínek poskytování finančních služeb v rámci Evropské unie.

Rada EU prostřednictvím ECOFINu vytvořila „*Komisi moudrých*“ jež ve své „*Final Report*“ z roku 2001 vyjádřila přesvědčení, že další restrukturalizace clearingů a vypořádání (post-trading) je pro rozvoj evropských finančních trhů nezbytná. Konstatuje, že toto snažení by mělo být ponecháno hlavně v rukou soukromého sektoru. Nicméně považuje za nutné odstranění fragmentace mezi právními řády jednotlivých zemí, které přispívá k výrazně vyšším nákladům na přeshraniční transakce, než je tomu např. v USA.⁴²

Mnohem detailněji se zabýval překážkami k vytvoření dobře fungujícího clearingů a vypořádání *ad hoc* ustavený poradní orgán Evropské komise, tzv. Giovanniniho skupina. Ta v roce 2001 vydala svou „*První zprávu*“, ve které identifikovala 15 bariér týkajících se (i) technických požadavků a obchodních zvyklostí, (ii) daňových otázek a (iii) problémů právní

⁴² Oficiální stránky Evropské komise. Dostupné na:

<http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf>, str. 16-17. [cit. 2009-08-18].

povahy, které brání „schopnému“ fungování clearingů a vypořádání v Evropské unii. Pro představu o co se asi jedná, zde pro přehlednost uvádím všechny Skupinou identifikované bariéry v následující tabulce:

Seznam 15 bariér podle Giovanniniho zprávy	
B1	různost informačních protokolů v systémech clearingů a vypořádání
B2	požadavky na obligatorní využívání lokálních poskytovatelů clearingů a vypořádání
B3	absence pravidel pro výkon práv spojených s cennými papíry, především v právu společností
B4	zajištění neodvolatelnosti příkazů ve všech systémech
B5	odstranění překážek bránícím dálkovému přístupu do národních systémů clearingů a vypořádání
B6	potřeba harmonizaci doby vypořádání
B7	otevírací hodiny burz a sjednocení termínů pro účely vypořádání
B8	harmonizace emisních pravidel, především vydávání ISINů
B9	zákaz omezení na umístění emise
B10	odstranění překážek pro činnost cizích evropských primárních dealerů a market makerů
B11	umožnění výběru srážkových daní cizími entitami
B12	to samé pro převodní daně, zejména ty, které jsou prováděné lokálními vypořádacími systémy
B13	rozdíly v chápání nároků na cenné papíry držené skrze prostředníky („ <i>book-entry securities</i> “)
B14	rozdíly v přístupu k započtení
B15	rozdíly v kolizních normách

V „Druhé zprávě“ této skupiny z roku 2003⁴³ byly navrženy, konkrétnější řešení. Giovanniniho skupina konstatovala, že bariéra 14 již byla odstraněna v důsledku přijetí směrnice o neodvolatelnosti zúčtování a o dohodách o finančním zajištění. 15 bariéra je potenciálně odstranitelná přijetím Haagské úmluvy, podrobnější komentář viz. podkapitola 1.8.1. Komise na tuto zprávu reagovala v dubnu 2004 vydáním „Druhého sdělení“ („*Commission Communication*

⁴³ Oficiální stránky Evropské komise. Dostupné na: < http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf >. [cit. 2009-08-18].

on Clearing and Settlement“) a sestavením tří poradních skupin. Celkový vývoj dostala na starost skupina pod názvem CESAME („Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert group“, nyní pokračuje pod názvem CESAME2), další dvě byly speciální. Na právní problémy to byla „Legal Certainty Group“ a na daňové „FISCO Group“. Pro úplnost se dá uvést, že v oblasti Clearingu a vypořádání na půdě Evropské komise působí ještě skupina „Monitoring Group of the Code of Conduct on Clearing and Settlement“ (zkráceně MOG), která dohlíží na plnění dokumentu s názvem „Code of Conduct on Clearing and Settlement“.⁴⁴ Ve „Druhém sdělení“ Evropská komise vyjádřila stanovisko, aby problém držení cenných papírů, tj. 13. bariéra Giovanniniho zprávy, byla vyřešena celounijní harmonizací hmotného práva, nikoliv např. pouhým vytvořením kolizních norem. Touto podotázkou se velmi pečlivě zabývala výše zmíněná „Legal Certainty Group“ (dále jen LCG), která zatím vypracovala dvě „Rady“.⁴⁵ První z roku 2006 se zabývala hloubkovým sběrem dat, druhá z roku 2008 již navrhuje řešení. Obsahem této „Druhé rady“ („LCG 2nd Advice“) se nyní budu zabývat, neboť ta bude mít pravděpodobně zásadní vliv na budoucí podobu evropského harmonizovaného systému pravděpodobně ve formě směrnice. LCG je složena z 36 zástupců z post-trade byznysu, specializovaných právníků, akademických pracovníků a zástupců Evropské komise. Problém fragmentace právních řádů v oblasti zaknihovaných cenných papírů je, jak již bylo uvedeno v předchozí tabulce, obsahem 13. bariéry. Tato bariéra navíc dále těsně souvisí s bariérou číslo 3 a 9, tj. zpracováním práv plynoucích z cenných papírů a s umístěním emisí cenných papírů. LCG ve své zprávě dala 15 doporučení ohledně budoucí evropské právní úpravy.

1.7.2 Nástin budoucí právní úpravy

1.7.2.1 Koncept

LCG chce harmonizovanou právní úpravu založit na uznání konceptu držby cenných papírů skrze prostředníky a na určení minimálního obsahu, souboru práv spojených se zápisem

⁴⁴ „Code of Conduct on Clearing and Settlement“ je dohoda týkající se některých burz, centrálních protistran a centrálních depozitářů o cenové transparentnosti, volném přístupu k poskytovaným službám a separaci účetnictví vzhledem k obchodním, clearingovým a vypořádacím službám.

⁴⁵ Obě zprávy jsou k dispozici na oficiálních stránkách Evropské komise na: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm>. [cit. 2009-08-18].

na účtu prostředníka, slovy LCG „*account providera*“. Používá tedy funkční přístup k problematice, tzn. neřeší konkrétní právní povahu pozice, kterou investor podle toho či onoho právního řádu získá připsáním „*book-entry security*“ na svůj účet. Tzn. koncept „*book-entry security*“ je nezávislý na tom, jestli investor získá spoluvlastnické právo k cenným papírům depozitáře jako je tomu v Německu nebo získá nárok podle *equity* vůči právnímu vlastnictví *trusteeho* či jestli mu právní řád přiznává postavení vlastníka jako je tomu v ČR. Velmi podobně jako americký „*security entitlement*“ je tedy evropská „*book-entry security*“ koncipována jako soubor práv držitele oprávnění vůči prostředníkovi. Minimální výčet by měl podle LCG obsahovat především tyto práva: (i) právo přijímat a vykonávat práva spojená s cenným papírem (dividendu, hlasovací práva atd.), (ii) právo disponovat se zápisem na svém účtu u „*account providera*“, zřídit na něm zástavní právo, disponovat se samostatně převoditelnými právy spojenými s pokladovým cenným papírem a (iii) právo držet cenný papír i jakýmkoliv jiným způsobem dovoleným podle práva.⁴⁶

1.7.2.2 Povinnosti „*account providera*“

V systému zprostředkované držby je zcela klíčové postavení a činnost prostředníků. Třetí doporučení „Rady LCG“ obsahuje seznam povinností „*account providera*“. Měl by se především řádně starat o „*book-entry securities*“ svých klientů a to zejména tak, že (i) bude správně značit záznamy, uvede do pořádku odvolání převodu, a co hlavně, bude mít dostatek cenných papírů nebo „*book-entry securities*“ u svých „*account providerů*“ k pokrytí pozic všech svých klientů. Dále (ii) má řádně vykonávat pokyny od svých klientů podle smlouvy s ním uzavřené, (iii) musí jim umožnit výkon práv spojených s podkladovým cenným papírem a (iv) musí klientovi hlásit pohyby a stav účtu v rozsahu a s pravidelností v souladu se smlouvou o vedení účtu a platným právem. Je zde také nastolena, avšak nevyřešena velmi zajímavá otázka, zda musí být „*account provider*“ nutně autorizován.⁴⁷

1.7.2.3 Dispozice s „*book-entry security*“

⁴⁶ „LCG 2nd Advice“, str. 39an.

⁴⁷ „LCG 2nd Advice“, str. 32an.

Z hlediska bezproblémového provádění mezinárodních transakcí s cennými papíry napříč EU je samozřejmě také nutné sjednotit způsob (modus), jak se disponuje s „*book-entry securities*“, tj. nabytí a zcizení, zřízení zástavního práva a zřízení jiných práv umožněných právem (tj. u akcií samostatně převoditelná práva). LCG uvádí teoretický abstrahovaný přehled způsobů, kterými lze disponovat s nároky na cenné papíry v členských státech Evropské unie. Zdůrazňuje, že aplikace v jednotlivých státech je velmi různá. V jedné zemi je například k vytvoření platného zástavního práva potřeba odepsání „*book-entry security*“ z účtu poskytovatele zajištění a připsání na speciální účet příjemce zajištění, v jiné stačí pouze zaznamenání zástavního práva ve prospěch zástavního věřitele na účtu majitele nároků na cenné papíry (tzv. „*earmarking*“, „*designating entry*“), jinde je navíc požadováno oznámení do stanoveného registru (tzv. „*filling*“).

Způsoby dispozice s „*book-entry securities*“ jsou v LCG kategorizované následovně:

- dispozice projevující se na zápisech „*account holdera*“
 - připsáním nebo odepsáním „*book-entry security*“ na účet osoby
 - připsáním nebo smažením dodatečného záznamu na záznamu „*book-entry security*“
- naopak dispozice neprojevující se na zápisech „*account holdera*“
 - uzavření kontrolní smlouvy se třetí osobou
 - uzavření smlouvy a ve prospěch „*account providera*“
 - jiné metody používané v některých státech EU

Budoucí evropská harmonizace by měla podle názoru LCG vykazovat neutralitu k různým titulům pro disponování s „*book-entry security*“. Neměla by se tedy určitě pokoušet harmonizovat „podkladové“ právní instituty (např. pledge, legal nebo equitable mortgage, repo, fixed a floating charges atd.) v jejichž rámci dochází k dispozicím s nárokem na cenný papír. Bylo by to nejenom neskutečně složitější, ale zároveň je to i zbytečné. Na tomto principu, nezasahování do existujících „podkladových institutů“, staví názor, že nová harmonizovaná úprava by měla zachovat všechny výše uvedené způsoby disponování, kromě posledního

citovaného způsobu. Ten považuje, vzhledem k jeho naprosté odpoutanosti od účtu a „*account providera*“, jako nevhodný. Navíc je i relativně velmi málo používán, takže praktické následky vyškrtnutí této metody by měly být minimální.⁴⁸

Člověk si přirozeně položí otázku, proč když harmonizovat, tak proč nedovolit jen operace z první skupiny metod, pomocí kterých se dá dosáhnout stejného účelu, a které navíc zachovávají zřetelnější stopu o své existenci, např. na výpisu z účtu majitele „*book-entry security*“. LCG však dává argumenty pro zachování obou. Zprvé by to bylo v kontrastu s výše uvedeným principem neutrality, trhy a právní řady jsou totiž zvyklé na používání obou metod a zadruhé bezpečnost obou, i když to možná na první pohled není zřejmé, skoro stejně maximálně závisí na pořádnosti „*account providera*“.

Tato potřeba zachování všech metod ovšem vede k dalším otázkám a problémům. Některé metody jsou totiž některým právním řádům cizí. Maximalistické uznání všech metod s sebou přinese množství cizorodých prvků do takového národního práva. Minimalistické pojetí, kdy se národní řád harmonizuje pouze některé uznané metody, s sebou přinese také problémy, především v případě insolvence poskytovatele zajištění mezi některými právními řádami dvou zemí. Je proto uvažováno, že by se zvolila cesta harmonizace příslušných ustanovení insolventního práva a to tak, že by insolvenční správce v případě insolvence uznával i zajištění platné pouze podle práva jednoho státu. No nelehký problém! Domácí věřitelé by pak mohli být hodně překvapení tím, kdo má prioritu v zajištění jejich závazku.

1.7.2.4 Neodvolatelnost převodu

Co je zajímavé, LCG rezignovala na řešení prosté otázky, kdy vlastně dojde k přechodu práv spojených s podkladovým aktivem, což je zejména důležité pro právo společností. Snaží se proto alespoň opět zaujmout funkční přístup a určit alespoň podmínky, za kterých je převod s konečnou platností účinný a neodvolatelný. To je tehdy, když je nabytí nebo zcizení jednou z výše uvedených metod a to i ve vztahu k insolventnímu správci a věřitelům. Ochrana věřitelů je tak potlačena oproti požadavkům na právní jistotu účastníku trhu. Odvolávání pokynů

⁴⁸ „LCG 2nd Advice“, str. 45.

představuje také nelehký problém pro vypořádací systémy, za jistých vypjatých okolností může představovat i vážné systematické riziko. Připouští pouze omezený okruh případů, ve kterých může dojít k reverzi, tj. odvolání transakce bez soudního příkazu nebo podobně formální procedury (např. rozhodnutí rozhodčího soudu). LCG dává tento taxativní seznam výjimek, za kterých může k reverzi dojít: (i) souhlas osoby dotčené změnou na účtu, (ii) chybné připsání, (iii) neautorizované odepsání nebo neautorizované zatížení „*book-entry security*“. K reverzi změny účtu v důsledku neplatnosti právního vztahu, jenž je titulem k této změně, se LCG staví spíše negativně, i když některé právní řády požadují k účinnosti převodu platnou smlouvu. Jako správné řešení považuje nápravu soudní cestou, vydáním soudního příkazu ke zpětnému převodu „*book-entry securities*“, zpětnému vyznačení práv atd.⁴⁹

1.7.2.5 Ochrana nabyvatele „*book-entry security*“, který není ve zlé víře

Výjimkou proti výjimce má být harmonizovaný institut ochrany před reverzí. Úmyslně zde volím i v českém překladu pojmy, které sice mají přivodit podobnost s tradičním institutem ochrany kupujícího v dobré víře, ale zároveň mají dávat signál, že je tady podstatná rozdílnost. Největším problémem je, jak zajistit, aby nedocházelo k vytvoření více „*book-entry securities*“, než je jim odpovídající počet podkladových cenných papírů (tzv. „*inflaci emise*“). Pokud nebude tento institut řádně vyřešen, může se stát, že připsání „*book-entry security*“ v jednom statě, bude chráněno ustanovením o dobré víře, a v druhém budou dány podmínky pro reverzi. Je dobré si uvědomit, že podstata tohoto problému spočívá v rozdílu mezi věcí hmotnou a „*book-entry security*“. U věcí hmotných obvykle známe protistranu, převodce a držitele, a on předáním o věc reálně přijde. U „*book-entry security*“ je tomu přesně naopak, zpravidla neznáme protistranu transakce a jak bylo uvedeno výše, „předáním“ nabyvateli nemusí o svou „*book-entry security*“ přijít. LCG navrhuje podobně jako připsání a odepsání z účtu chránit i přípis (earmarking). Kontrolní smlouvy s „*account providery*“ nikoliv.

⁴⁹„LCG 2nd Advice“ v rámci této kapitoly ještě docela podrobně zmiňuje tzv. „podmíněné přípisy na účtech“, které jsou v některých státech dovolené. Zde se tímto problémem vůbec nezabývám, neboť není z hlediska práce tak důležité, ale pro pořádek alespoň zmiňuji, že tento problém existuje. Str. 51.

1.7.2.6 Priorita konkurujících si práv

Zdá se, že nad vyřešením této otázky panuje mezi členy LCG shoda a taktéž LCG prezentuje ucelený soubor pravidel stanovení pořadí konkurujících si práv k „*book-entry security*“.

1. Práva ke stejné „*book-entry security*“ vzniklé připsáním mají časovou prioritu.
2. Práva ke stejné „*book-entry security*“ vzniklé na základě kontrolní smlouvy mají rovněž časovou prioritu.
3. Práva ke stejné „*book-entry security*“ vzniklé připsáním mají přednost před právy vzniklými na základě kontrolní smlouvy.
4. Práva k „*book-entry security*“ vzniklé ex lege mají prioritu přiznanou právním řádem, tj. zejména nejvyšší prioritu.

Preferenční postavení metody připsání záznamu je ospravedlňováno větší transparentí. Samozřejmě je možno měnit pořadí priority smlouvou stran. V této souvislosti LCG na potenciálně problémový případ, který by se měl v právní úpravě raději pro jistotu objevit. V případě, že má zástavní právo k „*book-entry securities*“ „*account provider*“, u něhož jsou vedeny, má být provedení připsání považováno za tacitní souhlas ke změně priority. Je to zejména proto, že kdyby bylo v právním řádu ustanovení, že např. „*account holder*“ má zákonné zástavní právo k „*book-entry security*“ zajišťujícím zaplacení kupní ceny za ně, bylo by pořadí obrácené!

1.7.2.7 Integrita emise

Téměř superprincipem celého systému držení cenných papírů (investičních nástrojů) je požadavek na zachování integrity emise („*one-to-one rule*“), tj. požadavek, aby „*account provider*“ držet přesně tolik „*book-entry securities*“, kolik drží celkově na svých účtech pro sebe a pro všechny své klienty. LCG tedy zjevně nutně požaduje, aby toto pravidlo bylo výslovně reglementováno jako povinnost „*account holdera*“. Nicméně i ona si uvědomuje, že

tato povinnost může být z mnoha důvodů porušena. Lidskou chybou, chybou techniky, ale bohužel i třeba podvodem.

Nabízí se zde samozřejmě možnost zavedení pravidla, aby nebylo provedeno žádné připsání na jeden účet, bez odpovídajícího odepsání z jiného účtu. Takové pravidlo a jeho úspěšná realizace v praxi by vedla k alespoň o třídu vyšší bezpečnosti systému nepřímého držení. LCG však v této podkapitole diskutuje podrobněji několik souvisejících témat, avšak samotný důvod proti zavedení tohoto mechanismu do právní úpravy a praxe, až překvapivě shrnuje pouze do krátkého tvrzení, že by jeho implementace potřebovala zásah do právní povahy pozic, získaných „*book-entry security*“ podle národních právních řádů.

Čím se LCG zabývá podrobně, jsou způsoby nápravy již vzniklých nekonzistencí. Tu spatřuje v postupném provedení následující sekvence, dokud není rozpor odstraněn. V první řadě dává prostor nápravě reverzí, o které již bylo výše psáno. Za druhé vzhledem k tomu, že rozpor vznikne v drtivé většině případu chybou „*account providera*“, navrhuje, aby mu byla stanovena povinnost k dokoupení chybějících investičních nástrojů nebo alternativně k jejich přepsání z vlastního účtu. Když i toto řešení selže (jinými slovy to v podstatě znamená, že „*account provider*“ již bude těsně před nebo v insolvenčním řízení), navrhuje poměrné nesení ztrát.

Prvním argumentem pro toto řešení je, že by hledání konkrétního viníka bylo pracné, zdouhavé nebo v praxi téměř nemožné. Také je zde ne příliš povedená argumentace. LCG Advise uvádí, že při přípravě byly nesouhlasné názory s tímto řešením a argumentací. Bohužel je asi krajně obtížné si o tomto bodu udělat objektivní představu a posoudit, na které straně spíše leží pravda. Je mi líto, že čas je neúprosný a neumožňuje mi, se tímto problémem hlouběji dále zabývat, především si alespoň pro začátek neodvodit hlavní mechanismy, které k inkonzistencím mohou vést.⁵⁰

⁵⁰ Pod touto analýzou bych si představil, něco podobného jako je uvedeno v materiálu „The Six Classic Priority Scenarios“. *FMLC* [online]. červen 2004. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <http://www.fmlc.org/papers/fmlc4_3_july04.pdf>.

Naopak, druhý argument LCG je skutečná perla⁵¹, která podle mého názoru dává oprávněnou obavu, jestli se, i přes uskutečněnou harmonizaci a důslednou snahu regulátorů, nemůže tolikrát vyslovované systematické riziko v souvislosti se systémem držení investičních nástrojů skrze prostředníky velmi tvrdě zhmotnit a uvést finanční trhy na léta do chaosu.

LCG, jak již bylo uvedeno, tento způsob řešení nesrovnalostí řadí až na poslední místo, z důvodu zjevné problémovosti. Problematická je i jeho implementace. Kdo má o tomto konečném řešení rozhodnout? Až insolvenční správce ve zdlouhavém insolvenčním řízení, které ještě prodlouží dobu nejistoty. Nebo některý z regulátorů, vláda, komise, CESR? Přirozeně zde půjde o citlivou situaci, ve které může dojít ke konfliktu zájmů, protože rozložení ztrát se může zdát pro někoho méně bolestné než by byla přímá odpovědnost za škodu. V extrémním případě to může být i závažný mezistátní problém. Kdyby např. lokální regulátor podlehl domácím tlakům na úkor ostatních států a jejich investorů.

Kromě těchto principiálních problémů jsou zde i další technické otázky, kde bude třeba ještě zvážit, které řešení se zvolí. Jestli např. rozložit ztrátu poměrně mezi majitele se stejnými „*book-entry security*“ nebo na úplně všechny klienty „*account providera*“. LCG říká, že obě mají své výhody a nevýhody, ale spíše je to vhodné popsat slovy, že člověk není, co je horší. Výhodu v případě rozložení ztrát, LCG vidí v tom, že se sice rozšíří počet těch, kdo ztrátu ponesou, tak však díky toho bude v absolutních číslech menší a tím pádem se sníží pravděpodobnost výskytu systematického problému. V druhém případě, zase postačí pouhé poměrné umazání „*book-entry security*“ a není třeba sahát po monetárním vyrovnání, které je nezbytné v prvním případě. LCG nevyjadřuje preferenci, které řešení zvolit, ale možná je dobré si vzpomenout na slova G. Sorose, který v jedné své knize poznamenal, že s velikostí za jistých podmínek rostou nejen úspory z rozsahu, ale také roste plýtvání z rozsahu, což by mohl být heuristický argument proti volbě prvního řešení zahrnujícího všechny klienty a domněle snižující relativní ztrátu.

⁵¹ „*Individualisation of losses bears the risk of producing further failures by other market participants. The account holder affected by the loss could be an account provider itself, even of systemic importance. In stress situations for the financial system the failure of market participants need to be avoided at all cost, therefore losses in the system should be cushioned by mutualisation.*“

1.7.2.8 Zákaz upper-tier attachmentu

„Attachment“ znamená soudní nebo administrativní příkaz k zablokování pohybu s „*book-entry security*“, např. během probíhajícího soudního řízení, je-li obava, že by mohl být výkon rozhodnutí dispozicí s „*book-entry security*“ předčasně zmařen. Pro hladké fungování hromadných účtů na vyšších stupních hierarchie LCG navrhuje přijetí dvou pravidel.

První má výslovně stanovit, že věřitelé majitele „*book-entry security*“ mohou dosáhnout soudní nebo administrativní cestou zablokování „*book-entry security*“ pouze u jeho bezprostředního „*account providera*“. Druhé se týká vyslovení nemožnosti toho, aby věřitelé „*account providera*“ nemohli dosáhnout na zablokování nároků u druhého „*account providera*“, i když jsou sice psány na jeho jméno, ale držené ve prospěch svých klientů. Je povinnosti investičních podniků plynoucí přímo z MiFIDu, označovat majetek uschovaný u třetích osob jako zákaznický. Měl by ale nějak být vyřešen případ, kdy „*account provider*“ ani tuto základní povinnost nesplní ať už úmyslně nebo z nedbalosti a označí je jako svůj vlastní majetek. LCG navrhuje, aby uvedená pravidla platila i v případě trestních věcí.

1.7.2.9 Poznámka na závěr

Jak LCG poznamenává na jiném místě, mohla by k větší bezpečnosti přispět iniciativa ze soukromého sektoru resp. ECB, konkrétně „TARGET2-Securities“. Ten by byl založen na dobrovolné bázi a účastnili by se ho jednotliví centrální deponitáři (v Eurozóně jich je 17) a centrální banky. Jedná se o technickou platformu, která by měla sjednotit proces vypořádání a odpovídajících plateb. Zavedení tohoto systému by přispělo k větší jistotě investorů do cenných papírů, i bez harmonizace kolizního nebo hmotného práva.^{52,53}

⁵² „LCG 2nd Advice“, str. 26.

⁵³ The unsettling facts of post trading. *Financial Times* [online]. 7. září 2008. [cit. 2009-08-16]. Dostupné na: <http://www.ft.com/cms/s/0/c12c3db2-7b59-11dd-b839-000077b07658.dwp_uuid=b4f76eac-bab4-11db-bbf3-0000779e2340.html>

1.8 Mezinárodní právo

Protože jsou finanční trhy několik posledních desetiletí značně globalizované, je dobré zmínit alespoň dvě hlavní mezinárodní sjednocovací aktivity, které mohou mít vliv na budoucí podobu práva Evropské unie. Taktéž vliv Evropské unie na mezinárodní právo je nezanedbatelný, a nepříznivý postoj může rozhodnout o jeho osudu jako je vidět v následujícím případě.

1.8.1 Kolizní právo: Haagská úmluva

Text Haagské úmluvy (plný název je „*The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held With an Intermediary*“) byl přijat v roce 2002 a zatím byl podepsán pouze USA a Švýcarskem. Úmluva obsahuje pouze kolizní právo (nikoliv hmotné právo), jehož cílem je vytvoření jednotného mezinárodního režimu, který určí, které právo je rozhodné pro určení vlastnického a dalších souvisejících práv v systému nepřímé držby cenných papírů. V prvních draftech byla tato Úmluva založena na kolizním pravidlu, které činí rozhodným právem právo státu, ve kterém se nalézá relevantní prostředník (*angl. “Place of the Relevant Intermediary Approach”, „PRIMA rule“*). Na tomto pravidlu je také založeno evropské *acquis communautaire*, jmenovitě „*Financial Collateral Directive*“, „*Settlement Finality Directive*“ a „*Winding-Up Directive*“. Nicméně později při jednáních bylo prosazeno jiné kolizní pravidlo a to určením rozhodného práva primárně na základě volby, dohody stran. Tento nesoulad je obsahem 15 bariéry Druhé Giovanniniho zprávy. Nejdříve dala Evropská komise doporučení k podepsání této Úmluvy a k tomu, aby byly následně změněny citované směrnice.⁵⁴ Narazila však na odpor některých členských států s tím odůvodněním, že volba rozhodného práva usnadňuje situaci velkým prostředníkům, zatímco menším je na škodu.

⁵⁴ Commission 2004 Communication, str. 24, Proposal for a Council Decision, COM(2003)783final. 15. prosince 2003 a následně Commission staff working document, SEC(2006)910, 03.07.2006; Oba dokumenty dostupné na: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/hague/index_en.htm> . [cit. 2009-08-20].

Evropská rada je nyní rozdělena v názoru na řešení této otázky. Evropský parlament odhlasoval rezoluci, která podporuje zachování pravidla „PRIMA“.⁵⁵

1.8.2 UNIDROIT - unifikace mezinárodního práva hmotného

Stejně jako u Giovanniniho skupiny a Evropské komise, tak i v širším mezinárodním povědomí začal panovat názor, že řešení přeshraničních nekompatibilit pouze prostřednictvím kolizních norem nebude stačit. Problému se proto zhostila mezinárodní institut pro sjednocování práva soukromého UNIDROIT⁵⁶. Od září 2002 připravuje návrh harmonizační úmluvy s hmotněprávním obsahem. V roce 2004 vydala předběžný návrh úmluvy pod názvem „*Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*“⁵⁷ a teď v říjnu 2009 se očekává přijetí finální verze této Úmluvy. Obsah Úmluvy pokrývá převážnou část problému, které řeší ve své zprávě LCG. Kvůli propojenosti finančních trhů, převládá v Evropské komisi názor, že by budoucí harmonizovaná evropská úprava měla být v co největším souhlasu s pravidly danými v Úmluvě.

Určitě stojí za zmínku, že problematika držení investičních nástrojů v Evropské unii patří do oblasti s tzv. sdílenými kompetencemi, tj. takových kde mohou členské státy vydávat vlastní legislativu jen tehdy, pokud již neexistuje společná evropská úprava.⁵⁸ To je zatím případ většiny otázek, kromě těch, které jsou částečně obsaženy v „*Settlement Finality Directive*“ a ve „*Financial Collateral Directive*“. Do přijetí společné evropské úpravy, jejíž datum je zatím nejasné, tedy bude záležet na jednotlivých členských státech, jestli v budoucnu přijatou Úmluvu ratifikují a implementují do svých národních řádů nebo ne. K účinnosti Úmluvy požaduje finální draft ratifikaci alespoň třemi státy (článek 42 Úmluvy).

⁵⁵ „LCG 2nd Advice“, str. 20-22, 28.

⁵⁶ UNIDROIT je mezinárodní organizace s více než šedesáti členskými státy sídlící v Římě. Svou činnost vykonává s přestávkou již od roku 1926.

⁵⁷ Dostupná na:

<www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/conference2009/conferencedocuments/conf11-2-004-e.pdf>. [cit. 2009-08-20].

⁵⁸ Stručný přehled o systému dělených kompetencí mezi EU a členskými státy např. na: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/politiky-eu/1000521/>>. [cit. 2009-08-23].

Bylo by někdy jistě dobré provést rozbor ustanovení Úmluvy a soulad s LCG Advice a českou úpravou. Ale vzhledem ke značnému rozsahu, kterého by k tomuto úkolu bylo potřeba a tomu, že není cílem této diplomové práce jít do takové hloubky, tak si raději počkám na komentář od toho placených úředníků, kteří navíc měli možnost se naživo zúčastnit přípravy této Úmluvy.

2 Evropská harmonizace pravidel obchodování na finančních trzích

2.1 *Stručná historie integrace finančních trhů*

Evropské hospodářské společenství bylo založeno v roce 1958 Římskou smlouvou, ve které byly zakotveny základní principy budoucí ekonomické spolupráce mezi zakládajícími státy. Základním principem, na kterém bylo Společenství založeno, jsou svoboda pohybu osob, zboží a služeb a kapitálu. Žádná z těchto svobod se neuskutečnila ze dne na den, nýbrž vyžadovala určitý čas pro svůj vývoj.

Cíl, aby došlo ve Společenství k volnému poskytování finančních služeb je stanoven již v Římské smlouvě. Nicméně až do sedmdesátých let nebyly učiněny žádné výraznější kroky v tomto směru. Budování jednotného finančního trhu začalo až v roce 1973, kdy byla přijata směrnice o zrušení překážek svobody usazovat se a poskytovat služby pokud jde o činnost bank a finančních institucí prostřednictvím samostatně podnikajících osob, a trvá dodnes. Nejdříve se přikročilo k harmonizaci poskytování bankovních služeb. V roce 1977 byla přijata „první bankovní směrnice“, která se snažila vytyčit některé obecné principy v dané oblasti. Vzhledem k rozdílnosti národních zvyklostí byla přijata jednotná definice bank a jejich poboček. Směrnice se také snažila o sjednocení podmínek, které bylo v jednotlivých státech třeba splnit, chtěla-li banka zahájit činnost. Přesto se stále nedalo hovořit o svobodě poskytování finančních služeb. Průlomem byla až „druhá bankovní směrnice“, která vstoupila v platnost v roce 1993 a která zavádí princip jednotné licence, dále sjednocuje pravidla pro zřízení dceřiné společnosti v jiném členském státě a zavádí princip dohledu domovského členského státu. Dále byly přijaty směrnice o vlastním jmění finančních ústavů a směrnice o ukazateli kapitálové přiměřenosti, jejichž společným cílem je chránit stabilitu bankovního trhu. Později došlo k harmonizaci minimálních požadavků na účetní postupy a systémů pojištění vkladů a k harmonizaci úpravy

proti praní špinavých peněz.⁵⁹ Všimněme si, že integrace bankovního sektoru trvala více než dvacet let.

V devadesátých letech byl kladen hlavní důraz ve finanční oblasti na vytvoření měnové unie a společné měny. Důležitým dokumentem v této oblasti je tzv. „Delorsova zpráva“ z dubna 1989, jež byla vypracována skupinou expertů vedenou předsedou Evropské komise Jacquesem Delorsem. Tato zpráva obsahuje konkrétní návrhy, jak dosáhnout cíle jednotné měny a to ve třech základních krocích. Tento vývoj vyústil v roce 1999 v přijetí společné měny jedenácti státy Evropské unie.⁶⁰

Následně přišla na řadu otázka dokončení integrace finančních trhů, započatou, avšak v praxi nepříliš fungující „směrnici o investičních službách“ z roku 1993. Cíl vytvořit jednotný, transparentní a spolehlivý finanční trh v rámci Evropské unie byl jeden z cílů tzv. „Lisabonské strategie“. Lisabonská strategie byla přijata v roce 2000 a tvoří o komplexní strategii na následujících deset let (tj. do roku 2010), mající za cíl vytvořit z Evropské unie *„nejkonkurenceschopnější a nejdynamičtější znalostní ekonomiku, schopnou udržitelného hospodářského růstu s více a lepšími pracovními místy a s větší sociální soudržností.“* Tato strategie se zaměřila i na finanční trhy a to z několika důvodů. Dobře fungující finanční trhy, podle názoru Rady EU, podporují růst a zaměstnanost, jelikož dochází k lepší alokaci kapitálu a snížení nákladů na jeho získání, podporují inovaci a dávají snadnější přístup k novým technologiím. Dosažení tohoto cíle bylo o to naléhavější, že došlo již k zavedení nové společné měny euro. Součástí Lisabonské strategie byl i konkrétnější „Akční plán finančních služeb“, který měl být uskutečněn do roku 2005.⁶¹

„Akční plán finančních služeb“ zahrnuje 42 opatření ve formě legislativních aktů, které mají za cíl odstranit zbývající překážky právního a regulatorního rámce, tak aby došlo k integraci finančních trhů v rámci celé Evropské unie. Nejdůležitějšími dokumenty, které byly

⁵⁹ Jednotný vnitřní trh – Volný pohyb služeb a kapitálu. *BusinessInfo.cz* [online]. 12. června 2007. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/politiky-eu/jednotny-vnitri-trh-volny-pohyb-sluzeb/1000521/10931/>>

⁶⁰ Stránky ECB: <<http://www.ecb.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>>. [cit. 2009-07-22].

⁶¹ Lisabonská strategie. *BusinessInfo.cz* [online]. 12. června 2007. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/politiky-eu/lisabonska-strategie/1000521/9599/#vytvoreni_integrovanych>

v letech 2000 až 2006 v rámci Akčního plánu finančních služeb vydány, jsou směrnice o kapitálové přiměřenosti bank (tzv. „*CAD směrnice*“), směrnice o solventnostních požadavcích pro pojišťovny a zajišťovny („*Solvency II*“), směrnice o kapitálových investičních fondech (tzv. „*UCITS směrnice*“), směrnice o platebním styku („*PSD směrnice*“) a především směrnice o trzích finančních nástrojů (tzv. „*MiFID směrnice*“), která bude předmětem podrobnějšího výkladu dále.⁶²

2.2 *Způsob tvorby regulace aneb „Lamfalussyho proces“*

Lamfalussyho proces⁶³ je speciální technika normotvorby, která byla vyvinuta pro oblast regulace finančního sektoru na základě návrhu komise vedené baronem Lamfalussym v roce 2001. Cílem tohoto postupu je zrychlit a zjednodušit legislativní proces v rámci Evropské unie. Základní myšlenka spočívá čtyřstupňovosti systému normotvorby.

1. První stupeň tvoří *rámcová směrnice*, jež stanoví základní principy úpravy.
2. Druhou úroveň pak tvoří *právní předpisy Evropské komise, tj. nařízení nebo směrnice*, které stanoví podrobnější vymezení principů z úrovně první. Komise na těchto předpisech spolupracuje se čtyřmi specializovanými komisemi, kterými jsou EBC („*European Banking Committee*“), ESC („*European Securities Committee*“), EIOPC („*European Insurance and Occupational Committee*“) a FCC („*Financial Conglomerates Committee*“). Tyto komise jsou obvykle složeny ze zástupců ministerstev financí členských států.
3. Třetí úroveň je tvořena *metodikami, standardy a doporučeními Evropských orgánů dohledu*, např. CESRu („*Committee of European Securities Regulators*“). Účelem těchto metodik a doporučení je usnadnit jednotnou aplikaci ustanovení, která provádí. Pomáhá navíc účastníkům trhů tím, že jim sdělují, jak budou daná ustanovení interpretována příslušnými orgány dohledu. Jednání, jež je v souladu s těmito doporučeními, by mělo být považováno za jistotu, že tyto osoby splňují povinnosti kladené na ně právními předpisy z úrovně první a druhé.

⁶² POLITIKY EU. *Euroskop.cz* [online]. [cit. 2009-07-22].

<<http://www.euroskop.cz/673/sekce/financni-sluzby/>>

⁶³Lamfalussy procedure. *Deutsche BundesBank* [online]. [cit. 2009-07-22].

<http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_cebs_lamfalussy.en.php>

4. Čtvrtou úroveň pak tvoří *kontrola a monitorování*, zda jsou tato pravidla dodržována. Tuto kontrolu provádí Evropská komise ve spolupráci s členskými státy, orgány dohledu z třetí úrovně a soukromým sektorem.

2.3 *Obecně o MiFIDu*

Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES, o trzích s finančními nástroji („*Markets in Financial Instruments Directive*“, dále jen MiFID) nahrazuje dřívější směrnici č. 93/22/EHS, o investičních službách („*Investment Services Directive*“, dále jen ISD). Přestože účinnost ustanovení byla pro celou Evropskou unii stanovena od 1. listopadu 2007, tak v České republice došlo k implementaci až k 1. červenci 2008.

MiFID byl vydán v Lamfalussyho procesu. Je tedy směrnicí rámcovou, na kterou navazuje prováděcí úprava. Jak již bylo uvedeno dříve, tak Lamfalussyho process má čtyři úrovně.

1. *První úroveň* tedy tvoří MiFID, směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES.
2. *Druhá úroveň* zahrnuje nařízení Evropské komise č. 1287/2006 (dále jen “prováděcí nařízení”) a směrnici Evropské komise č. 2006/73/ES (dále jen “prováděcí směrnice”).
3. *Třetí úroveň* je tvořena doporučujícími standardy orgány dohledu, tj. buď CESRu nebo místními orgány dohledu jako je ČNB, Financial Services Authority⁶⁴ ve Velké Británii nebo BaFin⁶⁵ v Německu. Členové těchto orgánů dohledu budou tato doporučení aplikovat v praxi. Všichni členové se zavázali, že budou jednání investičních podniků⁶⁶, regulovaných trhů a MTF, které bude v souladu s těmito metodikami považovat za jednání, kterým splňují své povinnosti podle MiFIDu.⁶⁷

Pokud jde tedy o druhou úroveň tzv. Lamfalussyho procesu je úprava rozdělena do prováděcího nařízení, jež je přímo aplikovatelné ve všech členských státech a dále do prováděcí

⁶⁴ Oficiální stránky: <<http://www.fsa.gov.uk/>>

⁶⁵ Oficiální stránky: <<http://www.bafin.de/>>

⁶⁶ „*Investičním podnikem*“ je právnická osoba, jejíž obvyklým předmětem činnosti či podnikání je poskytování jedné nebo více investičních služeb třetí osobě nebo provádění jedné nebo více investičních činností na profesionálním základě. Článek 4 MiFIDu.

⁶⁷ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 3

směrnice. Prováděcí směrnice obsahuje úpravu, jež je primárně zaměřena na investiční společnosti a řeší zde zejména otázky spojené s jejich činností. Např. provádění postup při uskutečňování pokynů zákazníků, best execution, správa klientských aktiv, střet zájmů, due diligence při poskytování služeb neprofesionálním zákazníkům a outsourcing služeb. V prováděcím nařízení jsou pak především obsaženy otázky transparentnosti obchodu před a po jeho uzavření, vedení spisů a záznam transakcí. Vztahuje se jak na investiční společnosti, tak i na regulované trhy.⁶⁸

Účelem MiFIDu je, jak je uvedeno v preambuli, harmonizace právních úprav na takovém stupni, jež je nezbytný k vysoké úrovni ochrany investorů a k tomu, aby investiční podniky mohly nabízet své služby v rámci celého evropského společenství na základě dohledu domovské země. Dále je to snaha o zvýšení konkurence a odstranění kvazi-monopolů burz zakotvených v právních řádech některých členských států.⁶⁹

Zda se jedná o maximální či minimální harmonizaci není v MiFIDu explicitně uvedeno, nicméně obecně se vychází z názoru, že jedinou cestou, jak poskytnout investorům stejnou ochranu v rámci celé Evropské unie je pouze prostřednictvím tzv. maximální harmonizace a také většinový názor je ten, že MiFID touto maximální harmonizací skutečně je. Za ustanovením, jež tuto maximální harmonizaci zakotvuje, je považován článek 4 prováděcí směrnice.⁷⁰ Tento článek stanoví, že možnost členských států zachovat nebo naopak uložit další požadavky nad rámec požadavků uvedených ve směrnici, připadá v úvahu pouze ve výjimečných případech.

Z dikce tohoto ustanovení lze dovozovat, že harmonizace v MiFIDu je maximální harmonizací, jelikož není obecně možné, až na tyto výjimečné případy, ukládat přísnější požadavky než vyplývají z MiFIDu. Tuto maximální hranici lze tedy překročit pouze ve

⁶⁸ CASEY, J. P., LANOO, K.. The MiFID Implementing Measures: Excessive Detail or Level Playing Field?. *ECMI Policy Brief, No1*. květen 2006

⁶⁹ FAFELL, Sean. City set for big changes as Mifid goes live. *The Independent*. 1. Listopadu 2007. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <<http://www.independent.co.uk/news/business/news/city-set-for-big-changes-as-mifid-goes-live-398506.html>>

⁷⁰ Decomposing MiFID. *Financial World Online* [online]. Červenec 2006. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <https://www.financialworld.co.uk/Archive/2006/2006_07jul/Features/MiFID/article_4/7108-print.cfm>

výjimečných případech, pokud jsou objektivně odůvodněné a přiměřené, aby řešily konkrétní rizika pro ochranu investorů nebo integritu trhu, které nejsou plně řešeny prováděcí směrnicí a to pouze pokud je splněna alespoň jedna dvou z následujících podmínek. První podmínkou je, že konkrétní rizika, která mají požadavky řešit, mají zvláštní význam v poměrech dané struktury trhu v daném členském státě. Druhou podmínkou je, že dané přísnější požadavky řeší rizika nebo problémy, které se objeví nebo se stanou zřejmými po datu aplikovatelnosti prováděcí směrnice a přitom nejsou upraveny jinými opatřeními evropského společenství. Nicméně tyto přísnější požadavky nesmí nijak omezit nebo se dotknout práv investičních podniků, která vyplývají z článků 31 a 32 MiFIDu. Sem patří např. právo na volný pohyb investičních služeb. Tyto případné přísnější požadavky musí být sděleny Evropské komisi a musí být řádně zdůvodněny. Komise pak bude, pro ochranu třetích osob, tyto „nestandardní“ požadavky uvádět na svých internetových stránkách. Cílem ale tedy je, aby byl vytvořen „*level-playing field*“, aniž by zbytečně docházelo k tzv. „*gold-plating*“, tedy k situaci, kdy by jednotlivé státy požadovaly různě přísné požadavky.

Při posuzování povahy pravidel obsažených v MiFIDu a prováděcím nařízení a směrnicí je vhodné porovnat tuto úpravu a uvědomit si rozdíl oproti dřívější úpravě obsažené v ISD. MiFID obsahuje úpravu mnohem komplikovanější a podrobnější. ISD mohla být považována za typickou „*principle-based*“ regulaci, kdežto MiFID obsahuje podrobná pravidla, a to i v ustanoveních, jež jsou zdánlivě založena pouze na principech. Pokud jde o otázku, proč jsou prováděcí pravidla rozdělena mezi nařízení a směrnici, obhajuje Evropská komise tento přístup tím, že chtěla zajistit, aby v rámci celé Evropské unie byla aplikována tytéž pravidla, i když s jiným stupněm standardizace. Nařízení obsahuje úpravu, kde je obsah dostatečně konkrétní, takže je možná přímá aplikace. Kde toto nebylo možné, ať již z technických či legislativních důvodů, navrhla Komise zahrnutí úpravy do směrnice, jež by byla „*principle-based*“. Nicméně i v ní by daná úprava měla být co možná nejvíce konkrétní a neposkytovat přílišný prostor pro fragmentovanou aplikaci, tak jako tomu bylo v minulosti za platnosti ISD.⁷¹

⁷¹ CASEY, J. P., LANOO, K.. „*The MiFID Implementing Measures: Excessive Detail or Level Playing Field?*“. Viz. citace č. 68.

MiFID zahrnuje řadu otázek, které již finanční trhy ovlivnily nebo do budoucna mohou potenciálně ovlivnit. Obsahuje úpravu řady otázek. Mimo jiné kategorizaci zákazníků, provádění pokynů zákazníka za nejlepších podmínek („*best execution*“), test vhodnosti a přiměřenosti („*Suitability and Appropriateness Test*“), úpravu „*převodních míst*“, kam patří regulované trhy, systematická internalizace („*Systematic Internalizer*“) a mnohostranné (vícestranné) obchodní systémy („*Multilateral Trading Facility*“). Tím jaký dopad budou jednotlivé instituty na finanční trhy mít nebo alespoň jaký je jejich zamýšlený cíl, vychází již ze samotného účelu MiFIDu, tj. jednotná ochrana investorů, možnost investičních podniků poskytovat investiční služby v rámci celé Evropské unie a zvýšení konkurence uzavírání obchodů na burzách. V následujících podkapitolách se budu zabývat některými instituty obsaženými v MiFIDu, jež jsou podle mě klíčovými a instituty, jež jsou alespoň v českém právním řádu a právní praxi novinkou. Výklad jsem rozdělil do dvou podkapitol podle toho, jestli dané instituty mají primárně vliv na makroúrovni nebo na mikroúrovni. (Samozřejmě, že časem ale mohou ovlivnit mikroúrovňové instituty makroúrovň a naopak.)

2.4 Nové instituty na makroúrovni

2.4.1 Obecně k tržní infrastruktuře

Jak již bylo dříve řečeno, tak jedním z cílů MiFIDu bylo regulatorně upravit vhodným způsobem tržní infrastrukturu. Jedna se o to, aby byl odstraněn monopol lokálních burz nebo přesněji řečeno, odstranění fakultativního „koncentračního pravidla“ podle ISD v některých zemích (*Francie, Itálie, Španělsko*)⁷², ale zároveň, aby také byla zavedena transparentní pravidla pro obchodování s investičními nástroji, ke kterému dochází mimo burzovní trhy, a tedy aby i obchody uzavřené mimo burzovní trh podléhaly určitým regulatorním pravidlům. Po zkušenosti z minulé úpravy, se zdá být žádoucí, aby byla stanovena shodná pravidla pro uzavírání obchodu s investičními nástroji, ať už k nim dochází na burzovním trhu či mimo něj.

⁷² Členské státy mohly požadovat, aby se některé transakce povinně uzavíraly na regulovaných trzích. Viz. např. prezentace Evropské komise:

<http://www.abgs.gov.tr/tarama/tarama_files/09/SC09EXP_MiFID%20ISD.pdf>, str. 8.

Směrnice tedy zavádí regulační rámec i pro další typy obchodních platform vedle tzv. regulovaných trhů. Těmi jsou „*mnohostranný obchodní systém*“ (angl. „*Multilateral Trading Facility*“) a tzv. „*systematická internalizace*“ (angl. „*Systematic Internaliser*“). Souhrnně je všechny označuje jako převodní místa („*trading venues*“). Dřívější centrální role „regulovaného trhu“, tak mizí. Stejně tak, oproti situaci před implementací MiFIDu do českého práva, kdy zákon o podnikání na kapitálovém trhu rozlišoval mezi organizátorem burzovního trhu (v České republice Burza cenných papírů Praha) a mimoburzovního trhu (v České republice RM-systém), mizí i smysl tohoto rozlišování, neboť oba jsou nyní „*regulovanými trhy*“.

Organizátor regulovaného trhu může provozovat jak regulovaný trh, tak i vícestranný obchodní systém. Vedle organizátora regulovaného trhu působí jako „*organizátor trhu*“ i obchodník s cennými papíry, což mu dříve nebylo umožněno. Obchodník s cennými papíry může provozovat jak systematickou internalizaci, tak i mnohostranný obchodní systém.⁷³

Na následujících několika stránkách se budu detailněji zabývat uvedenými třemi druhy převodních míst, tj. regulovanými trhy, mnohostranným obchodním systémem a systematickou internalizací.

2.4.1.1 Regulované trhy

Regulovaný trh je definován v článku 4 odst. 14 MiFIDu. Regulovaným trhem se rozumí mnohostranný systém, který funguje pravidelně podle pevně stanovených pravidel, a který umožňuje sdružování pokynů třetích osob za účelem nákupu či prodeje finančních nástrojů. Regulovaný trh může být provozován výlučně organizátorem regulovaného trhu na základě administrativního povolení. Povolení uděluje v České republice Česká národní banka za podmínek stanovených ve směrnici MiFID, resp. ZPKT.

V MiFIDu je obsažena řada požadavků kladených na organizátora regulovaného trhu. Jedna se například o požadavky kladené na vedoucí osoby či organizační požadavky (např. pokud jde o řízení rizik). Regulovaný trh je dále povinen zavést jasná a transparentní pravidla

⁷³ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 8 - 10

pro přijímání finančních nástrojů k obchodování. Dále zajistit, aby finanční nástroje přijaté k obchodování, mohly být obchodovány řádně, spravedlivě a efektivně, a aby pokud se bude jednat o investiční cenné papíry, tyto byly volně obchodovatelné. Prováděcí nařízení stanoví, že za volně obchodovatelné jsou investiční cenné papíry považovány, pokud mohou být volně obchodovány, bez omezení převedeny a zároveň pokud jsou všechny cenné papíry stejné třídy vzájemně zastupitelné.⁷⁴ To tedy znamená, že volně nepřevoditelné cenné papíry nemohou být obchodovány na regulovaném trhu. V České republice mezi tyto patří například akcie na jméno, jejichž převoditelnost je omezena ve stanovách akciové společnosti podle §156 ObchZ.

2.4.1.2 Mnohostranný obchodní systém

Jedna se o nový institut, který MiFID zavádí. Podnětem k jeho úpravě byl nárůst počtu elektronických obchodních platforem v některých zemích, primárně snad především ve Velké Británii, tzv. ATS („Alternative Trading System“).⁷⁵ Ty konkurovaly burzám, provozovaly funkčně identickou činnost, a přitom byly mnohem méně regulovány, nemusely reportovat transakce a docházelo tudíž k regulatorní arbitráži. Cílem nové regulace je srovnat podmínky pro všechny, obnovit transparentnost a umožnit existenci těchto obchodních platforem ve všech členských státech a zvýšit tak konkurenci na finančních trzích.⁷⁶

Definice mnohostranného obchodního systému je v článku 4 odst. 15 MiFIDu. Mnohostranným obchodním systémem se rozumí systém, který sdružuje velký počet kupujících a prodávajících investiční nástroje podle pevně stanovených pravidel a vede k prodeji těchto investičních nástrojů. Může být provozován jak organizátorem regulovaného trhu, tak i investičním podnikem. Směrnice explicitně uvádí, že definice regulovaného trhu a mnohostranného obchodního systému jsou úmyslně téměř shodné, proto aby byl zdůrazněn fakt, že se jedná o funkčně shodné obchodní platformy.

⁷⁴ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 11 - 24

⁷⁵ TISON, Michel. The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States. SSRN [online]. listopad 1999. [cit. 2009-07-27]. str. 32-34.

Dostupné na: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=193270>

⁷⁶ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 50

Mnohostranný obchodní systém se však od regulovaného trhu odlišuje jednak v tom, že může být provozován i obchodníkem s cennými papíry, tak i skutečností, že MiFID nestanoví žádná pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na této obchodní platformě. Dále také tím, že na emitenty cenných papírů obchodovaných na této obchodní platformě jsou kladeny nižší informační požadavky než na emitenty cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaný trh.⁷⁷

Tyto obchodní systémy, též v hantýrce nazývané „*dark pools*“, získaly během krátké doby účinnosti MiFIDu (necelých dvou) velkou popularitu a objemy na nich obchodované ubraly podstatnou část regulovaným trhům, tj. především klasickým burzám.⁷⁸ Těchto systému vzniklo v Evropě již řádově cca dvě desítky⁷⁹ a dodnes vznikají.⁸⁰ Jejich podíl na obchodování s akcemi dále rychle narůstá a není se čemu divit. Dá-li se věřit informacím uvedeným na webových stránkách Chi-X, pak je cena za provedení transakcí (ve středním objemu) 5 až 12-ti násobně nižší než na klasických burzách v Londýně, Paříži či Frankfurtu⁸¹. V málo konkurenčních a likvidních trzích jako je např. Česká republika se dá předpokládat, že to bude ještě víc. Následující dva grafy dávají jistou kvantitativní představu o jejich významu. První graf ukazuje, že jde o opravdu rychle rostoucí odvětví. Z grafu je vidět, že je kolem 50 a více procent ročně, přičemž nyní je skoro na 10% v celoevropském průměru v objemu uskutečněných obchodu. Je na něm i vývoj v USA. Druhý graf dává přehled o nejvýznamnějších evropských vícestranných obchodních systémech a srovnání s tradičními burzami. Také je zde vidět, že 10% celoevropských znamená opravdu jen průměrně číslo a na jeho interpretaci si je třeba dát pozor. Zatímco např. většina českých klientů, ať už retailových nebo institucionálních, si na výhody

⁷⁷ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 51

⁷⁸ Např. CLARK, Nick. Record quarter for Plus as LSE faces threat from alternatives. *The Independent*. 15. dubna 2009. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <<http://www.independent.co.uk/news/business/news/record-quarter-for-plus-as-lse-faces-threat-from-alternatives-1668880.html>>.

⁷⁹ Některé významné existující MTF:

[Chi-X](#), zahájil provoz již v březnu 2007. Největší evropský MTF.

[NYSE Arca Europe](#), zahájil provoz v březnu 2009.

[Project Turquoise](#), zahájil provoz v srpnu 2008.

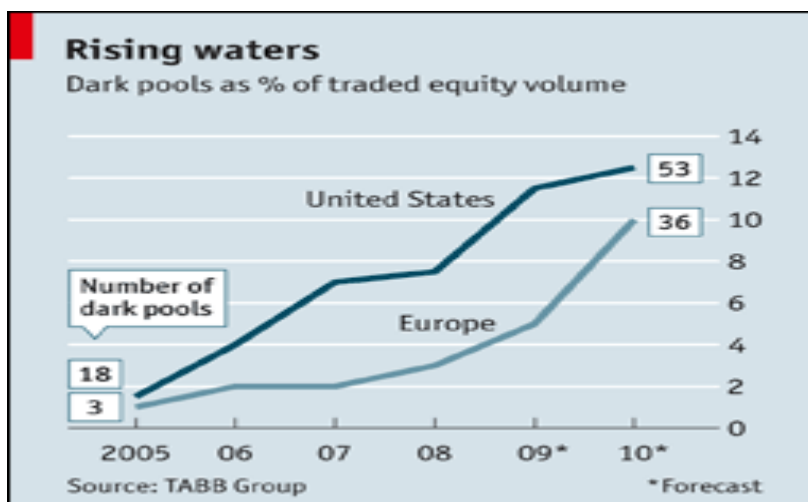
[BATS Trading Europe](#), zahájil provoz po lednu 2006.

⁸⁰ Burgundy: A New Multilateral Trading Facility for Nordic Securities. *Internationallawoffice.com* [online]. 19. května 2009. [cit. 2009-09-01].

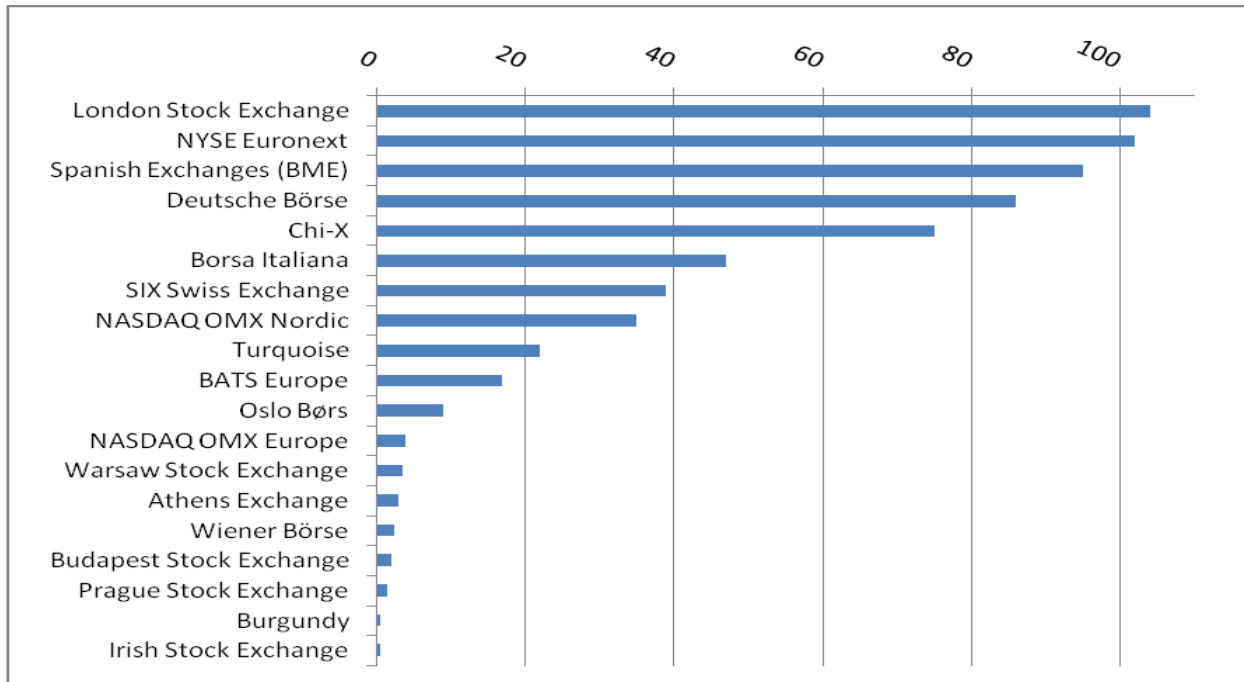
Dostupné na: <<http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/detail.aspx?g=1b641eb3-05d9-4cb2-bbb4-9130871c1dfe>>

⁸¹ Informace z <<http://www.chi-x.com/home/who-we-are.asp>>. [cit. 2009-09-01].

skoro nešáhne (dále viz. též zajímavá souvislost v podkapitole o „best execution“), když se podíváme na britský trh, vidíme, že podíl, který Chi-X ubrala LSE je obrovský (odhadem 50%). Alespoň někde tedy důsledku MiFIDu jsou velmi hmatatelné a pro zákazníky příznivé.



Převzato z Economist.com, článek „Attack of the clones“ z 2. června 2009 (http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=13944858)



Objem obchodů mezi lednem až červencem 2009 (v miliardách EUR)
(vytvořeno ze zdrojů Federation of European Securities Exchanges, www.fese.be)

2.4.1.3 Systematická internalizace

Definice systematické internalizace je obsažena v článku 4 odst. 7 MiFIDu. Systematickou internalizací se rozumí investiční podnik (obchodník s cennými papíry), jenž organizovaně, často a systematicky, obchoduje na vlastní účet prováděním příkazů klientů, a to mimo regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém. Organizátor regulovaného trhu tedy systematickou internalizací provozovat nemůže. Bližší specifikace této definice je obsažena v článku 21 prováděcího nařízení.

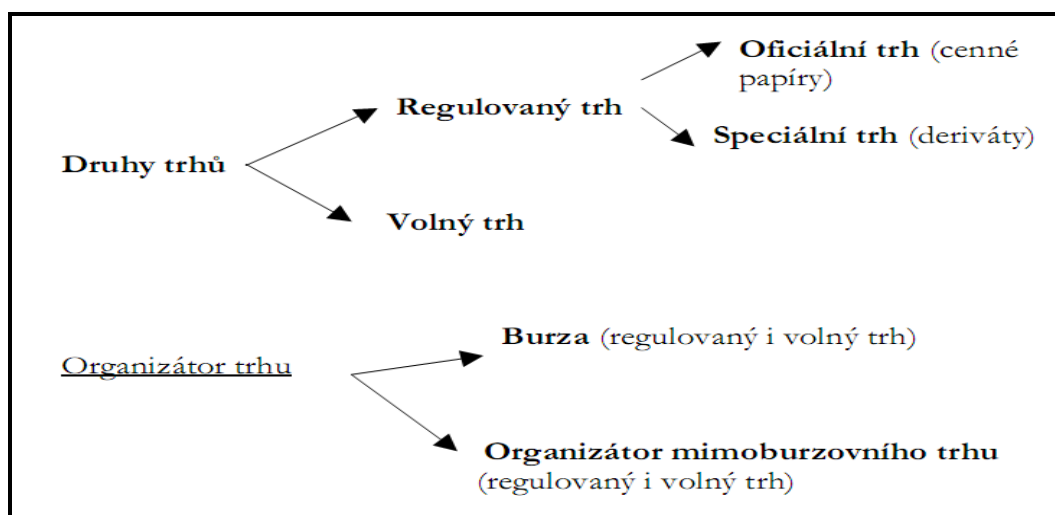
Rozdíl mezi mnohostranným obchodním systémem a systematickou internalizací spočívá hlavně v tom, že v případě provozování mnohostranného obchodního systému investiční podnik nevystupuje jako univerzální protistrana a nepřebírá tak rizika plynoucí z těchto obchodů, např. při selhání protistrany, nýbrž obchody mezi účastníky pouze zprostředkovává.⁸²

Otázkou je, která všechna jednání investičního podniku na vlastní účet, provedená mimo regulovaný trh či mnohostranný obchodní systém, budou považována za systematickou internalizaci. Odpověď nalezneme právě v článku 21 prováděcího nařízení, který uvádí kritéria pro vymezení systematické internalizace. Ta jsou následující: jedna se o investiční službu pro daný investiční podnik komerčně významnou, jsou pro ni stanovena pevná pravidla a postupy, dále zaměstnanci nebo automatizovaný technický systém pro její provádění a nakonec tato služba musí být pro klienty dostupná pravidelně či průběžně. Pod systematickou internalizaci tedy nespadá ad hoc činnost, zpravidla obchody, které přesahují standardní obchodované objemy.⁸³

⁸² Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. *Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006.* str. 51

⁸³ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. *Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006.* str. 59

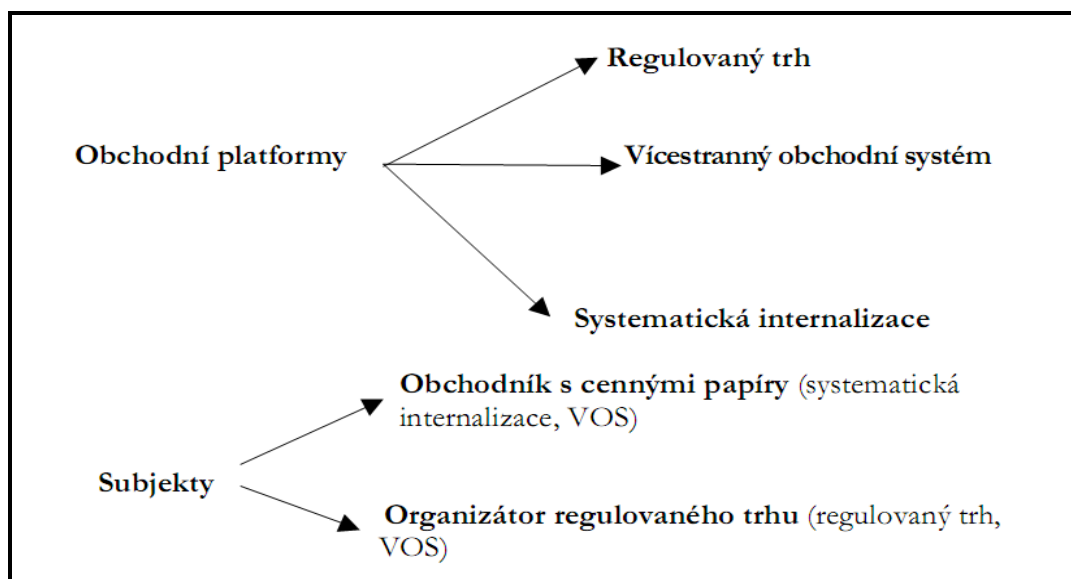
Praktickým příkladem využití tohoto institutu pro českého zákazníka jsou aktivity společnosti „Wood&Company“.⁸⁴



Infrastruktura trhu dle ZPKT před implementací MiFIDu (převzato z KM MF B)

⁸⁴ Snaha snížit náklady vede Wood & Company na mimoburzovní trhy. *iHned.cz* [online]. 14. dubna 2009. [cit. 2009-09-02]. Dostupné na: <<http://finweb.ihned.cz/c1-36722110-snaha-snizit-naklady-vede-wood-company-na-mimoburzovni-trhy>>:

„Česká společnost Wood & Company, druhý největší obchodník s akciemi na pražské burze, začala část obchodů uskutečňovat mimo ni...Na druhou stranu určitě výrazně trpí transparence trhu...Máme příliš málo likvidních akcií pro takové obchodní systémy. Bez vytvoření centrálního depozitáře to ani není možné...Více konkurence pro obchodování s akciemi na evropských trzích vytváří zejména nová evropská směrnice o trzích finančních nástrojů MiFID. Ta přinesla i konec monopolu národních burz na obchodování s akciemi a zlepšení postavení drobného klienta na kapitálovém trhu. Podle ministerstva financí směrnice přináší pro fungování českého kapitálového trhu nejzásadnější změny za posledních deset let.“



Současná infrastruktura trhu dle MiFIDu (převzato z KM MF B)

2.4.2 Transparentnost

Vzhledem k tomu, že jedním z cílů MiFIDu je zvýšit konkurenci „burzovním“ trhům, zavádí tak MiFID možnost provádění obchodů pomocí MTF a systematické internalizace. Nevyhnutelným důsledkem toho je, že dochází k roztržštění zdrojů informací pro potenciální investory. MiFID se snaží tuto situaci vyřešit tzv. „*post-trade*“ a „*pre-trade transparency*“ požadavky, které klade na daná převodní místa v rámci celé Evropské unie. Účelem požadavků na pre-trade a post-trade transparency tedy je, aby bylo zachováno efektivní fungování trhu, přístup k informacím a dostatečná ochrana investorů. Aby tedy bylo možné efektivně zjišťovat nejlepší cenu a zajistit fungování pravidel „*best execution*“, je nutné, aby zveřejňované informace byly spolehlivé, správné a aby bylo možné informace z jednotlivých převodních míst snadno porovnávat. Požadované informace tedy musí být ve formátu, který umožňuje snadné srovnání, je snadno srozumitelný a dostupný za rozumné náklady.⁸⁵

⁸⁵ Publication and Consolidation of MiFID market transparency data. Level 3 Guidelines. CESR: 2007.

2.4.2.1 Předobchodní transparentnost

Požadavky na předobchodní transparentnost (pre-trade transparency) se týkají akcií přijatých k obchodování na regulovaný trh. Podle článku 44 MiFID jsou regulované trhy povinny zveřejnit alespoň aktuální kupní a prodejní ceny a intenzitu obchodních zájmů, tj. možné objemy za tyto ceny. Pro MTF a systematické internalizátory se požadavky na předobchodní transparentnost týkají také pouze akcií, jež byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Pro MTF je předobchodní transparentní povinnost stanovena ve stejném rozsahu jako pro regulované trhy, a to ve článku 29 MiFIDu. MTF jsou tedy povinny zveřejňovat alespoň aktuální kupní a prodejní ceny a možné obchodovatelné objemy za tyto ceny. Pokud jde o systematické internalizátory, tak ty jsou povinny podle článku 27 MiFIDu zveřejňovat nákupní a prodejní kotace cen, za něž budou od svých zákazníků dané akcie kupovat či jim je prodávat.

Nyní se budu zabývat podrobněji předobchodní transparentností podle typu systému regulovaného trhu. Stejně jsou tyto požadavky upraveny i pro MTF. Podle typu obchodního systému jsou tyto požadavky uvedeny v příloze číslo 2 prováděcího nařízení. Je totiž zajímavou otázkou, co má být uvedeno jako nákupní a prodejní cena a obchodovatelný objem např. u systémů řízených čistě nabídkou a poptávkou (order driven market), kde se nevyskytují tvůrci trhu. Na trhu, založeném na přítomnosti tvůrců trhu je zveřejňována nejlepší nabídková cena z kotací všech tvůrců trhu s danou akcií, a to společně s možnými objemy za danou cenu (quote driven market). Pro upřesnění je vhodné uvést, co znamená kotace. Jedná se o závazky tvůrců trhu k nákupu či prodeji akcií, které tedy uvádějí cenu a objem akcií, za niž jsou tvůrci trhu připraveni dané akcie koupit či prodat.

Dalším systémem je tzv. aukční trh, který se dělí na periodické a průběžné aukce. Pokud jde o systém průběžné aukce, tak se jedná o systém, jenž je založen na evidenci objednávek a páruje průběžně objednávky k prodeji a objednávky ke koupi podle nejlepší dostupné ceny. Objednávky jsou párovány podle obchodních algoritmů bez lidského zásahu. V tomto systému tedy požadavky na předobchodní transparentnost zahrnují zveřejnění celkového počtu objednávek a akcií, které představují na každé cenové úrovni, a to v nejméně pěti úrovních

nejlepších nákupních a prodejních cen. Druhým aukčním systémem je systém periodické aukce, tzn. systém, který páruje objednávky na základě periodické aukce a obchodního algoritmu bez lidského zásahu. Pro tento systém je nutné zveřejnit cenu, kterou určí obchodní algoritmus a objem zobchodovatelný za tuto cenu.

Prováděcí nařízení pamatuje také na jiné systémy vedle těchto tří, a to zbytkovou klauzulí. Bude se jednat především o kombinace těchto systémů či o systémy, které určují cenu jinak. Kombinované systémy jsou relativně časté, jedná se o to, že jiný systém může být např. použit na začátku obchodování daný v den, aby byla určena počáteční cena, a poté může být použit systém jiný. Pro systémy z této zbytkové klauzule tedy platí, že musí zveřejňovat odpovídající informace o objednávkách či kotacích a o hloubce trhu. Bude se jednat především o pět nejlepších nabídkových a poptávkových cen a/nebo nákupních a prodejních kotací tvůrců trhu s danou akcií, avšak pouze tehdy pokud to určují parametry mechanismu určování ceny. Otázkou je, jak by to bylo v případě mechanismů určování ceny, jejichž parametry by tyto informace nebyly schopny poskytnout.

2.4.2.2 Poobchodní transparentnost

Požadavky na poobchodní transparentnost (post-trade transparency) jsou pro regulované trhy upraveny v článku 45 MiFIDu tak, že musí být zveřejňována alespoň cena, čas a objem obchodů provedených v jejich systémech s akciemi přijatými k obchodování na regulovaném trhu. Pro MTF je tato povinnost pro akcie přijaté k obchodování na regulovaném trhu upravena stejně a to v článku 30 MiFIDu. Pokud jde o uzavírání obchodů mimo regulované trhy a MTF, je požadavek poobchodní transparentnosti upraven v článku 28 MiFIDu. Sem spadá také činnost systematických internalizátorů. Pokud investiční podniky uzavírají buď na svůj účet nebo na účet klienta transakce s akciemi přijatými k obchodování na regulovaný trh, musí zveřejnit alespoň cenu, objem a čas těchto transakcí. Je zajímavé si uvědomit, že přestože všichni obchodníci s cennými papíry, kteří obchodují mimo regulovaný trh nebo MTF, budou podrobena požadavkům na poobchodní transparentnost, tak pouze část z nich, tj. obchodníci

s cennými papíry provozující systematickou internalizaci, musí dodržovat požadavky na předobchodní transparentnost.⁸⁶

2.4.2.3 Způsob zveřejnění

Zveřejnění je třeba provést za přiměřených obchodních podmínek. Tedy především cenových podmínek, což znamená, že přístup k těmto informacím může být zpoplatněn, i když pouze přiměřeně. Tyto informace tedy budou často zveřejňovány pomocí klasických agentur jako např. Reuters či Bloomberg⁸⁷, ale i zcela nově vzniklých společností právě za tímto účelem.⁸⁸ Zatím praxe ukazuje, že tyto služby jsou pro mnoho retailových investorů příliš drahé a tudíž jsou hendikepovány oproti velkým hráčům. Teprve budoucnost nejspíše ukáže, jestli se časem tyto služby zlevní v důsledku pokroku nebo bude potřeba vymyslet nové řešení.⁸⁹ Sílu konkurenčního boje však lze již vidět např. na výši měsíčních poplatků pro emitenty za zveřejňování informací o jejich titulech. Na počátku účinnosti MiFIDu byl tento poplatek přes 300 Eur za měsíc⁹⁰, nyní již některé společnosti uvažují o jeho snížení na 40 Eur⁹¹.

Informace v rámci předobchodní transparentnosti je nutné zveřejňovat průběžně během obvyklé doby obchodování. Informace v rámci předobchodní i poobchodní transparentnosti týkající se zveřejňování obchodů zase v okamžiku, co nejbližšímu reálnému času. Poobchodní informace však musí být zveřejněny nejpozději do 3 minut. Pokud se obchod uskuteční mimo běžné obchodní hodiny, musí být informace zveřejněny nejpozději k okamžiku zahájení následujícího obchodního dne.

Systematický internalizátor je povinen požadované informace zveřejňovat způsobem snadno dostupným pro ostatní účastníky trhu. Podle doporučení CESRu tímto způsobem může

⁸⁶ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 61

⁸⁷ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 41

⁸⁸ Markit BOAT (<http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=17973>),

⁸⁹ PETIFER, Nicholas. Market Abuse was easier to detect pre-MiFID. *IFLR* [online]. 22. duben 2008. [cit. 2009-09-05]. Dostupné na: <<http://www.iflr.com/Article.aspx?ArticleID=1982939>>.

⁹⁰ Informace z <<http://www.reuters.com/article/governmentFilingsNews/idUSL1560413420071015>>, £210 / (0,69 £/€_{10/2007}) ≈ €304

⁹¹ Informace z <<http://www.reuters.com/article/euRegulatoryNews/idUSL836601120090908>>

být také publikace na internetových stránkách.⁹² Regulovaný trh může zpřístupnit systémy, které využívá k uveřejňování poobchodních informací, obchodníkům s cennými papíry, kteří jsou povinni uveřejňovat podrobnosti o svých obchodech s akciemi, přijatými k obchodování na regulovaném trhu, které uzavřel mimo regulovaný trh nebo MTF. Obchodník s cennými papíry tak může pro uveřejňování svých obchodů využívat za poplatek systém některého regulovaného trhu.

Pokud dochází k provedení transakce mimo regulovaný trh či MTF požaduje prováděcí nařízení ve svém článku 27, aby se smluvní strany dohodly, kdo z nich splní povinnost daný obchod zveřejnit. V případě, že taková dohoda uzavřena není, uvádí seznam situací, kdo a kdy tuto povinnost ponese. Obě strany jsou povinny učinit všechny rozumné kroky, aby zajistili, že daná transakce je zveřejněna pouze jednou. Jedná se o to, aby daný obchod a informace o něm nebyly při konsolidaci jednotlivých obchodů počítány dvakrát, jelikož by tak byly uměle měněny objemy uzavřených obchodů, a tak následně utváření ceny a analýzy vývoje.⁹³

2.4.3 Hlášení obchodů

Je třeba rozlišit předobchodní a poobchodní transparentnost od hlášení obchodů provedených obchodníky s cennými papíry. Hraje klíčovou roli v odhalení případů zneužívání trhu a zajišťuje schopnost regulátora (ČNB) monitorovat, jestli obchodníci s cennými papíry jednají čestně, spravedlivě a odborně a způsobem podporujícím integritu trhu.⁹⁴

Článek 25 MiFIDu obecně stanoví, že investiční podniky, které provádějí transakce s jakýmkoli finančními nástroji přijatými k obchodování na regulovaném trhu, předkládají hlášení obsahující podrobnosti o takových transakcích příslušnému orgánu, tedy ČNB, co nejrychleji, nejpozději do konce následujícího pracovního dne. Tato povinnost platí opět bez ohledu na to, zda byly tyto transakce provedeny na regulovaném trhu. Hlášení musí obsahovat zejména podrobnosti o názvech a číslech nakoupených či prodaných nástrojů, množství, data a

⁹² Publication and Consolidation of MiFID market transparency data. Level 3 Guidelines. *CESR: 2007*. str. 7.

⁹³ Publication and Consolidation of MiFID market transparency data. Level 3 Guidelines. *CESR: 2007*. str. 5.

⁹⁴ Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. *Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006*. str. 75

časy provedení obchodu a ceny obchodu a informace o identifikaci daného investičního podniku. Obsah hlášení upravuje podrobně prováděcí nařízení.

Informace z hlášení obchodů s finančními nástroji musí obdržet rovněž orgán dohledu příslušný nejvýznamnějšímu trhu z hlediska likvidity těchto finančních nástrojů. Nejvýznamnější trh z hlediska likvidity se určí podle pravidel obsažených v článku 9 prováděcího nařízení. Např. pro akcie a podílové listy je nejvýznamnějším trhem z hlediska likvidity stát, v němž byl daný nástroj poprvé přijat k obchodování na regulovaném trhu. Určení tohoto místa však může být na základě definované procedury změněno.

2.5 Nové instituty na mikroúrovni

2.5.1 Kategorizace zákazníků

Úprava obsažená v MiFIDu vychází z rozlišování dvou tříd zákazníků, tj. profesionální a neprofesionální, respektive tří kategorií profesionální, neprofesionální a tzv. způsobilá protistrana. Kategorizace zákazníků je z pohledu MiFIDu důležitá pro zajištění adekvátní ochrany při poskytování investičních služeb. Neprofesionálnímu klientovi je poskytována ochrana nejvyšší, kdežto tzv. způsobilé protistraně ochrana nejnižší. Pokud však MiFID nestanoví jinak, je všem třem kategoriím zákazníků poskytována ochrana stejná.⁹⁵

Profesionálním klientem je klient, jenž splňuje kritéria uvedená v příloze č. 2 MiFIDu. Neprofesionální klient je definován pomocí zbytkové klauzule tak, že je to klient, který není profesionálním klientem. Druhá příloha definuje profesionálního klienta jako klienta, „*který má zkušenosti, znalosti a odborné schopnosti k tomu, aby činil vlastní investiční rozhodnutí a řádně vyhodnocoval rizika, která podstupuje.*“ Jedná se o subjekty, které musí mít pro činnost na finančních trzích povolení nebo které musí podléhat regulaci, tyto jsou poté konkretizovány

⁹⁵ Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 12

výčtem takovýchto institucí. Jedná se např. o investiční podniky, úvěrové instituce či pojišťovny. Dále o velké podniky, jež splňují stanovená kritéria na vlastní kapitál, obrat či bilanční sumu, celostátní či regionální vlády a nadnárodní či mezinárodní instituce atd. a jiné institucionální investory, jejichž hlavní činnost spočívá v investování do finančních nástrojů.

Klienti, jež jsou podle MiFIDu považováni za profesionální musí mít možnost požádat, aby s nimi bylo zacházeno s jako neprofesionálními. Nicméně investiční podniky pouze mohou souhlasit s tím, že jim poskytnou vyšší míru ochrany, avšak nejsou k tomu povinny. Povinností investičního podniku je informovat klienta, že je považován za profesionálního a zároveň i o tom, že může požádat o vyšší míru ochrany.

Příloha č. 2 MiFIDu také uvádí kritéria, jež musí splňovat klient, jenž by byl považován za neprofesionálního, avšak s nímž může být na jeho žádost zacházeno jako s profesionálním. Vzdání se standardní ochrany pro neprofesionální zákazníky je platné pouze v případě, že vhodné posouzení odborných schopností, zkušeností a znalostí klienta provedené investičním podnikem bude dostatečně zajišťovat, že daný klient je schopen činit vlastní investiční rozhodnutí a že chápe související rizika, pokud jde o předpokládané transakce či služby. MiFID navrhuje, je však možné i jiné řešení, pro toto posouzení použít zkoušku způsobilosti používaných pro manažery a vedoucí pracovníky subjektů, jež mají licenci na základě směrnic z finanční oblasti. Nicméně MiFID pak následně vyžaduje splnění alespoň dvou ze tří konkrétních kritérií, jež jsou následující:

- v minulých čtyřech čtvrtletích provedl klient na příslušném trhu transakce ve značném objemu a s průměrnou frekvencí deset transakcí za čtvrtletí,
- velikost klientova portfolia finančních nástrojů definovaného jako hotovostní vklady a finanční nástroje přesahuje 500 000 EUR a
- klient pracuje nebo pracoval ve finančním sektoru po dobu nejméně jednoho roku na pozici, jež nutně zahrnuje znalost předpokládaných transakcí nebo služeb.

Pokud jde o tzv. způsobilou protistranu, tak ta je podle článku 24 MiFIDu určena dvěma skutečnostmi. První podmínkou je, že se jedná o subjekty, kterým je na základě jejich předmětu

podnikání určen statut způsobilé protistrany nebo kterým může být přiznán. Druhou podmínkou je, že tyto subjekty jsou považovány za způsobilé protistrany, pouze když jim je poskytována některá ze stanovených investičních služeb. „Statut způsobilé protistrany existuje pouze vůči některým (třem) hlavním investičním službám (přijímání a předávání pokynů, provádění pokynů a obchodování na vlastní účet), případně vedlejším službám, které přímo s poskytnutím takové hlavní investiční služby souvisejí.⁹⁶“ Je důležité si uvědomit, že způsobilá protistrana je profesionálním zákazníkem, pro kterého je pouze stanoven zvláštní režim. Význam této kategorie spočívá v tom, že investiční podnik není povinen ve vztahu ke způsobilé protistraně aplikovat všechna pravidla pro jednání ve vztahu k zákazníkům. Způsobilými protistranami jsou např. investiční podniky, banky či pojišťovny.

Pokud tedy tuto úpravu shrnu, tak všichni klienti jsou standardně kategorizováni buď jako profesionální nebo jako neprofesionální.

- **Neprofesionální klient** může požádat a investiční podnik mu může vyhovět, aby s ním bylo zacházeno jako s profesionálním, pouze při splnění výše uvedených podmínek.
- **Profesionální klient** může požádat a může mu být investičním podnikem vyhověno, aby s ním bylo zacházeno jako s neprofesionálním kdykoliv.
- **Způsobilá protistrana** je profesionální klient, pro kterého je stanoven zvláštní režim zacházení.

2.5.2 Test přiměřenosti a test vhodnosti

Investiční podniky jsou při poskytování služeb povinny takzvaně poznat svého klienta. Tato povinnost není novinkou, nicméně MiFID nově zavádí členění této povinnosti podle toho, jaký druh hlavní investiční služby bude poskytován, přesněji řečeno podle toho, zda má daná hlavní investiční služba poradenský prvek či nikoliv. Rozdíl spočívá v tom, jaká je míra informací, jež jsou investiční podniky povinny od svých zákazníků zjišťovat. Pokud dochází k poskytování služeb, jež zahrnují poradenství, pak je investiční podnik povinen provést tzv. test

⁹⁶ Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 14

vhodnosti („*Suitability Test*“). Při poskytování hlavních investičních služeb bez prvku investičního poradenství zase tzv. test přiměřenosti („*Appropriateness Test*“).⁹⁷

2.5.2.1 Test vhodnosti

Povinnost provést tzv. test vhodnosti při poskytování hlavních investičních služeb s poradenským prvkem, tj. investičního poradenství a správy portfolia, je stanovena v článku 19 odst. 4 MiFIDu. Investiční podniky jsou podle tohoto ustanovení při poskytování těchto dvou druhů činností získat od svých klientů, respektive potenciaálních klientů, informace o jejich znalostech a zkušenostech v oblasti investic a s daným specifickým druhem produktu či služby, jejich finanční situaci a o jejich investičních cílech. Smyslem těchto požadavků na informace je, aby investiční podnik danému klientovi mohl doporučit investiční službu a finanční nástroje, které jsou pro daného klienta vhodné. Toto základní ustanovení je poté blíže konkretizováno v prováděcí směrnici v článku 35. Vhodnost je stanovena tak, že musí být splněna následující kritéria. Zaprvé musí být splněn investiční cíl zákazníka. Dále je nutné, aby klient dokázal finančně unést související investiční rizika a aby měl klient potřebné zkušenosti a znalosti, aby mohl porozumět rizikům spojeným s danou investicí. Tento poslední požadavek podle mě není úplně vhodně formulován, jelikož je z něj možné dovozovat, pokud půjdeme do extrémů, že klient, který nemá žádné zkušenosti a znalosti s žádným druhem investičních nástrojů by nemohl své úspory tímto způsobem vůbec zhodnocovat. Vhodnější by bylo pouze zavést povinnost investičních podniků zjišťovat klientovy zkušenosti a znalosti s tím, že pokud budou mizivé, pak by mu byl nabídnut např. nějaký málo rizikový investiční nástroj jako např. státní dluhopisy. Jde o to, že daný klient ani pro tento druh nástrojů nemusí splňovat podmínku potřebných znalostí a zkušeností.

Zjišťování finanční situace má zahrnovat údaje o zdroji a výši pravidelných příjmů zákazníka, o jeho majetku, tj. likvidních aktivech, investicích a nemovitostech a o jeho pravidelných finančních závazcích, ledaže by tyto informace byly nevhodné. Pokud jde o cíle dané investice, pak je nutné zjišťovat, opět za podmínky vhodnosti, údaje o době, po kterou

⁹⁷ Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 49

chce zákazník danou investici držet, jeho preference týkající se podstoupení rizik, jeho rizikový profil a účely dané investice. V těchto dvou případech mi připadá nejasné, proč mají být tyto informace požadovány pouze, pokud je to vhodné, jelikož by to mohlo vést k obcházení těchto ustanovení. Pojem vhodnosti je totiž značně vágní a investiční podniky by se tak často mohly odvolávat na to, že požadovat určitou informaci v určitém případě nebylo vhodné.

Test vhodnosti může být ve vztahu k profesionálním klientům zúžen. Investiční podnik totiž může předpokládat, že požadavek potřebných zkušeností a znalostí je splněn. Může navíc předpokládat, že je daný klient schopen finančně unést související investiční rizika. U profesionálního klienta je tedy nutné pouze zjišťovat a jednat v souladu s investičním cílem daného zákazníka.

2.5.2.2 Test přiměřenosti

Test přiměřenosti se provádí u hlavních investičních služeb, které nezahrnují poradenskou činnost. Jedná se tedy o všechny hlavní investiční služby kromě služby investičního poradenství a obhospodařování portfolia.⁹⁸ Povinnost investičních podniků provést test přiměřenosti je založena na článku 19 odstavec 5 MiFIDu. Zde je uvedeno, že investiční podniky jsou při poskytování služeb bez poradenského prvku vyžadovat po klientech, respektive potenciálních klientech informace o jejich znalostech a zkušenostech v oblasti investic v souvislosti s určitým nabízeným nebo požadovaným produktem nebo službou, aby tak mohly posoudit, zda je daná investiční služba nebo investiční produkt pro daného klienta přiměřený. Prováděcí směrnice ve svém článku 36 upřesňuje, že se jedná o to, aby daný zákazník porozuměl rizikům souvisejícím s nabízeným nebo poptávaným produktem nebo investiční službou.

Ve vztahu k profesionálním klientům, pokud jde o test přiměřenosti, stanoví prováděcí směrnice, že investiční podnik je oprávněn předpokládat, že profesionální zákazník disponuje potřebnými zkušenostmi a znalostmi k tomu, aby rizikům souvisejícím s určitým typem

⁹⁸ Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. *Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006.* str. 53

nabízeného nebo poptávaného produktu či služby rozuměl, jež spadají do jeho kategorie profesionálního zákazníka, porozuměl.

Na rozdíl od testu vhodnosti upravuje MiFID pro požadavek přiměřenosti i následky, pokud klient informaci o jeho znalostech a zkušenostech neposkytne, popřípadě pokud daný produkt není pro klienta přiměřený. Pokud se pověřený zaměstnanec investičního podniku domnívá, že daná služba či produkt nejsou pro klienta přiměřené, je jeho povinností klienta upozornit, což může být provedeno ve standardizované podobě. Tím je tedy podle mě možné rozumět předtištěný formulář. V případě, že klient odmítne informace o svých znalostech a zkušenostech poskytnout nebo v případě, že poskytnuté informace jsou nedostatečné, je investiční podnik povinen opět pouze upozornit klienta, že není možné přiměřenost posoudit, což může být opět ve standardizované formě, tedy na předtištěných formulářích.

Pokud jde o test vhodnosti podle článku 19 odstavce 4, upravuje následky neposkytnutí potřebných informací ze strany klienta článek 35 odstavce 5 prováděcí směrnice, kde je uvedeno, že pokud investiční podnik tyto informace, tj. znalosti a zkušenosti klienta, jeho finanční situaci a investiční cíle, nezíská, pak investiční podnik danou službu či produkt nesmí doporučit. V praxi podle mě bude vhodné pro investiční podniky, aby si uschovaly nějaké potvrzení, na němž by bylo uvedeno, že na základě nedostatečných informací od klienta nemohly klientovi nic doporučit a dané potvrzení nechat podepsat klientovi. Jedná se o to, aby následně klient daný investiční podnik nežaloval za to, že mu bylo doporučeno, aby investoval tím či oním způsobem. Je pravda, že by klient toto tvrzení musel dokázat, avšak pro investiční podnik je dobré si pro jistotu založit potvrzení, že klientovi daná investice doporučena nebyla.

Pokud porovnáme test vhodnosti u hlavních investičních služeb s poradenskou činností a test přiměřenosti u hlavních investičních služeb bez poradenského prvku je na první pohled zjevné, že u testu přiměřenosti je povinnost získat potřebné informace podstatně užší, u testu vhodnosti je nutné požadovat vedle znalostí a zkušeností klienta i údaje o jeho finanční situaci a investiční cíle, kdežto u testu přiměřenosti postačí informace o znalostech a zkušenostech.

Pokud porovnáme tyto dva testy ve vztahu k profesionálním zákazníkům, tak u testu vhodnosti je investiční podnik povinen od těchto klientů získat pouze informace o investičních cílech. U testu přiměřenosti od profesionálního zákazníka není třeba žádné informace zjišťovat, ledaže by daná investiční služba či produkt nepatřil do kategorie daného profesionálního zákazníka.

V praxi, z toho co bylo uvedeno výše, tyto dva nové instituty nepochybně přinesli více papírování a nákladů navíc. Je otázkou, jestli to bude vykompenzováno, nebo dokonce povede k užítku, pro klienty. V praxi jistě bude velmi záviset na tom, jak se vyvine rozhodovací praxe soudu. Už i Česká republika má alespoň jednoho adepta, který by možná mohl využít ochrany, které přinesl MiFID.⁹⁹ Vzhledem k omezenému prostoru a neúplným údajům se v mé práci nechci pouštět do analýzy tohoto případu, ale každopádně rozhodnutí a odůvodnění tohoto případu bude pro české právníky velice zajímavé. Navíc by zde člověk měl spatřovat i vliv ne celou kulturu finančních trhů. Mohl by to být jeden z možných způsobů, jak snížit chuť k abnormálnímu riziku u některých účastníků trhu a prostor pro vytváření investičních bublin.¹⁰⁰

2.5.3 Best execution

Investiční podnik je povinen učinit veškeré rozumné kroky k tomu, aby dosáhl pro zákazníka nejlepší možný výsledek. Nejedná se však rozhodně o požadavek, aby investiční podnik dosáhl pro svého klienta nejlepšího možného výsledku za každé situace. Smysl této úpravy tkví v tom, aby investiční podnik zavedl povinně pravidla pro dosažení nejlepšího možného výsledku a také podle nich postupoval. Investiční podnik tedy „*není povinen zajistit provedení každého jednotlivého pokynu zákazníka za absolutně nejlepších podmínek; je ale*

⁹⁹ Klientka chce po ČSOB peníze, o které přišla investicí na Islandu. *iDNES.cz* [online], 26.června 2009. [cit. 2009-08-01]. Dostupné na: <http://ekonomika.idnes.cz/klientka-chce-po-csob-penize-o-ktete-prisla-investici-na-islandu-pwa-/ekonomika.asp?c=A090625_203044_ekonomika_anv> .

„*Božena Flegelová se pustila do sporu, u nás zatím ojedinelého. Žádá po ČSOB náhradu škody necelé dva miliony korun a omluvu za to, že na radu svého osobního bankéře špatně investovala a přišla podle svých slov o celoživotní úspory...*“; podobný problém též na: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/151667-islandske-problemy-zasahuji-cesko-hradec-kralove-mozna-prijde-o-miliony.html>>. [cit. 2009-08-01].

¹⁰⁰ Např. jeden z cílů deklarace skupiny G20 z 2. dubna 2009: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7979606.stm>> nebo z 5.září 2009: <http://www.g20.org/Documents/FM_CBG_Declaration_-_Final.pdf>. [cit. 2009-09-05].

povinen zajistit, aby každý jednotlivý pokyn zákazníka byl proveden v souladu s jeho vnitřním mechanismem zajišťujícím právě provedení pokynů zákazníků za nejlepších podmínek“.¹⁰¹

Požadavek provedení pokynu za nejlepších podmínek je zakotven v MiFIDu v článku 21. Zde je uvedeno, že investiční podniky musí přijmout „*veškerá přiměřená opatření k tomu, aby při provádění příkazů dosáhly nejlepšího možného výsledku pro své klienty vzhledem k ceně, nákladům, rychlosti, pravděpodobnosti realizace a vypořádání, objemu, povaze nebo jinému aspektu souvisejícímu s provedením příkazu.*“ Za tímto účelem mají investiční podniky postupovat podle zásad daného investičního podniku, jež umožňují požadovaného výsledku dosáhnout. V těchto zásadách bude pro každou třídu nástrojů upraveno, v jakých systémech bývají dané pokyny provedeny.

V zásadách pro provádění pokynů je třeba uvést alespoň ty převodní místa, jež investičnímu podniku trvale umožňují při provádění příkazů klientů dosahovat nejlepšího možného výsledku, a dále jaké faktory ovlivnily volbu převodního místa. Nicméně MiFID sám výslovně nestanoví nic o tom, zda je v souladu s požadavkem dosažení nejlepšího možného výsledku, jestliže bude provádět pokyny pouze na jediném převodním místě. Bylo by tedy na daném investičním podniku, aby dokázal, že toto jediné převodní místo, jež ve svých pravidlech pro danou skupinu investičních nástrojů uvádí, v souladu s požadavkem „*veškerá přiměřená opatření*“. V některých případech však určitě není vyloučeno, aby tento požadavek byl splněn.¹⁰²

Se zásadami provádění příkazů musí klient předem souhlasit. Jestliže zásady provedení příkazu daného investičního podniku zahrnují možnost provedení příkazu mimo regulovaný trh či MTF, pak je nutné, aby klient dal k tomuto výslovný souhlas, a to ať již ve formě obecné dohody nebo souhlasu k jednotlivé transakci. Tyto zásady musí jednotlivé investiční podniky monitorovat a popřípadě aktualizovat. Klienti jsou oprávněni po investičním podniku požadovat

¹⁰¹ Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 60

¹⁰² Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 64

prokázání, že jejich příkaz byl proveden v souladu s těmito zásadami a investiční podniky musí být schopny toto prokázat.

Na základě zmocnění, jež MiFID obsahuje, provedla Evropská komise určité otázky v prováděcí směrnici a to ve člancích 44 – 46. První otázkou, kterou prováděcí směrnice upravuje, jsou „*faktory*“, tj. cena, náklady, rychlost, pravděpodobnost realizace a vypořádání, objem, povaha či jiný aspekt související s provedením příkazu, určující volbu určitého převodního místa, na němž dojde k provedení příkazu, přesněji „*kritéria*“, podle nichž má být určena relativní důležitost těchto „*faktorů*“. Tato kritéria jsou následující: charakteristika zákazníka včetně jeho kategorizace, tj. profesionální či neprofesionální, charakteristika pokynu zákazníka, charakteristické rysy finančních nástrojů, které jsou předmětem tohoto pokynu a charakteristiku vypořádacích míst, do nichž lze tento pokyn nasměrovat.

Pokud se jedná o neprofesionálního zákazníka, pak je stanoveno, že se nejlepší možný výsledek určí z hlediska celkového plnění skládajícího se z ceny finančního nástroje a nákladů spojených s provedením pokynu, jež zahrnují i veškeré výlohy vzniklé zákazníkovi související přímo s provedením pokynu, a to včetně poplatků za zúčtování a vypořádání a případných dalších poplatků hrazených třetím stranám zúčastněným na provedení pokynu. Pro účely provedení za nejlepších podmínek, jestliže je možné pokyn provést na několika konkurenčních převodních místech podle zásad provádění pokynů, se vezme v potaz i výše poplatků a nákladů investičního podniku v těchto jednotlivých systémech.

Další otázkou související s „best execution policy“, která je Evropskou komisí detailněji popsána v prováděcí směrnici jsou pravidla pro provádění pokynů. Pravidla pro provádění pokynů zavedená na základě článku 21 MiFIDu stejně jako organizace provádění těchto pokynů musí být investičními podniky alespoň jednou za rok přezkoumána. Ke stejnému přezkumu musí dojít také při každé zásadní změně, která má vliv na schopnost nadále konzistentně dosahovat co nejlepších výsledků při provádění pokynů zákazníků s využitím systémů, které jsou součástí pravidel pro provádění pokynů. Neprofesionálním zákazníkům je investiční podnik povinen poskytnout stanovené informace o svých pravidlech pro provádění pokynů, a to na trvalém nosiči, popřípadě prostřednictvím internetových stránek. Tyto informace zahrnují

následující údaje: relativní důležitost nebo postup jejího určení, jakou investiční podnik připisuje faktorům, podle nichž určuje nejlepší možný výsledek, seznam vypořádacích míst, na něž podnik spoléhá při plnění své povinnosti. Učiní veškeré přiměřené kroky ke konzistentnímu dosahování nejlepšího možného výsledku při provádění pokynů klientů a upozornění, že jakékoli specifické pokyny klienta mohou podniku zabránit v tom, aby postupoval standardně podle pravidel pro provádění pokynů s cílem dosahovat nejlepších možných výsledků.

Nicméně v případě, kdy dá klient konkrétní pokyn, pak postupuje investiční podnik podle tohoto konkrétního pokynu a neuplatní se tedy postup, jenž by nastal standardně podle této tzv. „best execution policy“.

Důležité je upozornit také na to, že investiční podnik nemusí samozřejmě pokyn provést sám, nýbrž může využívat prostředníků. Nicméně přestože sám daný pokyn neprovede, může i přesto značně ovlivnit, jak budou tyto pokyny provedeny. Například může prostředníkovi určit, aby daný pokyn provedl okamžitě či na konkrétním převodním místě. Daný prostředník může být investičním podnikem vybrán např. proto, že sám nemá na konkrétní převodní místo přístup, např. daný investiční podnik není členem burzy nebo se jedná se o podniky v rámci jednoho koncernu.

Pro obhospodařování portfolia a přijímání a předávání pokynů platí zvláštní režim pravidel best execution. Jedná se o případy, kdy investiční podnik sice obhospodařuje klientovo portfolio, ale neprovádí ho sám, nýbrž ho předá dalšímu investičnímu podniku k provedení a dále o případy, kdy je investiční podnik, který pokyn k provedení předává, pouhým příjemcem a předávatelem pokynu. Bylo by nesmyslné, kdyby měl investiční podnik, který pokyn pouze přijímá a předává či investiční podnik, který spravuje klientovo portfolio, kontrolovat každý krok, který provede jím pověřený investiční podnik. Docházelo by tak k „*duplicitě povinnosti provést pokyny zákazníka s co možná nejlepším výsledkem*“.¹⁰³ Tuto duplicitu však MiFID nevyžaduje. Na dané situace pamatuje prováděcí směrnice ve svém článku 25, kde stanoví pro investiční podniky poskytující tyto dva druhy investičních služeb zvláštní režim best execution.

¹⁰³ Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006. str. 67

Článek 25 neprovádí článek 21 MiFIDu, ale článek 19, který stanoví obecnou povinnost investičních podniků při poskytování veškerých investičních a doplňkových služeb klientům jednat v souladu s nejlepšími zájmy svých klientů. Pokud tedy investiční podnik poskytuje službu obhospodařování klientova portfolia či pouze přijímání a předávání pokynů postačí, jestliže učiní „*všechny rozumné kroky k tomu, aby vybral obchodníka s cennými papíry, u něhož lze s nejvyšší pravděpodobností předpokládat, že provede pokyn za nejlepších podmínek.*“ Pověřený investiční podnik má pak povinnost daný pokyn provést za nejlepších možných podmínek. Investiční podnik, který spravuje dané portfolio či daný pokyn předal je povinen monitorovat kvalitu provádění pokynů, nicméně se může spolehnout na to, že pověřený investiční podnik ho provede za nejlepších podmínek.

Co se týče praktického implementace ustanovení best execution policy, lze aspoň v některých případech pozorovat rezistenci vůči nim přes tzv. „bundled fees“. Jde o to, že správci portfolií často platí svým obchodníkům s cennými papíry poplatky za provedení obchodu současně s poplatky za průzkum trhu a informace o společnostech. Koneční investoři, tak nemohou rozlišit, kolik za co platí. To vede samozřejmě k neefektivitě. Poškozuje to jak konečné zákazníky, kteří přeplácejí za služby, tak to poškozuje konkurenci na trhu nezávislých investičních poradců.¹⁰⁴ Bude tak potřeba zřejmě doplnit právní úpravu o povinnost, aby správci portfolií vyúčtovali poplatky za provádění pokynů a za poradenské služby odděleně.

Nakonec bych v této souvislosti ještě rád zmínil obecnou povinnost investičních podniků při poskytování investičních služeb jednat v nejlepším zájmu svého klienta. Tato povinnost je stanovena v MiFIDu v článku 19, který zní následovně: „..., *aby investiční podnik při poskytování investičních služeb nebo případných doplňkových služeb klientům jednal čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy svých klientů...*“ Danou povinnost promítl český zákonodárce v Zákoně o podnikání na kapitálových trzích v § 15, kde je stanoveno, že „*Obchodník s cennými papíry jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků...*“ Dané ustanovení je podle mě velice důležité pro ochranu klientů

¹⁰⁴ Funds still overpay via bundled fees:Instinet . *REUTERS* [online]. 11. května 2009. [cit. 2009-08-02]. Dostupné na: <<http://uk.reuters.com/article/idUKTRE54A3Q120090511>>

investičního podniku vzhledem k tomu, že jim poskytuje základ pro možnou žalobu na náhradu škody ze strany investičního podniku, pokud tuto svoji povinnost poruší.

Závěr

Má diplomová práce se snažila podat přehled o systému nepřímého držení cenných papírů. Z podkapitoly o historii si lze vzít několik ponaučení. Především si uvědomit, že tento systém nevznikl postupnou evolucí, ale je důsledek jednorázového účelového rozhodnutí. Dále je to hezký protipříklad jednoho rčení. Zde jedna prohraná bitva, znamenala prohru celé války, podobně jako Bílá hora. Jinými slovy řečeno, je dobré se poučit jaká je síla složitosti, strachu z neznáma a vysokých „*switching costs*”.

Podkapitola o americkém systému nám poskytuje tak trochu pohled do budoucna, i když ne tak zcela úplně, protože v budoucí evropské úpravě může být úprava výkonu hlasovacích práv trochu jiná. Je to možná potenciální příležitost pro někoho, ale zároveň varování pro ostatní, co nedopustit. Je totiž nemilé, když musíte platit něco, co byste vlastně vůbec nepotřebovali, být právní úprava trochu jiná.

Anglická úprava, kromě informací o pravidlech systému nepřímého držení cenných, dává poučení o tom, jak si angličtí experti cení přehlednosti, srozumitelnosti a jednoduchosti úpravy v tomto odvětví práva, kvůli tomu, že až ji bude nejvíce potřeba, tak bude třeba jednat opravdu rychle. Tu stejnou obavu měli i američtí autoři před revizí článku 8 UCC. To by mohlo být inspirací i pro nás, abychom měli úpravu o poznání přístupnější. Dále mě zaujalo to, jak se liší dva dokumenty mající stejný cíl, když v jednom případě je tvůrcem pouze národní tým FMLC a když je tvůrcem LCG, která má k dispozici experty z 20 a více států a může si dovolit komparativní srovnávání.

Česká úprava. Vzhledem k posledním událostem se snad konečně dočkáme v brzké době nového systému evidence investičních nástrojů, jak jej předpovídá ZPKT. Novela ZPKT z roku 2008 vytvořila možnost víceúrovňové evidence držené v samostatné evidenci, takže se to možná některým obchodníkům s cennými papíry bude hodit. Jinak je to ale stále systém, který vyvolává řadu otázek, hlavně ve vztahu k zahraničním investorům. Přiznám se, že tématu české úpravy jsem z časových důvodů zůstal dosti dlužen a bylo by třeba se k ní někdy blíže s načerpanými

zkušenostmi ze zahraničních vrátit. Celkem dost detailů o ní však podává již výše citovaný článek.¹⁰⁵

Rozdrobenost systémů držení cenných papírů, tak jako ji známe v Evropě dnes, představuje potenciální riziko pro investory v podobě právní nejistoty o výsledku některých situací a vysoké náklady spojené s obchodováním. Tomuto stavu se pokouší postavit Evropská komise. Případná budoucí harmonizace může přinést jak pozitiva tak i potenciálně negativa. Mezi pozitivy bych viděl především již zmíněné snížení individuálního rizika a snížení nákladů na vypořádání a umožnění existence větší konkurence. Samozřejmě když se sníží náklady, sníží se i zisky mnoha subjektům. V tomto faktoru určitě můžeme hledat jeden z hlavních důvodů, proč je tato harmonizace relativně pomalá. Viz. také například osud Haagské úmluvy na půdě Evropského parlamentu. V případě protekcionistického stanoviska se můžeme obávat, že zvýšená konkurence bude k prospěchu velkých hráčů, zatímco menší přijdou o své místo na slunci. Jestli je to negativum nebo pozitivum, těžko říct.

Navrhovaná evropská úprava, díky své systematickosti a flexibilitě k jednotlivým národním úpravám, představovala určitě krok vpřed na cestě k vyšší individuální jistotě investorů. K úpravě, ať už anglické nebo evropské je třeba poznamenat, že za účelem snížení systematického rizika, rezignuje na některé jinak normální zásady civilních úprav. Je zde neodvolatelnost pokynu i v případě insolvence nebo poměrné nesení ztrát investory, i když za ní třeba nenesou žádné zavinění. Co ještě plyne ze zprávy LCG a o čem se moc nemluví je, že vlastně v tomto systému existuje relativně snadná možnost inflace emise (prodávání falešných cenných papírů), která vyžaduje vysoké nároky na provádění dohledu regulátory. Jejich selhání by mohlo jednou vést k podobným skandálům, jako byl Enron a další nebo podvody s ABS.

Celkově z toho co bylo napsáno, je na mnoha místech vidět, že na první pohled technická záležitost jako je způsob držení cenných papírů, má velký význam pro poměr sil na finančních trzích. Systém držení cenných papírů není jen izolovaná otázka, ale je klíčem ke službám clearingů a vypořádání a ty jsou dále klíčem k poskytování burzovních služeb. Jeho

¹⁰⁵ Viz. citace č. 4.

inherentní vlastnost hierarchičnost, také dává silnou pozici osobám stojícím na vrcholu, proto o něj dozajista probíhá skrytý, ale ostrý zákulisní boj.

Pokud jde o druhé podtéma mé diplomové práce je vidět, že se již hodně změnilo na evropských trzích. Vznikla zde řada nových obchodních systémů, hlavně tzv. vícestranných obchodních systémů, které v krátké době zaujaly významnou část některých trhů. Taktéž někteří čeští obchodníci s cennými papíry, i přes omezenou velikost našeho trhu, využili možností, které MiFID přinesl. Osud některých, zejména Pražské burzy, však v rámci těchto změn (a dalších) nemusí být zrovna potěšitelný.

Otázky spojené s prováděním obchodů prováděných na mnoha převodních místech a možného zneužití trhu, má řešit sada pravidel o transparentnosti. Dnes se zdá, že celkově MiFID přispěl ke zhoršení transparentnosti trhu a zvýšení nákladu na získávání informací. Je však možné, že tato otázka se časem vyřeší zlepšením a zlevněním činnosti soukromého sektoru. Je to přece jenom málo pouze necelé dva roky od nabytí účinnosti v listopadu 2007.

„Best execution policy“ je určitě zajímavým institutem, který má vést mimochodem k rychlejšímu odstranění existujících vazeb mezi investičními podniky a převodními místy, k dosažení vykonání pokynu zákazníka za nejlepších možných podmínek. Zvolené kritérium pro jeho uplatnění je dost složité a může tak snížit jeho praktickou využitelnost. Ale bude hodně záviset na rozhodovací činnosti soudů, jak si s tímto kritériem poradí a jak ho budou aplikovat. Stejně tak jako test vhodnosti, tj. vhodnosti poskytnutí konkrétní investiční služby konkrétnímu zákazníkovi na základě znalosti jeho hmotných poměrů. Dovoluji si tvrdit, že vhodná aplikace tohoto testu v praxi by mohla vést ke snížení volatility trhů a k pečlivějšímu posuzování investičních podniků, co klientům nabídnou a co ne, i za cenu jejich nižších zisků. Až časem se pozná, jestli podstatně zvýšené nároky na papírování budou mít i nějaký užitečný efekt.

Použitá literatura

1. HOLÁ, Martina. Bankovní strašák jménem MiFID. FinExpert.cz [online]. 12. června 2007 [cit. 2009-08-25]. Dostupné na: <<http://www.finexpert.cz/Autori/Bankovni-strasak-jmenem-MiFiD/sc-48-sr-1-a-19534/default.aspx>>.
2. Zdroje FMLC dostupné na <www.fmlc.org>, viz. text.
3. DONALD, David. The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries . SSRN [online]. září 2007. [cit. 2009-08-10]. Dostupné na: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017206>.
4. PIHERA, Vlastimil. Evidence investičních nástrojů – středisko cenných papírů v novém hávu. Právní rozhledy 1/2005. Str. 22 – 23
5. ROGERS, James Steven. "Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8". UCLA Law Review 43. červen 1996. [cit. 2009-08-09]. Dostupné na: <<http://www.bc.edu/schools/law/library/meta-elements/pdf/content/Rogers/policy%20perspectives.pdf>>.
6. GANADO, Max et al.. TRUSTS LAW AND MANAGEMENT (Foundation Course Notes). Malta: Institute of Financial Practitioners, 2008
7. ELEK, Štefan. Cenné papíry držené skrze prostředníky. Právní rozhledy 21/2005.
8. Úryvek z článku „Čeká nás vlna IPO?“. Bankovníctví [online]. 15. prosince 2005. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10066440-17408450-900000_d-ceka-nas-vlna-ipo>.
9. URBÁNEK, Vladimír. KCP - UNIVYC musí vylepšit svou žádost o licenci centrálního depozitáře. Kurzy.cz [online] 15. dubna, 2005. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <<http://zpravy.kurzy.cz/106960-kcp-univyc-musi-vylepsit-svou-zadost-o-licenci-centralniho-depozitare/>>
10. Např. Centrální depozitář cenných papírů asi nebude ani letos. iHNed.cz [online]. 8. června 2006. [cit. 2009-08-15].
11. Pražská burza zřídí centrální depozitář všech cenných papírů v Česku. iHNed.cz [online]. 10. listopadu 2008. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <<http://finweb.ihned.cz/c1-38065270-prazska-burza-zridi-centralni-depozitar-vsech-cennych-papiru-v-cesku>>
12. Klient žaluje Středisko. Přišel o akcie za stamiliony. iHNed.cz [online]. 10. listopadu 2008. [cit. 2009-08-15]. Dostupné na: <<http://hn.ihned.cz/c1-30090470-klient-zaluje-stredisko-prisel-o-akcie-za-stamiliony>>
13. Zdroje z oficiálních stránek Evropské komise. Viz. text.
14. The unsettling facts of post trading. Financial Times [online]. 7. září 2008. [cit. 2009-08-16]. Dostupné na: <http://www.ft.com/cms/s/0/c12c3db2-7b59-11dd-b839-000077b07658,dwp_uuid=b4f76eac-bab4-11db-bbf3-0000779e2340.html>
15. Jednotný vnitřní trh – Volný pohyb služeb a kapitálu. BusinessInfo.cz [online]. 12. června 2007. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/politiky-eu/jednotny-vnitri-trh-volny-pohyb-sluzeb/1000521/10931/>>
16. Stránky ECB: <<http://www.ecb.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>>. [cit. 2009-07-22].

17. Lisabonská strategie. BusinessInfo.cz [online]. 12. června 2007. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/politiky-eu/lisabonska-strategie/1000521/9599/#vytvoreni_integrovaných>
18. POLITIKY EU. Euroskop.cz [online]. [cit. 2009-07-22]. <<http://www.euroskop.cz/673/sekce/financni-sluzby/>>
19. Konzultační materiál k MiFID: Tržní infrastruktura. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006.
20. CASEY, J. P., LANOO, K.. The MiFID Implementing Measures: Excessive Detail or Level Playing Field?. ECMI Policy Brief, No1. květen 2006
21. FAFELL, Sean. City set for big changes as Mifid goes live. The Independent. 1. Listopadu 2007. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <<http://www.independent.co.uk/news/business/news/city-set-for-big-changes-as-mifid-goes-live-398506.html>>
22. Decomposing MiFID. Financial World Online [online]. Červenec 2006. [cit. 2009-07-22]. Dostupné na: <https://www.financialworld.co.uk/Archive/2006/2006_07jul/Features/MiFID/article_4/7108-print.cfm>
23. TISON, Michel. The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States. SSRN [online]. listopad 1999. [cit. 2009-07-27]. Dostupné na: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=193270>
24. Např. CLARK, Nick. Record quarter for Plus as LSE faces threat from alternatives. The Independent. 15. dubna 2009. [cit. 2009-07-22].
25. Dostupné na: <<http://www.independent.co.uk/news/business/news/record-quarter-for-plus-as-lse-faces-threat-from-alternatives-1668880.html>>.
26. Burgundy: A New Multilateral Trading Facility for Nordic Securities. Internationallawoffice.com [online]. 19. Května 2009. [cit. 2009-09-01].
27. Dostupné na: <<http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/detail.aspx?g=1b641eb3-05d9-4cb2-bbb4-9130871c1dfe>>
28. Snaha snížit náklady vede Wood & Company na mimoburzovní trhy. iHned.cz [online]. 14. dubna 2009. [cit. 2009-09-02]. Dostupné na: <<http://finweb.ihned.cz/c1-36722110-snaha-snit-naklady-vede-wood-company-na-mimoburzovni-trhy>>
29. Publication and Consolidation of MiFID market transparency data. Level 3 Guidelines. CESR: 2007.
30. PETIFER, Nicholas. Market Abuse was easier to detect pre-MiFID. IFLR [online]. 22. duben 2008. [cit. 2009-09-05]. Dostupné na: <<http://www.iflr.com/Article.aspx?ArticleID=1982939>>.
31. Konzultační materiál k MiFID: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2006.
32. Klientka chce po ČSOB peníze, o které přišla investicí na Islandu. iDNES.cz [online], 26.června 2009. [cit. 2009-08-01]. Dostupné na: <http://ekonomika.idnes.cz/klientka-chce-po-csob-penize-o-ktere-prisla-investici-na-islandu-pwa/ekonomika.asp?c=A090625_203044_ekonomika_anv> .
33. Funds still overpay via bundled fees:Instinet . REUTERS [online]. 11. května 2009. [cit. 2009-08-02]. Dostupné na: <<http://uk.reuters.com/article/idUKTRE54A3Q120090511>>

Seznam zkratek

(Pořadí podle výskytu v textu)

MiFID	-	Markets in Financial Instruments Directive
EHS	-	Evropské hospodářské společenství
UNIDROIT	-	International Institute for the Unification of Private Law
SEC	-	U.S. Securities and Exchange Commission
UCC	-	Uniform Commercial Code
DTC	-	Depository Trust Company
NYSE	-	New York Stock Exchange
FMLC	-	Financial Markets Law Committee
CREST	-	centrální depositář ve Velké Británii
ZPKT	-	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
ObchZ	-	zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník
ECOFIN	-	Economic and Financial Affairs Council
CESR	-	Committee of European Securities Regulators
ISD	-	Investment Services Directive, Směrnice rady 93/22/ES
ABS	-	Asset-Backed Securities
CDOs	-	Collateralized debt obligations

Abstract

Financial market and its perspectives

PAPŘOK, Richard

The purpose of my thesis is to study financial market and its prospective. The thesis is composed of two main chapters, each of them dealing with different topic concerning financial markets. The reason for my research is that I find both these as highly topical and important.

Chapter One deals with indirect holding system. The chapter is divided into eight parts. Part One describes introductory terms, Part Two explains general demands on every national Indirect Holding system, Part Three deals deeply with history which seems to be really exciting. Next five Parts presents international comparison of several systems. Part One deals with the most standard American legislature with attention to voting system, Part Two with English system based on case law and with attention to proposed FMLC legislation. Part Three is devoted to the new Czech proposed system and describes some problems with new legislation. Part Seven focuses on initiative of European Commission and last part deals with two international initiatives.

Chapter Two examines new European legislation concerning market in financial instruments. The chapter consists of five parts. Part One describes shortly History of European financial market harmonisation, part two describes so called Lamfalussy process as special legislative technique. Part Three describes generally MiFID, basic principles and the most important new institutes (RM, MTF, SI, pre-&post-trade transparency, best execution policy). Part Four and Five investigate influence of new Directive on real market both retail and wholesale participants.

Conclusions are drawn in the last chapter. As to the indirect Holding System we see how many issues have to be solved in this complex problem. As to the MiFID we see that it has both positive and negative influence.

Klíčová slova: Finanční trhy, Evidence cenných papírů, MiFID

Keywords: Financial Markets, Indirect Holding System, MiFID