

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Veronika Jůvová

Směrnice o trzích s finančními instrumenty (MiFID)

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: prof. JUDr. Stanislava Černá, Csc.

Katedra: Obchodního práva

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 25. června 2009

„Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracovala samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.“

Veronika Jůvová

Obsah

Úvod.....	4
Kapitálový trh.....	6
Evropská integrace kapitálového trhu	7
Směrnice o investičních službách	8
Akční plán finančních služeb	9
Lamfalussyho proces – nový přístup k procesu přijímání komunitárních předpisů	11
CESR a ESC.....	14
Kapitálový trh v ČR jako součást Evropského kapitálového trh.....	15
Zvláštnosti českého kapitálového trhu	17
MiFID z pohledu evropského zákonodárce	19
Hlavní cíle MiFID	20
Prováděcí legislativa	21
Transpozice MiFID do českého právního řádu	22
Změny v právním řádu ČR po transpozici MiFID	23
Koho se MiFID týká?.....	24
Organizace kapitálového trhu.....	25
Dohled nad kapitálovým trhem	28
Investiční služby.....	30
Investiční nástroje	32
Subjekty poskytující investiční služby	35
Obchodník s cennými papíry.....	35
Vázaný zástupce.....	37
Investiční zprostředkovatel	37
Ochrana investora.....	38
Kategorizace zákazníků.....	39
Jednání se zákazníky	40
Povinnost best execution.....	43
Transparentnost trhu.....	46
Řešení sporů podle čl. 53 MiFID	49
Závěr.....	50

Úvod

Oblast kapitálových trhů je velmi zajímavá a velmi rozsáhlá. Dobře fungující kapitálový trh je jedním z hlavních ukazatelů zdravé ekonomiky státu. Po vstupu České republiky do Evropské unie bylo zapotřebí přijmout komunitární legislativní úpravu kapitálových trhů, díky níž se i český trh s kapitálem zapojil do integrovaného evropského kapitálového trhu.

Komplexní regulace kapitálového trhu byla na komunitární úrovni nejprve svěřena směrnice Rady č. 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů (dále jen „směrnice o investičních službách“). Ta ovšem nemohla bez větších změn reagovat na rychlý vývoj kapitálového trhu a její úprava nebyla časem poplatná situaci na trhu. Proto bylo nutné přijmout legislativní opatření, která by korespondovala s ekonomickým vývojem. V roce 2004 tak byla přijata směrnice, která nahradila stávající úpravu založenou směrnicí o investičních službách, MiFID (Markets in Financial Services Directive, dále jen „MiFID“). MiFID je významná tím, že zasahuje do všech aspektů kapitálového trhu a představuje jakýsi komplexní rámec pro úpravu této oblasti.

I když uplynulo již 5 let od jejího přijetí v roce 2004, MiFID byla do českého právního řádu implementovaná až v roce 2008 a poslední prováděcí legislativa vstoupila v platnost teprve nedávno. Proto je podle mého názoru vhodné v tomto okamžiku zhodnotit zdařilost implementované úpravy a její důsledky v praxi, a také se zaměřit na novinky, které MiFID na český kapitálový trh přinesla.

Ve své práci jsem se v prvních kapitolách nejprve pokusila nastínit vývoj regulace evropského kapitálového trhu, se zaměřením na speciální proces přijímání komunitární legislativy, vytvořený Lamfalussyho procesem. Další kapitola je věnována procesu vzniku českého trhu s kapitálem a jeho začlenění do evropského kapitálového trhu.

Následující kapitoly jsou věnovány už přímo směrnici MiFID, se kterou bych chtěla čtenáře seznámit nejprve z pohledu evropského zákonodárce a objasnit tak smysl a účel její úpravy a následně komparací s českou právní úpravou zhodnotit, zda byl tento smysl a účel dodržen i českým zákonodárcem.

Dále navazují kapitoly popisující jednotlivé oblasti, na které se úprava MiFID vztahuje. Jedná se o charakteristiku investičních služeb, a především definování investičního poradenství jako investiční služby a následky v praxi s tím spojené. Další kapitola je věnovaná změně postavení subjektů poskytujících investiční služby.

Největší část mé práce se zabývá postavením investora, které se v souvislosti s implementací MiFID podstatně změnilo. Skončila doba, kdy rizika z investičních operací nesl pouze investor. Dnešními právními předpisy je dána investorovi značná úroveň ochrany, která spočívá jednak v povinnosti obchodníka s cennými papíry provádět pokyny zákazníka za nejlepších podmínek (povinnost best execution), a jednak v systému mimosoudní ochrany spotřebitelských sporů, v rámci kterého se investor může domáhat řešení svých stížností. Právě druhý z uvedených prostředků ochrany je u nás ne příliš dokonale proveden, především díky okleštěným pravomocím finančního arbitra.

Výrazné zlepšení postavení investora přinesla také kvalifikace investorů na profesionální a drobné zákazníky a způsobilou protistranu. Většina investorů spadá do skupiny drobných zákazníků, kteří požívají nejvyšší úroveň ochrany. Mezi profesionální zákazníky patří především investiční společnosti, u kterých se předpokládá jistá míra znalostí a zkušeností, a proto tu stupeň ochrany není tak vysoký.

Znalosti a zkušenosti investorů jsou vyhodnocovány na základě informací, které investor uvede v investičním dotazníku. Ten je pak jakýmsi vodítkem pro obchodníka s cennými papíry, podle kterého může určit nejen znalosti a dosavadní zkušenosti investora, ale také jeho cíle v oblasti investování. Tady jsem se zaměřila na problematiku spojenou se samotným vyplněním dotazníku, kdy je pro investora často obtížné, zhodnotit své zkušenosti a znalosti, a také rozhodnout se, zda-li podstoupí vyšší riziko a s ním spojené větší výnosy nebo se raději rozhodne při investování zůstat při zemi.

V závěru své práce bych ráda zhodnotila zdařilost české transpozice MiFID a přínosy, popř. nedostatky samotné MiFID.

Kapitálový trh

Kapitálový trh je součástí trhu finančního, který představuje fenomén, který poutá zájem investorů po celá staletí.¹ Finanční trh tvoří kromě trhu s kapitálem také peněžní trh a úvěrový trh.² Rozdíl mezi kapitálovým trhem a peněžním trhem spočívá v době splatnosti obchodovaných cenných papírů. Na peněžním trhu se tak obchoduje s cennými papíry, jejichž splatnost je do jednoho roku. Takovými cennými papíry jsou především vkladní pokladniční poukázky a depozitní certifikáty.³

Kapitálový trh je jako každý trh místem, kde se střetává nabídka s poptávkou, v tomto případě po kapitálu. Kapitálem se rozumí dlouhodobé finanční instrumenty (se splatností delší než 1 rok). Na kapitálovém trhu se setkávají dva typy subjektů. Jsou to na jedné straně ti, kteří disponují volnými finančními prostředky (ti kteří jich mají relativní přebytek – investoři) a na druhé straně ti, kteří finanční prostředky poptávají (ti, kteří jich mají relativní nedostatek - emitenti). Základní funkcí kapitálového trhu je tak distribuce finančních prostředků od subjektů, které vykazují jejich přebytek, k subjektům, které vykazují jejich nedostatek.

Emitenti umisťují na kapitálový trh finanční nástroje, které skupují investoři a poskytují tak emitentům prostředky na rozvíjení jejich další podnikatelské činnosti. Výše uvedený proces⁴ se realizuje na tzv. primárním trhu, který představuje základ obchodování na kapitálovém trhu. Finanční nástroje odkoupené od emitentů na primárním trhu jsou pak předmětem obchodování na trhu sekundárním. I když je jasné, že sekundární trh by nemohl existovat bez prvotní emise na primárním trhu, plní neméně významnou roli. Na sekundárním trhu se určuje cena finančních nástrojů obchodovaných na primárním trhu. Investor⁵ je totiž ochoten za finanční nástroj emitovaný na primárním trhu nabídnout jen takovou cenu, za kterou ho bude moci prodat na sekundárním trhu.

¹ Veselá, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, a.s., 2007. 15 s.

² Úvěrový trh bývá zařazován do širšího pojetí finančního trhu. Finančním trhem v užším pojetí se pak rozumí pouze kapitálový trh a peněžní trh, na kterém se emitují krátkodobé cenné papíry.

³ Pavlát, V. Kapitálové trhy. Praha: Professional Publishing, 2003. s. 22-23

⁴ Tzv. emisní obchody

⁵ Na primárním trhu označován jako upisovatel.

K přemísťování kapitálu mezi subjekty kapitálového trhu dochází skrze instrumenty kapitálového trhu. Mezi tyto instrumenty řadíme investiční cenné papíry, cenné papíry vydané fondem kolektivního investování a deriváty. Nejfrekventovanějšími instrumenty kapitálového trhu jsou bezesporu akcie a dluhopisy. Dluhopisy představují závazek dlužníka splatit jednak částku, kterou si vypůjčil, a jednak v pravidelných intervalech vyplácet úroky. Oproti dluhopisům představují akcie vyšší riziko pro investora kompenzované vyšším výnosem.

Kapitálový trh tak představuje možnost pro investory, jak zhodnotit své finanční prostředky aktivním způsobem.

Evropská integrace kapitálového trhu

Idea vytvoření jednotného evropského trhu sahá až do doby založení Evropského společenství. V souladu s ní měl být vytvořen jednotný evropský trh, který měl být silným protivníkem trhu americkému. V rámci tohoto trhu mělo docházet k volnému pohybu zboží služeb, pracovníků a také kapitálu. Volný pohyb kapitálu je tak jednou ze čtyř základních svobod Evropského společenství. Dobře fungující kapitálový trh je ukazatelem zdravé ekonomiky každého státu. Základy evropské integrace kapitálových trhů byly položeny již Smlouvou o založení EHS⁶ a EUROATOM⁷.

Smlouva o založení Evropského společenství (dále jen „SES“) řadí vytvoření vnitřního trhu, v rámci kterého má docházet k volnému pohybu kapitálu, do jedné z hlavních činností Evropského společenství (dále jen „ES“).⁸ Zákaz omezování volného pohybu kapitálu je dále vyjádřen v čl. 56 odst. 1 a odst. 2 SES, přičemž jsou přípustné určité výjimky z tohoto zákazu.

Prvním legislativním komunitárním aktem vydaným v oblasti kapitálových trhů byla směrnice z roku 1960, o liberalizaci kapitálových transakcí. Po ní následovala

⁶ Evropské hospodářské společenství

⁷ Evropské společenství pro atomovou energii

⁸ čl. 3 odst. 1 písm. c) SES

směrnice z roku 1962. V důsledku následného světového ekonomického vývoje stagnovala legislativní činnost v oblasti komunitárních kapitálových trhů a k jejímu obnovení došlo až v polovině 80. let 20. století.

První cíle pro sjednocení kapitálového trhu byly vytyčeny v Bílé knize o dokončení vnitřního trhu z roku 1985.⁹ Bílé knihy představují v ES dokumenty, které stanoví cíle, principy a priority té které oblasti. Představují závazné dokumenty, jejichž přijetí předchází veřejná diskuze na základě tzv. Zelené knihy. Zelená kniha je nezávazným dokumentem, který má vyvolat diskusi na dané téma a umožnit jednotlivým členským státům vyjádřit své stanoviska k dané problematice.

Bílá kniha o dokončení vnitřního trhu obsahovala téměř 300 legislativních opatření, která měla napomoci vytvoření jednotného vnitřního trhu bez překážek a zabezpečit tak konkurenceschopnost evropské ekonomiky. Jejím hlavním přínosem bylo stanovení zásady regulace domovského státu. Což v praxi znamená, že společnost, která se rozhodne podnikat na území jiného členského státu, než ve kterém má sídlo (domovský stát), se řídí předpisy svého domovského státu bez ohledu na předpisy státu hostitelského.

Prohloubením integrace kapitálového trhu se zabýval i summit v Cardiffu v roce 1998, kde byl přijat akční plán rizikového kapitálu¹⁰. Cílem tohoto akčního plánu bylo odstranění právních i administrativních překážek, s cílem přispět k rozvoji malého a středního podnikání.

Směrnice o investičních službách

Průlom v oblasti právní úpravy evropského kapitálového trhu představovalo přijetí směrnice o investičních službách v roce 1993, která představovala detailní úpravu oblasti kapitálového trhu, prošla mnoha novelizacemi a nahrazena byla až směrnicí MiFID.

⁹ Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council [online] (Milan, 28-29 June 1985) COM(85) 310, June 1985 [cit. 10. 4. 2009] dostupná na http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf

¹⁰ Rizikový kapitál (venture capital) představuje soukromý kapitál určený k založení, odkupu nebo rozvoji společnosti s rychlým růstovým potenciálem. Je poskytován buď výměnou za podíl v takové společnosti nebo skrze fond rizikového kapitálu.

Směrnice o investičních službách byla prvním předpisem, který poskytl komplexní rámec úpravy investičních služeb. Směrnice o investičních službách stanovila minimální standardy pro subjekty poskytující investiční služby.

Směrnice o investičních službách zakotvila jedno velmi významné pravidlo, na základě kterého mohou držitelé oprávnění z domovského státu realizovat toto oprávnění i na území jiných členských států (tzv. hostitelských států).¹¹ S tímto pravidlem se váže pravidlo dozoru orgánu ve státě sídla. Tedy zásada, že poskytovatel investičních služeb zásadně podléhá dozoru orgánu státu, ve kterém má sídlo bez ohledu na to, zda poskytuje investiční služby ve více členských státech.

V praxi tak často nastávala situace, kdy investor ze státu A se cítil být poškozen jednáním obchodníka s cennými papíry ze státu B, který tam poskytoval investiční služby na základě jednotného evropského pasu a podléhal tak dozoru orgánu státu B. Investor ze státu A se pak mohl obrátit na orgán dozoru státu A, kterému ale nezbylo nic jiného než celou věc postoupit orgánu dozoru státu B. Tato poněkud složitá konstrukce je ale nutná vzhledem k zamezení tzv. netarifních bariér volného obchodu, jimiž by mohlo být komplikováno poskytování investičních služeb v rámci Evropské unie.¹²

Nedostatkem směrnice o investičních službách bylo, že existovala až příliš dlouho na to, aby mohla být poplatná nové situaci na trhu, vzniklé v důsledku rychle se rozvíjející ekonomiky. Mezi její největší nedostatky patřil fakt, že mezi investiční nástroje nezařazovala komoditní deriváty. Pro jejich obchodování tak nebyl stanoven pevný právní rámec žádným komunitárním předpisem. To v praxi zapříčinilo, že společnosti, které chtěly obchodovat s komoditními deriváty za hranicemi svých domovských států, neměly jistotu, jak bude daná problematika upravena v tom kterém státě. Vznikla tak právní nejistota ohledně úpravy obchodování s komoditními deriváty, která měla svůj původ v roztržitém právní úpravě.

Akční plán finančních služeb

¹¹ Tzv. princip jednotného evropského pasu (european single passport)

¹² Blíže viz Dědič, J.; Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?: 2. dopln. a aktual. vydání. vyd. Praha: BOVA POLYGON, 2005. s.267.

Jednotné úpravy investičních služeb mělo být dosaženo dodržováním zásad a principů, které byly stanoveny v rámci tzv. Akčního plánu finančních služeb (Financial Services Action Plan, dále jen „FSAP“). FSAP vznikl na základě dokumentu Evropské komise nazvaného „Finanční služby: vytvoření rámce pro akci“. Tento dokument byl přijat v prosinci 1998 na zasedání Evropské komise ve Vídni. Na vytváření FSAP se podílela řada expertních skupin z nichž nejvýznamnější byla Financial Services Policy Group (dále jen „FSPG“), která se skládala ze zástupců ministerstev financí členských států a Evropské centrální banky.¹³

Na summit ve Vídni navázal summit v Cardiffu v roce 1998, kde byl stanoven akční plán rizikového kapitálu, se zaměřením na odstranění zbývajících překážek volného obchodu.

Definitivní podoba FSAP byla přijata v roce 1999 na summitu v Kolíně nad Rýnem. Mezi jeho hlavní priority bylo zařazeno založení jednotného trhu wholesalesových finančních služeb, otevření retailových trhů a zajištění a posílení pravidel dohledu nad finančním trhem. Rozvoj jednotného trhu s kapitálem podpořilo přijetí eura v roce 1999.

Dosažení vytyčených cílů a zajištění priorit se v rámci FSAP předpokládalo do konce roku 2004. Jak už tomu ovšem v praxi bývá, takto stanovená předsevzetí se v reálném světě setkají s řadou překážek, jejichž překonání pozdrží proces jejich aplikace. Nejinak tomu bylo i v případě FSAP. Proto byla přijata v prosinci roku 2005 Bílá kniha o politice finančních služeb, která nastiňovala vývoj této oblasti až do roku 2010 a stanovila pro budoucí vývoj pět základních priorit:

- Konsolidace dosavadních kroků a zajištění implementace a vynucení platné právní úpravy
- Používání principu „lepší regulace“ při vytváření jakýchkoliv politik v oblasti finančních služeb

¹³ ČNB, slovník evropských pojmů, dostupný na http://www.cnb.cz/export/CZ/Prakticke_informace/Slovnicek_pojmu/Slovnicek_evropskych_pojmu.html

- Výraznější sblížení mechanismů dozorových orgánů členských států (tzv. supervizní konvergence)
- Vytvoření silnějšího konkurenčního prostředí mezi poskytovateli finančních služeb, zejména v případě retailového trhu
- Zvýšení vlivu Evropské unie při globalizaci kapitálových trhů¹⁴

Bílá kniha o politice finančních služeb přinesla ještě jednu významnou novinku do oblasti kapitálového trhu. Byl v ní zakotven Lamfalussyho proces jako nástroj tvorby evropské legislativy v oblasti finančního trhu.

Lamfalussyho proces – nový přístup k procesu přijímání komunitárních předpisů

Proces přijímání komunitárních předpisů doznal značné změny po přijetí tzv. Lamfalussyho zprávy, která dala tomuto novému přístupu k přijímání svých předpisů i název. Alexander Lamfalussy byl bývalý prezident Mezinárodního měnového fondu, který byl v červnu 2000 postaven do čela tzv. Výboru moudrých pro regulaci evropského trhu s cennými papíry (Committee of Wise Men, dále jen „Výbor moudrých“). Výbor moudrých byl ustaven Radou ministrů financí, která tak reagovala na neefektivní naplňování cílů lisabonského akčního plánu.

Přijímání komunitárních předpisů bylo velmi zdlouhavé a jejich následná implementace členskými státy neprobíhala tak, aby v praxi byl vytvořen totožný legislativní rámec. Docházelo tak často k tomu, že jednotlivé implementované právní úpravy členských států se v řadě věcí neshodly a rozcházely se. Jelikož v důsledku rozdílných národních úprav nelze veškeré komunitární otázky upravovat formou nařízení, je důležité vytvořit proces, v jehož rámci by probíhalo efektivní přijímání směrnic a kontrola jejich následné implementace členskými státy.

¹⁴ Bílá kniha o politice finančních služeb (2005 – 2010).[online]. [cit. 20. dubna 2009]. Dostupná na http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_cs.pdf

Výbor moudrých vydal v únoru roku 2001 finální zprávu, která obsahovala jednak návrh vytvoření nového legislativního procesu pro přijímání předpisů v oblasti cenných papírů a dále návrh na vytvoření institucí, které by měly napomáhat jeho řádnému průběhu. Těmito institucemi byl jednak European Securities Committee (Evropský výbor pro cenné papíry, dále jen „ESC“) a Committee of European Securities Regulators (Výbor evropských regulátorů cenných papírů, dále jen „CESR“).¹⁵

Nový legislativní proces vytvořený výborem moudrých spočívá na čtyřech fázích. Tyto fáze (tzv. LEVELs) představují komplexní ucelený legislativní proces od samotného přijetí rámcové úpravy, přes její implementaci členskými státy, prováděcí legislativu k ní a následnou kontrolu implementace. Každému LEVELu na komunitární úrovni odpovídá LEVEL na národní úrovni.

1. LEVEL

V procesu přijímání komunitárních předpisů v oblasti cenných papírů je důležité nejprve přijmout takový předpis, který stanoví základní zásady a principy na nichž bude nová úprava spočívat, a tím vytvořit stejné podmínky ve všech členských státech. Takový předpis se nazývá rámcový a má podobu směrnice. Na úrovni členských států tomuto LEVELu odpovídá přijetí zákonné úpravy, která implementuje onu rámcovou směrnici.

2. LEVEL

Ve druhém LEVELu probíhají konzultace s výše uvedenými institucemi (CESR a ESC), které byly právě zatímco účelem zřízeny na základě přijetí Lamfalussyho zprávy. Tyto konzultace jsou podkladem pro přijímání prováděcí komunitární legislativy, která je přijímána Evropskou komisí. Pro prováděcí legislativu už je výhodnější forma nařízení, protože jednotné podmínky pro jejich aplikaci byly již vytvořeny, takže nic nebrání jejich přímé aplikaci. Ve druhém LEVELu tedy dochází k přijímání prováděcí legislativy, která má formu jednak nařízení a jednak směrnic. Na národní úrovni tomuto LEVELu odpovídá přijímání prováděcích předpisů (vyhlášek) nebo přímá aplikace nařízení.

¹⁵ Blíže k těmto institucím viz níže

3. LEVEL

Třetí LEVEL je klíčovou fází správné a jednotné interpretace komunitárních předpisů. Nejen rozdíly v implementované právní úpravě, ale také rozdíly v interpretaci právních předpisů, zapříčiňovaly nedostatky komunitární úpravy cenných papírů. Institucí, jíž je svěřena interpretace norem komunitárního práva pro oblast cenných papírů je CESR, který tak činí formou doporučení, standardů, návodů... Na národní úrovni plní úlohu této instituce Česká národní banka (dále jen „ČNB“).

4. LEVEL

V rámci závěrečného LEVELu je plněna kontrolní funkce. Kontrolován je především soulad národní právní úpravy s komunitárními předpisy. Kontrolu provádí Evropská komise.

Lamfalussyho proces tak představuje úplně nové pojetí přijímání předpisů pro oblast komunitárních předpisů. Výsledná Lamfalussyho zpráva byla projednávána v roce 2001 na summitu ve Stockholmu. Z větší části byla předmětem uznání, ale objevily se i hlasy, které ji kritizovaly. Tyto negativní ohlasy pocházely především ze strany Evropského parlamentu, jehož pravomoci byly v rámci Lamfalussyho procesu poněkud okleštěny. Postavení Evropského parlamentu má být změněno v souvislosti s přijetím ústavní smlouvy. Díky ní má být vytvořena větší meziinstitucionální rovnováha a Evropskému parlamentu mají být dána stejná práva kontroly v pozici spoluzákonodárce.

Oblast cenných papírů nezůstala jedinou oblastí, ve které se předpisy přijímaly podle Lamfalussyho vzoru. V roce 2002 došlo k rozšíření Lamfalussyho procesu na celou oblast kapitálového trhu, tedy i na bankovníctví a pojišťovnictví. K tomu musely být zřízeny odpovídající instituce, jejichž úkolem je plnit funkce v rámci Lamfalussyho procesu. Těmito institucemi jsou: pro oblast bankovníctví Evropský bankovní výbor (European Bank Committee) a Výbor evropských orgánů bankovního dohledu (Committee of European Banking Supervisors) a pro oblasti pojišťovnictví vykonávají tu

samou úlohu Evropský výbor pro pojišťovnictví a důchodové pojištění zaměstnanců (European Insurance and Occupational Pension Committee) a Výbor evropských orgánů dohledu nad pojišťovnictvím a důchodovým pojištěním zaměstnanců (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors).

Výbor moudrých tak významným způsobem ovlivnil a změnil tvorbu komunitárních předpisů v oblasti finančního trhu. Byl tak odstraněn zdlouhavý proces přijímání a implementace komunitárních předpisů a nahrazen novým efektivnějším a pružnějším.

Lamfalussyho proces představuje tzv. principle-based rule. Tedy pravidlo, podle kterého má právní úprava stanovit především principy a cíle, nikoli konkrétní podrobná pravidla. Ta mají být definována až sekundární legislativou.

Lamfalussyho proces přináší do evropské legislativy v oblasti cenných papírů potřebnou hierarchizaci a přehlednost. Do té doby byla stěžejním předpisem v oblasti kapitálových trhů směrnice. Lamfalussyho proces vyzdvihl výhody nařízení, jako vhodnějšího instrumentu úpravy této oblasti. Právní úprava formou nařízení má své jisté výhody, mezi které patří především odstranění neshod v jednotlivých národních úpravách členských států, které jsou zapříčiněné rozdílnou transpozicí. Na druhou stranu nařízení nedokáže reagovat na rozdílné poměry a specifika v jednotlivých členských státech. Lamfalussyho proces tak zvolil zlatou střední cestu, kdy členské státy nejprve upraví své národní poměry rámcovou směrnicí, která tak připraví půdu pro prováděcí legislativu, představovanou ve většině případů již nařízením.

CESR a ESC

CESR je institucí Evropské unie, která byla založena rozhodnutím Evropské komise (2001/527/EC) ze dne 6. června 2001. Za vytvořením této instituce stojí výše popsany Lamfalussyho proces, který přiřadil tuto instituci do orgánů mající pravomoci podle LEVELu 3 Lamfalussyho procesu.

Hlavními úlohami CESR jsou zlepšení koordinace mezi jednotlivými regulátory cenných papírů, poradní funkce vztahující se k evropské legislativě z oblasti cenných

papírů, funkce vyplývající z jeho postavení instituce LEVELu 3 Lamfalussyho procesu (zajišťuje jednotnou implementaci komunitárních právních předpisů jednotlivými členskými státy). Za těmito účely CESR především vytváří síť mechanismů, které umožní jednotlivým orgánům dohledu členských států lépe spolupracovat. Každoročně CESR vydává výroční zprávu, ve které zhodnocuje situaci v oblasti cenných papírů, a kterou postupuje Evropské komisi. 23. února 2009 se konala pod záštitou CESR konference, pod názvem „Příprava na budoucnost: kam nyní s regulací cenných papírů?“, která se zaměřila na potřebu změn v oblasti regulace cenných papírů v kontextu současné hospodářské krize.

ESC je instituce zřízená Evropskou komisí, která má především poradní funkci. Skládá se z reprezentantů členských států. Ne jejich jednání mohou být přizváni experti z nejrůznějších oblastí, kteří mají za úkol přispět k rozřešení diskutovaných otázek. Schází se pravidelně jednou měsíčně za účelem konzultací legislativních návrhů, týkající se oblasti cenných papírů.

Obě instituce jsou poradními orgány Evropské komise v oblasti cenných papírů. Ale jejich role je odlišná.

Kapitálový trh v ČR jako součást Evropského kapitálového trhu

Do roku 1989 kapitálový trh v Československu prakticky neexistoval. Bylo to dáno socialisticky orientovaným hospodářstvím, které považovalo obchodování na kapitálovém trhu za anachronismus. Po roce 1989 v souvislosti s převody státních podniků do privátní sféry, vznikl český kapitálový trh. Aby mohl vzniknout kapitálový trh, je zapotřebí existence nástrojů, které by na něm byly obchodované. Právě privatizace státních podniků dala vzniknout nejdůležitějšímu nástroji kapitálového trhu – akciím¹⁶.

¹⁶ Privatizace probíhala ve dvou fázích jako malá a velká. Velká privatizace obsahovala jednak privatizaci kupónovou a jednak privatizaci spočívající v přímém prodeji podniků zájemcům. Akcie jako veřejně obchodovatelné cenné papíry jsou výsledkem kupónové privatizace.

Obchodování na kapitálovém trhu bylo nejprve upraveno zákonem č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Protože kapitálový trh představoval v naší ekonomické sféře novinku, nebylo lehké jeho fungování regulovat. Na kapitálovém trhu se v počátku objevovaly dva typy subjektů. Byli jimi jednak nezkušení investoři, kteří v něm viděli možnost rychlého zbohatnutí, a často tak podlehli nástrahám těch druhých - zkušenějších, kteří využívali mezer v zákonné úpravě. Kupónová privatizace tak nepřinesla českému kapitálovému trhu příliš dobrou pověst. Trh byl nepřehledný a postrádal orgán, který by nad ním dohlížel. Bylo třeba posílit důvěru investorů v náš kapitálový trh a tím posílit jeho postavení.¹⁷

V roce 1998 byla založena Komise pro cenné papíry (dále jen „Komise“), která měla dohlížet na řádné fungování kapitálového trhu. Komise rozšířila předpisy upravující kapitálový trh o své vyhlášky, vydávané na základě zmocnění. Komise také významným způsobem přispěla k výkladu právních předpisů upravující kapitálový trh a to svými stanovisky, které vydávala ke sporným otázkám.

V roce 2004 vstoupila Česká republika do Evropské unie. S tím byla spojena i řada změn v oblasti kapitálového trhu, jejichž cílem bylo začlenit český kapitálový trh do evropského kapitálového trhu. Dosavadní právní úprava kapitálového trhu byla nahrazena novou, a z té původní (zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech) zbylo jen torzo. S účinností ode dne 1. května 2004¹⁸ vstoupily v platnost zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“), zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování a zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

V roce 2006¹⁹ převzala pravomoci Komise Česká národní banka. Tím došlo ke sloučení bankovního dohledu (do té doby vykonávaného ČNB), dohledu nad oblastí pojišťovnictví a penzijního připojištění (do té doby vykonávaného Ministerstvem financí a Úřadem pro dohled nad družstevními záložnami) a dohledu nad kapitálovým trhem (do té doby vykonávaného Komisí pro cenné papíry). ČNB tak od tohoto okamžiku vykonává dohled nad celým finančním trhem.

¹⁷ Blíže viz Mládek, J. Kupónová privatizace: Politický úspěch, ekonomické selhání. In Sborník č. 13 „Kupónová privatizace“. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2002.

¹⁸ Účinnost byla stanovena na den, kdy vstoupila v platnost smlouva o přistoupení České republiky k Evropské unii.

¹⁹ Konkrétně k 1. 4. 2006

Od roku 1993 působí na českém kapitálovém trhu další významná instituce a to Burza cenných papírů Praha, a.s. I když je její vznik datován až od roku 1993, práce na jejím založení započaly již o dva roky dříve. Do 1. prosince 2008 byla Burza cenných papírů Praha, a.s. jediným organizátorem burzovního trhu u nás. Vedle ní existoval, taktéž od roku 1993, organizátor mimoburzovního trhu, kterým byl RM-System. Situace se změnila právě v důsledku přijetí směrnice MiFID, kdy k 1. prosinci 2008 získal status burzy i RM-System (nyní RM-System, česká burza cenných papírů, a.s.).²⁰

Zvláštnosti českého kapitálového trhu

Abychom mohli pochopit jednotlivé důsledky transpozice MiFID, musíme nejprve zhodnotit specifika českého kapitálového trhu v porovnání s jinými evropskými kapitálovými trhy. Přestože česká ekonomika je již dvacet let osvobozená od komunistického vlivu, stále přetrvávají jistá specifika, která ji odlišují od jiných evropských ekonomik a bezprostředně se dotýkají i oblasti kapitálových trhů. Důvěra investorské veřejnosti v kapitálové trhy byla značně narušena negativními zkušenostmi z kupónové privatizace, kterou provázela řada zpronevěr, při kterých přišli investoři o své investice. I když se za tu dobu situace změnila a vláda přijala v této oblasti značná opatření, která posílila dohled nad kapitálovým trhem, v povědomí veřejnosti nadále zůstává nedůvěra v kapitálový trh a instituce na něm působící. To zapříčinilo, že podnikatelé stále dávají přednost financování skrze bankovní sektor a kapitálový trh jako zdroj financí je odsunut do pozadí.

Rozdíl mezi financováním skrze bankovní sektor a skrze kapitálový trh lze spatřovat především v individualizaci rizika, která je charakteristická právě pro financování skrze kapitálový trh. U bankovního trhu naopak dochází ke kolektivizaci rizika, protože toto riziko je sdíleno jednak majiteli úspor a jednak bankou samotnou. Celý bankovní systém je pak zaštiťován ČNB, a tak je ono riziko rovnoměrně rozneseno na všechny daňové poplatníky. Z toho důvodu musí banky dodržovat značnou míru

²⁰ K detailní organizaci kapitálového trhu viz kapitola Organizace kapitálového trhu.

obezřetnosti při realizaci investičních záměrů, což má za následek pomalejší výkon, který se projevuje i v rozvoji samotného hospodářství země.²¹

Naopak financování skrze kapitálový trh představuje možnost, jak realizovat ty investiční záměry, které banky považovaly za příliš rizikové, ale které na druhou stranu mohou přinést vyšší výdělek. I když financování skrze kapitálový trh představuje ve světě významný způsob získávání peněžních prostředků, u nás stále značně zaostává za bankovní alternativou financování. Proč tedy podniky nevyužívají kapitálový trh jako zdroj finančních prostředků?

Odpověď na tuto otázku je nutné hledat u zrodu českého kapitálového trhu, kdy byla narušena důvěra jednak investorů a jednak emitentů cenných papírů. A právě nedůvěra na straně emitentů cenných papírů má za následek, že nedochází k primární emisi cenných papírů, která je základem pro dále se rozvíjející kapitálový trh. To se dále projevuje především v nižší likviditě českého kapitálového trhu, a tím pádem ztrátě na atraktivitě pro zahraniční emitenty.

Česká republika patří do skupiny států centrální východní Evropy (Central Eastern Europe, dále jen „CEE“). Avšak i oproti těmto státům kultura našeho kapitálového trhu značně zaostává. Regionu CEE vévodí Varšavská burza cenných papírů. Proti ní představuje pražská Burza cenných papírů malou regionální burzu, což má významný vliv pro emitenty, kteří své cenné papíry umístí raději na více likvidní trh.

MiFID přináší do úpravy evropských kapitálových trhů sjednocení právní úpravy, která sem má přinést pravidla, jež jsou již v západních státech zavedená. MiFID přináší investorům vysokou míru ochrany, která pomůže obnovit jejich důvěru v kapitálový trh. Na druhou stranu upuštění od burzovní koncentrace může vést ještě k většímu propadu pražské Burzy cenných papírů, která bude muset konkurovat ještě dalším subjektům na kapitálovém trhu. Jak již bylo výše zmíněno, větší společnosti využívají raději služeb velkých burz, které představují velkou míru jistoty pro jejich cenné papíry. Oproti tomu malý investoři budou i nadále preferovat menší regionální burzy, což pomůže tento rozdíl vyrovnat.

²¹ Nývltová, R.; Režňáková, M. Mezinárodní kapitálové trhy. Praha: Grada, 2007. 89 s.

MiFID z pohledu evropského zákonodárce

Úmyslem evropského zákonodárce bylo nahradit stávající úpravu kapitálových trhů, kterou představovala směrnice o investičních službách a reagovat tak na rozvíjející se situaci na trhu. Směrnice o finančních službách upravovala kapitálový trh po více než deset let a za tuto dobu nebyla již schopna reagovat na stále se rozvíjející aspekty kapitálového trhu a začala pomalu zaostávat. Některé instituty, které upravovala se navíc ukázaly v praxi nefunkční (např. institut jednotného evropského pasu²²), a proto bylo nutné je s ohledem na praktické požadavky změnit.

Hlavní požadavky na změny byly vytyčeny v FSAP. FSAP stanovil základní principy, kterými se má nová úprava řídit. Tyto principy byly uvedeny v život právě směrnicí Evropského Parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích s finančními instrumenty (Markets in Financial Instruments Directive, dále jen „MiFID“), která nahradila směrnicí č. 93/22/EHS o investičních službách. MiFID je významná tím, že postihuje téměř všechny oblasti kapitálového trhu. Je jedním z nejvýznamnějších výstupů Lamfalussyho procesu a řadí se do předpisů, které jsou produktem Level 1. To znamená že MiFID, představuje rámcovou směrnici, která stanoví základní předpoklady pro fungování kapitálového trhu. Na ni pak navazují prováděcí předpisy, které konkretizují požadavky dané MiFID, které se řadí do výstupů Level 2 Lamfalussyho procesu. Na tyto prováděcí předpisy navazují konzultační materiály a stanoviska, které zpracovávají expertní skupiny za účelem jednotné interpretace a aplikace těchto předpisů. Nejvýznamnějším subjektem sjednocujícím výklad evropských předpisů je Evropská komise a v oblasti kapitálových trhů CESR. Tyto činnosti spadají do Level 3 Lamfalussyho procesu. MiFID tak představuje jednu z prvních směrnic, řídící se tzv. principle-based rule.²³

Evropský zákonodárce přijetím MiFID reagoval především na situaci v praxi, kdy sice směrnice o investičních službách stanovila závazná pravidla pro integraci kapitálového trhu, ovšem tato pravidla byla dodržována spíše formálně.

²² Viz výše.

²³ Viz výše.

Hlavní cíle MiFID

Hlavními cíli MiFID bylo prohloubit integraci evropského kapitálového trhu a posílit jeho konkurenceschopnost.

MiFID značně rozšířila působnost směrnice o investičních službách. Jejím cílem je postihnout regulované trhy stejně jako poskytovatele investičních služeb, což do dozoru nad vlastnickou strukturou regulovaného trhu a jeho obchodním vedením.²⁴ Pro regulované trhy zavádí směrnice MiFID tzv. jednotný pas, na základě kterého bude moci regulovaný trh licencovaný v jednom členském státě (domovském) usnadnit přístup osobám z tohoto státu přístup na trh v jiném členském státě (hostitelském). Jedná se vlastně o obdobnou konstrukci jako u jednotného evropského pasu, založeného směrnicí o investičních službách, kdy i pravidlo dohledu domovského státu zůstává zachováno.

S rozvojem ekonomiky začaly postupně vznikat nové tržní platformy a nové produkty, které ovšem směrnicí o investičních službách nebyly podchyceny, proto je jedním z cílů MiFID sjednotit pravidla pro obchodování na regulovaném trhu s ostatními tržními platformami a vytvořit tak jednotný rámec se shodnými podmínkami.

Mezi hlavní cíle, které MiFID sleduje patří vytvoření příznivějších podmínek pro všechny zúčastněné subjekty na trhu.

MiFID z výše zmíněných subjektů dbá o blaho především zákazníků (konkrétně retailových zákazníků - investorů), kterým poskytuje značnou míru ochrany oproti stávající úpravě. „MiFID představuje především dobrou zprávu pro zákazníky, kteří tak budou mít díky MiFID mnohem širší výběr mezi poskytovateli investičních služeb, a budou tak moci těžit z daleko vyššího standardu a kvality služeb než dosud. Větší výběr mezi poskytovateli investičních služeb přinese také vyšší míru konkurence mezi nimi, čímž je donutí nabízet zákazníkům kvalitnější služby za příznivější cenu. Zákazníkům tak bude umožněno vybírat si co nejlepší službu za co nejlepší cenu. Větší výběr služeb a investičních produktů, které budou moci zákazníci využívat, dává možnost zlepšení životní úrovně pro miliony lidí v celé Evropě. Zákazníci budou moci požívat vysoký

²⁴ Čl. 37 MiFID

stupeň ochrany, který je zabezpečený především povinností obchodníka s cennými papíry provádět pokyny zákazníka za nejlepších podmínek a to bez ohledu na to, zda zákazník investuje prostřednictvím domácího či zahraničního obchodníka s cennými papíry. Na prvním místě má být vždy zájem zákazníka (zásada „know your customer“), a tak obchodník s cennými papíry musí vybírat jednak mezi jednotlivými investičními nástroji a jednak mezi jejich cenou. Vyššímu konkurenčnímu prostředí tedy i zkvalitnění poskytovaných služeb má přispět také zavedení více míst²⁵ pro obchodování a tím pádem odstranění monopolů evropských burz.²⁶

Prováděcí legislativa

Na MiFID navazuje ještě prováděcí legislativa v podobě směrnice Evropské Komise č. 2006/73/ES, ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále jen „Prováděcí směrnice“) a nařízení Evropské komise č. 1287/2006, ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále jen „Nařízení“).

Prováděcí směrnice k MIFID stanoví podrobná pravidla pro outsourcing²⁷ investičních služeb a pravidla pro nakládání s majetkem zákazníka.

Stanoví také požadavky na vnitřní kontrolní systém včetně compliance²⁸, vnitřního auditu a risk managementu²⁹ nebo řízení o střetu zájmů. Klade veliký důraz na odbornost

²⁵ Mnohostranný obchodní systém a systematická internalizace

²⁶ Investment services: entry into force of MiFID a boon for financial markets and investor protection. [online]European union: News. 29. 10. 2007. [cit. 30. dubna 2009]. Dostupný na http://www.deljpn.ec.europa.eu/home/news_en_newsobj2489.php

²⁷ Outsourcing je definován v Prováděcí směrnici jako ujednání o právech a povinnostech mezi obchodníkem s cennými papíry a třetí osobou. Tato třetí osoba se nazývá poskytovatel (service provider).

²⁸ Zásady pro tvorbu programů dodržování právních norem

²⁹ Činnost společnosti vztahující se na monitorování, hodnocení a eliminování rizik

zaměstnanců obchodníků s cennými papíry a stanoví informační povinnost vůči zákazníkovi. Rozvádí také klasifikaci zákazníků a informační povinnost obchodníka s cennými papíry ve vztahu k nim.

Nařízení rozvádí náležitosti evidence (deník obchodníka), kterou má vést obchodník s cennými papíry, obsahuje pravidla pro hlášení obchodů a klasifikuje komoditní deriváty a upravuje podmínky pro obchodování s nimi.

Transpozice MiFID do českého právního řádu

Směrnice MiFID byla v definitivní podobě přijata orgány Evropského společenství v dubnu 2004. Lhůta pro transpozici MiFID do vnitrostátního práva členských států byla stanovena do 30. dubna 2006. Dodržení této lhůty se však v praxi ukázalo jako nereálné. Navíc byla mezitím přijata Prováděcí směrnice k MiFID, a tak byla lhůta pro transpozici prodloužena do ledna 2007 a lhůta pro účinnost byla stanovena na 1. listopadu 2007. Stejně tak byla stanovena lhůta pro transpozici a účinnost Prováděcí směrnice. Protože Nařízení je přímo účinné (není tedy nutná jeho transpozice do právních řádů členských států) byla u něj zachována jen lhůta pro účinnost v souladu s MiFID a prováděcí směrnici.

MiFID vychází z principu tzv. maximální harmonizace. To znamená, že členské státy při její transpozici nesmějí ukládat přísnější opatření než stanoví samotná směrnice, s výjimkou těch ustanovení, která to výslovně připouštějí,

Transpozici směrnice MiFID do českého právního řádu mělo na starosti Ministerstvo financí, které tak mělo učinit ve spolupráci s Českou národní bankou. Protože MiFID představovala významný zásah do úpravy českého kapitálového trhu, zveřejnilo ministerstvo financí v počátcích transpozice tzv. Postup při transpozici směrnice MiFID (dále jen „Postup“) v České republice.

Účelem Postupu bylo zapojit do procesu transpozice širokou veřejnost a umožnit jí tak vyjádřit se k nové právní úpravě kapitálového trhu. Bylo také potřeba upozornit na

existenci přímo závazného Nařízení „Cílem je, aby transpoziční proces probíhal transparentně, tj. chceme seznámit budoucí adresáty právní normy s principy nové právní úpravy a tedy především s tím, co se změní oproti stávajícímu stavu, před tím, než se jim dostane do rukou konečná verze zákona.“³⁰

Veřejnost měla možnost se k transpozici vyjádřit skrze konzultační materiály, které byly vydány Ministerstvem financí. Tyto konzultační materiály byly rozděleny podle okruhu záležitostí, kterých se týkaly do čtyřech skupin a svou strukturou sledovaly strukturu MiFID. Ministerstvo se v nich zaměřilo především na sporné otázky, kde přímo vyzývalo zúčastněné, aby se k dané problematice vyjádřily. Na konzultační materiály reagovala svými stanovisky také ČNB, která se tak významně participovala na procesu transpozice MiFID.³¹

Ke konzultačním materiálům se vyjadřovali především profesionální poskytovatelé investičních služeb. Ministerstvo financí ovšem pamatovalo při transpozici MiFID i na širokou investorskou veřejnost, a to zveřejněním dokumentu „MiFID – Průvodce spotřebitele“. Tento dokument má napomoci investorům orientovat se ve změnách. Které přinesla transpozice MiFID a umožnit jim tak dozvědět se o možnostech, které jsou jim nabízeny.

Transpozice MiFID byla provedena v rámci tzv. „velké novely“ ZPKT ze dne 5. června 2008 zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a další související zákony.

Změny v právním řádu ČR po transpozici MiFID

MiFID je významná především tím, že se dotýká celé oblasti kapitálových trhů, na rozdíl od svých předchůdců. To můžeme nejlépe pozorovat na zákoně č. 256/2004 Sb., o

³⁰ Franěk M., Postup při transpozici směrnice MiFID v České republice, Seminář „Směrnice o trzích finančních nástrojů (MIFID) – nová pravidla pro kapitálový trh“. [online] Praha> Ministerstvo financí. Ze dne 14.9.2006. [cit. 3. března 2009] dostupný na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_mifid_28136.html

³¹ Více ke konzultačním materiálům a stanoviskům k nim na www.mfcr.cz a www.cnb.cz

podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZKPT“), který se transpozicí MiFID změnil téměř ze dvou třetin.

ZKPT ale nebyl jediným zákonem, který bylo v souvislosti s transpozicí MiFID nutné upravit. Jedním z nich byl zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu (dále jen „zákon o dohledu“). MiFID do tohoto zákona zasáhla značným způsobem, bohužel při vytyžení Ministerstva financí „velkou novelou“ ZKPT nebylo možné přijmout nový zákon o dohledu, a proto byl pouze novelizován. Nicméně Ministerstvo financí již v té době zahájilo práce na novém zákonu o dohledu, jehož věcný záměr schválila vláda ČR dne 13. srpna 2007. Tento nový zákon o dohledu sjednocuje dohled nad celým finančním trhem.³² Nový zákon o dohledu představuje úpravu, která sjednocuje postupy při výkonu dohledu. Omezuje se tak pouze na procesněprávní otázky, a proto byl veřejností přijat s rozpaky. I když je žádoucí, aby byl postup při realizaci dohledu nad finančním trhem sjednocen, bylo by příznivější jít v této oblasti spíše cestou, která by sjednocovala i hmotněprávní úpravu.³³

Transpozice MiFID se dále dotkla zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 40/1964, občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů; zákon č. 254/2000 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů a zákona č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů.

Koho se MiFID týká?

³² Nejedná se tedy o zákon o dohledu nad kapitálovým trhem, ale o zákon o dohledu nad finančním trhem.

³³ Ministerstvo financí ČR, Odbor legislativy kapitálového trhu, Zákon o dohledu nad finančním trhem, Vyhodnocení veřejné konzultace věcného záměru zákona o dohledu nad finančním trhem, ze dne 30. července 2008,

Pro některé účastníky kapitálového trhu mohlo být přijetí MiFID velkým překvapením, z toho důvodu, že působnost této směrnice je širší, než tomu bylo u směrnice o investičních službách. Účastníci, kteří tak nepodléhali regulaci starou úpravou se nyní budou muset přizpůsobit režimu MiFID, což přinese velké změny nejen do jejich organizace. Důvodem rozšíření působnosti i na jiné účastníky kapitálového trhu bylo rozšíření investičních služeb a investičních nástrojů, které pod režim MiFID spadají. Logické je, že subjekty, které budou tyto nové investiční služby poskytovat nebo budou obchodovat s novými investičními nástroji, jsou povinni jednat podle pravidel MiFID.

Zpočátku nebylo jasné, které všechny subjekty budou do působnosti MiFID spadat. Nejistota panovala především u stavebních spořitelů a retailových bank, které také nabízejí investiční produkty, jejichž obsahem jsou cenné papíry.³⁴ Nakonec byly tyto subjekty do působnosti MiFID zařazeny, tak jak poskytovaly investiční služby, většinou pod režim investičních zprostředkovatelů.

Pokud převedeme definici subjektů, spadajících do působnosti MiFID, z platné právní úpravy do praxe, můžeme mezi subjekty, na které se MiFID vztahuje, zahrnout obchodníka s cennými papíry, investiční banky, zprostředkovatele obchodů s cennými papíry, společnosti obchodující s futures a swapy, některé komoditní společnosti, společnosti specializující se na financování podniků, správce portfolií, a některé stavební spořitelny a regálové banky, které poskytují investiční služby upravené MiFID.

Organizace kapitálového trhu

Směrnice MiFID přinesla zásadní změny i v oblasti organizace kapitálového trhu. V názvosloví kolem organizace kapitálového trhu panuje v současnosti na straně neodborné veřejnosti velký zmatek. Často se setkáváme s dělením na trh burzovní a

³⁴ Jennings, M. Bankovníctví: Týká se vás MiFID. [online] Deloitte. Článek ze dne 15. prosince 2006. [cit. 5. dubna 2009]. Dostupný na <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,sid%253D12542%2526cid%253D150816,00.html>

mimoburzovní, přičemž mnozí opominají, že dřívější organizátor mimoburzovního trhu RM-Systém má od 1. prosince 2008 postavení burzy. Pro ujasnění terminologie uvedu, jak vypadalo členění kapitálového trhu před transpozicí MiFID do českého právního řádu a po ní. Původní úprava organizace českého kapitálového trhu spočívala především na vnitrostátních předpisech. Směrnice o investičních službách definovala pouze regulovaný trh a dále se organizací nezabývala. Český kapitálový trh se tak dělil na trh burzovní a mimoburzovní, kdy oba tyto trhy v sobě skrývaly jednak trh regulovaný a neregulovaný, přičemž na regulovaném trhu se mohlo obchodovat buď s cennými papíry (pak se jednalo o trh oficiální, označovaný také jako trh hlavní) a jednak s deriváty cenných papírů (trh speciální, označovaný také jako trh vedlejší).

Cílem MiFID bylo sjednotit organizaci kapitálového trhu a zamezit tak jeho koncentraci pod jedním subjektem (burzovní koncentrace). V současné době dochází ke změně postavení burzy, coby národního monopolu, a jednotlivé burzy se stávají konkurenty.³⁵ Taková změna postavení znamená příznivou zprávu jak pro emitenty, kteří se mohou rozhodnout, na kterou burzu svůj investiční nástroj umístí, tak pro zákazníky, kteří si mohou vybrat nejvýhodnější místo pro obchodování. Více míst k obchodování ale také znamená, že je třeba zharmonizovat podmínky pro přijímání investičních nástrojů na nich a vytvořit tak jednotný rámec pro všechna tato převodní místa. Právě MiFID se zaměřuje na to, aby bylo docíleno toho, že pro všechny transakce s finančními nástroji budou platit stejná pravidla bez ohledu na to, kde byl obchod uzavřen.

V důsledku těchto změn dochází k snižování počtu burz na úkor jiných převodních míst a zbylé burzy se integrují do velkých evropských burz, což s sebou přináší riziko pro malé a střední podniky, pro které je snazší obchodovat skrze regionální burzu.³⁶

V současné době se tak již kapitálový trh nerozděluje na burzovní a mimoburzovní. Na kapitálovém trhu již nevystupuje burza jako organizátor trhu ani organizátor mimo burzovního trhu. Po transpozici MiFID plní tuto úlohu jediný subjekt a to organizátor regulovaného trhu. Změnila se i celá infrastruktura kapitálového trhu.

³⁵ Nývltová, R.; Reznáková, M. Mezinárodní kapitálové trhy. Praha: Grada, 2007. 35 s.

³⁶ blíže viz Stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru k tématu Finanční integrace: evropské burzovní trhy (2008/C 162/25) [online]. Ze dne 16. ledna 2007. Dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:162:0096:0100:CS:PDF>

Vedle regulovaného trhu existují ještě vícestranné obchodní systémy (Multilateral trading facilities, dále jen „MTF“) a systematická internalizace (systematic internalizer, dále jen „SI“).

Regulovaným trhem se rozumí trh:

- který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování, pravidla k obchodování na něm a pravidla pro přístup na něj
- na němž se obchoduje pravidelně
- který je organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením ČNB
- který má sídlo v členském státě Evropské unie
- který je uveden v seznamu regulovaných trhů zveřejněném v Úředním věstníku Evropské unie³⁷

Organizátor regulovaného trhu navíc může navíc vytvořit zvláštní podmínky pro přijetí některých investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu a regulovaný trh tak rozdělit na oficiální a standardní.

MTF představuje obchodní platformu, která se liší od regulovaného trhu především nižší mírou požadavků.

MTF tedy představuje převodní místo, které se vyznačuje následujícími znaky:

- může být provozováno jednak organizátorem regulovaného trhu a jednak obchodníkem s cennými papíry
- má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování, pravidla k obchodování na něm a pravidla pro přístup na něj³⁸

Možnost obchodování na MTF má napomoci burzovní koncentraci, která představovala jistou překážku konkurenceschopného obchodování na kapitálovém trhu. Investoři tak mají daleko větší možnost výběru.³⁹

³⁷ § 55 ZPKT

³⁸ § 69 ZPKT

MTF je tak v našem právním řádu i praxi novinkou. Pokud ho máme přirovnat k některému z institutů před transpozicí MiFID, bude jím tzv. volný trh. MTF tento volný trh nahrazuje s tou výhodou, že organizátorem volného trhu mohl být pouze organizátor regulovaného trhu, zatímco organizátorem MTF může být i jiný obchodník s cennými papíry.

SI se rozumí:

- systematické provádění pokynů zákazníka prováděné na vlastní účet mimo regulovaný trh nebo MTF
- činnost vykonávaná organizovaně, často a systematicky
- činnost vykonávaná za přesně stanovených podmínek a pravidel⁴⁰

SI tedy znamená pravidelné provádění pokynů zákazníků, které se týkají investičních nástrojů, obchodníkem s cennými papíry, který tak činní na vlastní účet. SI tak představuje jistou alternativu k obchodování na obvyklých místech, kterými jsou regulované trhy nebo MTF. SI je jistým druhem provádění pokynů zákazníka na vlastní účet obchodníka s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry se tu stává protistranou v obchodování se zákazníky. I výkon SI podléhá dohledu ČNB. Obchodník s cennými papíry musí ČNB informovat o svém záměru SI provozovat. Poskytovatel SI se pak nazývá systematický interlalizátor a rozumí se jím obchodník s cennými papíry, který provádí pokyny zákazníků mimo regulovaný trh nebo MTF na vlastní účet.

Dohled nad kapitálovým trhem

Orgánem dohledu nad kapitálovým trhem je ČNB. Směrnice MiFID výrazně rozšířila pravomoci orgánů dohledu. ČNB, tak může vyžadovat informace nejen od osob,

³⁹ Flinders, K. The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): en expert view. [online] computerweekly.com [cit. 15. 4. 2009] dostupný na <http://www.computerweekly.com/Articles/2007/11/01/227875/the-markets-in-financial-instruments-directive-mifid-an-expert.htm>

⁴⁰ § 17a ZPKT, Oddíl 2 čl. 21 prováděcího nařízení k MiFID č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006

kteřé jejímu dohledu přímo podléhají, ale i od těch jejímu dohledu nepodléhajícím, pokud jsou takové informace nutné k výkonu dohledu. Za tímto účelem může využít i kontrolu auditory nebo znalci.

Pravomoci ČNB v rámci dohledu nad finančním, a tedy i kapitálovým, trhem budou v budoucnu ještě více rozšířeny v souvislosti s přijetím zákona o dohledu nad finančním trhem. ČNB tak bude moci své pravomoci uplatňovat i vůči osobám, které poskytují finanční služby bez potřebného povolení nebo licence a bude vůči nim disponovat sankčními a kontrolními nástroji.⁴¹

MiFID se také zaměřila na orgány dohledu domovských států, na kterém je větší břemeno odpovědnosti než na orgánu dohledu hostitelského státu. I když oba tyto orgány spolupracují hlavní díl dohledu spočívá na orgánu dohledu domovského státu.

Právě problematika dohledu nad zahraničními obchodníky s cennými papíry je velmi významná. V § 24 ZPKT je stanoveno, že k poskytování investičních služeb je oprávněna i zahraniční osoba, která získá oprávnění od orgánu dohledu jiného členského státu. V praxi to pak vypadá tak, že zahraniční osoba ze státu A požádá orgán dohledu ve státě A o vydání povolení k poskytování služeb obchodníka s cennými papíry, na základě kterého může poskytovat investiční služby ve státě B. Orgán dohledu státu B má pak vůči zahraniční osobě A dvě povinnosti a to podle § 24 odst. 1 ZPKT

- zaslat neprodleně informaci o tom, že obdržel od orgánu dohledu domovského státu údaje týkající se zamýšleného poskytování investičních služeb touto osobou v České republice
- sdělit do 2 měsíců ode dne, kdy obdržel od orgánu dohledu domovského státu údaje týkající se zamýšleného poskytování investičních služeb v České republice, informační povinnosti a pravidla jednání se zákazníky

Zahraníční obchodník s cennými papíry má dvě možnosti, jak se dostat k poskytování investičních služeb na trh jiného členského státu. Buď využije výše

⁴¹ Do této doby je pravomoc dohlížet nad neoprávněnými poskytovateli finančních služeb svěřena orgánům činným v trestním řízení, které tu ovšem nemají takové prostředky ke zjišťování jejich činnosti, kterými bude disponovat ČNB.

zmíněné možnosti nebo bude investiční služby poskytovat skrze organizační složku, kterou si zřídí v jiném členském státě podle tamějšího práva.

Dohled nad obchodníky s cennými papíry v rámci evropské unie je tak upraven na principu, že každý si hlídá svého, přičemž orgán dohledu hostitelského státu má pouze jakousi informační povinnost vůči zahraničnímu obchodníkovi s cennými papíry, která má zajistit jeho seznámení se s národními odchylkami od běžné úpravy poskytování investičních služeb. Takto upravený dohled v rámci evropské unie má sice své jisté výhody, ale na druhé straně trpí také určitými nedostatky.

Mezi jednotlivými členskými státy panují velké ekonomické rozdíly, které se projevují i v oblasti kapitálového trhu. Zatímco v některých členských státech má kapitálový trh dlouhou tradici, jinde je teprve v počátcích, což se projevuje i v oblasti dohledu. Rozdíly panují také mezi jednotlivými orgány dohledu. V jejich technické a personální vybavenosti, která je taktéž závislá na ekonomické vyspělosti daného členského státu. Tyto rozdíly však nemají pro samotný dohled až tak fatální následky, jako to, že i když je úprava dohledu v rámci Evropské unie sjednocená a řídí se stejnými předpisy, je velmi obtížné zamezit ovlivnění rozhodování orgánu dohledu jeho subjektivním stanoviskem. A právě v tomto ohledu je situace nejobtížnější. I když je legislativa shodná, její interpretace se liší. Navíc nelze zabránit tomu, aby orgán dohledu jednoho členského státu nerozhodoval o stejné otázce závislé na subjektivním posouzení⁴² jinak než orgán dohledu jiného členského státu. Tak můžeme v rámci Evropské unie najít orgány dohledu, které by se daly označit jako liberálnější a ty, které by se daly nazvat jako radikálnější.

Investiční služby

Investičními službami se rozumí finanční služby poskytované podnikatelsky třetím osobám ve vztahu k investičním nástrojům. Podnikatelsky jsou investiční služby

⁴² § 6 odst. 1 ZPKT

provozované, pokud naplní definici podnikání obsaženou v obchodním zákoníku⁴³ v § 2 odst. 1 zákona. Musí jít o soustavnou činnost prováděnou samostatně podnikatelem, vlastním jménem, na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku. Právě podmínka soustavného výkonu této činnosti má velký význam pro aplikaci ustanovení MiFID. Obchodník s cennými papíry může nepravidelně vykonávat činnost, která vykazuje znaky investiční služby, na niž se nevztahuje jeho povolení, bez toho, aniž by k výkonu takové činnosti toto oprávnění poskytnuté orgánem dohledu potřeboval.⁴⁴

MiFID ve svých ustanovení hovoří jednak o investičních službách a jednak o investičních činnostech. Rozdíl mezi těmito dvěma pojmy spočívá v existenci třetí strany, pro kterou je taková činnost poskytována. V takovém případě se jedná o službu. Česká právní úprava toto rozlišení nepřijala a v ZPKT se setkáme pouze s termínem investiční služby. Pro rozlišení je pak uvedeno, že investiční služba je poskytována pro třetí osobu nebo na účet obchodníka s cennými papíry)v takovém případě se jedná o investiční činnost). Právě investiční služba obchodování s investičními nástroji na vlastní účet je velmi problematické především z hlediska aplikace povinnosti provádění pokynů zákazníka za nejlepších podmínek (dále jen „best execution“)⁴⁵.

Obsahem investičních služeb je podnikatelské provádění činností zprostředkovatelské povahy, která umožňuje či usnadňuje jednak pohyb volných finančních prostředků od investorů k emitentům investičních nástrojů, jednak pohyb finančních prostředků a investičních nástrojů mezi investory navzájem.⁴⁶ Investičními službami jsou jednak hlavní investiční služby

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

⁴³ Zákon č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“).

⁴⁴ bod 19 preambule MiFID

⁴⁵ Blíže viz níže.

⁴⁶ Husták, Z. In Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů: 5. vyd. Praha: C.H.BECK, 2009. 4 s.

e) upisování nebo umístování emisí investičních nástrojů)

a jednak doplňkové investiční služby

(a) správa investičních nástrojů,

b) úschova investičních nástrojů,

c) poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí,

d) poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností nebo převodů podniků,

e) poradenská činnost týkající se investování do investičních nástrojů,

f) provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb,

g) služby související s upisováním emisí investičních nástrojů,

h) pronájem bezpečnostních schránek).

Rozdělení investičních služeb na hlavní a doplňkové má velký význam. Poskytovatelem hlavních investičních služeb může být pouze osoba, která má k takové činnosti příslušné povolení. Směrnice MiFID přinesla do oblasti investičních služeb významné změny, které spočívají v rozšíření hlavních investičních služeb o investiční poradenství a provozování MTF.

Mezi nejčastější služby poskytované obchodníkem s cennými papíry patří bezesporu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a provádění pokynů týkajících se investičních pokynů na účet jiné osoby (tedy na účet zákazníka).

Poskytovat investiční poradenství jako hlavní investiční službu tak může jen osoba, která k tomu má příslušné povolení. Bylo tak zamezeno poskytování investičního poradenství na základě volné živnosti.

Investiční nástroje

Upravena byla také část týkající se investičních nástrojů. ZKPT je definuje v § 3 zákona. Investičními nástroji jsou podle tohoto ustanovení investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu a derivativní cenné papíry.⁴⁷ MiFID přinesla rozšíření investičních nástrojů právě v podrobnějším definování derivátů. Novela, za ponechání stávajícího dělení finančních nástrojů do čtyřech základních skupin, skupinu derivátů rozšířila o konkrétní nástroje.

Aby daný cenný papír naplnil definici investičního cenného papíru je důležité, aby byl obchodovatelný na kapitálovém trhu. To znamená, že není důležité aby byl obchodovaný v tom kterém okamžiku, ale aby naplnil možnost být obchodovatelný. Podle § 3 odst. 2 ZPKT jsou investičními cennými papíry akcie, dluhopisy, cenné papíry nahrazující akcie nebo dluhopisy, cenné papíry, které opravňují k nabytí nebo zcizení akcií nebo dluhopisů a cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit, nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.

Dalším investičním nástrojem jsou cenné papíry kolektivního investování, pod kterými si můžeme představit především podílové listy podílového fondu, akcie investičního fondu a obdobné cenné papíry vydané v zahraničí.

Nástroji, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu se rozumí především depozitní certifikáty, pokladniční poukázky a komerční papíry.

Nejvýznamnějších změn v oblasti investičních nástrojů se dostalo derivátům investičních nástrojů. Deriváty hrají v oblasti investování významnou roli. Produkt, který nemůže být investičním nástrojem, může být na kapitálovém trhu obchodován prostřednictvím derivátů na ně. Typická je tato situace pro emisní povolenky. Emisní povolenky nejsou investičními nástroji podle platné právní úpravy. Často jsou však předmětem obchodování na kapitálovém trhu skrze deriváty na ně.⁴⁸ Deriváty jsou

⁴⁷ Novela ZKPT postupovala v souladu s Přílohou I oddílu C MiFID

⁴⁸ Blíže viz Krutiš, P. Povaha emisních povolenek z hlediska vymezení investičních nástrojů v MiFID. [online] ČNB: Odpovědi a dotazy v oblasti kapitálového trhu. Dostupný na http://www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/emisni_povolenky.html

nejmladší investiční nástroje. Jsou závislé na nějakém základním investičním nástroji (podkladovém aktivu), od kterého se odvíjí jejich hodnota. Deriváty představují určitý typ termínovaného kontraktu, jehož předmětem je koupě nebo prodej určitého podkladového aktiva v budoucnosti. Mezi základní finanční deriváty patří futures, opce a swapy.

Po transpozici MiFID byly do ZPKT přidány kromě finančních derivátů ještě komoditní a tzv. exotické deriváty. U komoditních derivátů je předmětem kontraktu fyzické dodání podkladového aktiva, zatímco u finančních derivátů je tímto předmětem finanční vypořádání. Exotickými deriváty jsou takové deriváty, které jsou odvozeny od určitého exotického podkladového aktiva, kterým může být např. výše zmíněná emisní povolenka.

Z výše uvedeného je patrné, že každý investiční nástroj je cenným papírem nebo jeho derivátem. Platí tato premisa i naopak? Tedy, že každý cenný papír je investičním nástrojem? Zákon o cenných papírech mezi cenné papíry zahrnuje i skladištní nebo náložní listy. Ty definici investičního nástroje v žádném případě nenaplnují. Cenným papírem, je podle zákona o cenných papírech také směnka. O zařazení směnky do investičních nástrojů již bylo vedeno mnoho sporů a odpovědi na ně nejsou definitivní.⁴⁹ Směnka je cenným papírem, který slouží jako zajišťovací nebo platební prostředek v obchodním styku. Existuje i zvláštní druh tzv. depozitní směnky, která představuje prostředek ke zhodnocení úspor, kdy banka takovou směnku vystaví proti peněžitému vkladu klienta. Depozitní směnka je zařazována do skupiny investičních nástrojů, právě kvůli své funkci – zhodnocení volných finančních prostředků. V ostatních případech ji však s ohledem na ustanovení § 3 odst. 3 ZPKT do skupiny investičních nástrojů zařadit nelze. ZPKT vymezuje v § 3 odst. 3 investiční nástroje i negativním způsobem. Toto ustanovení stanoví, že investičními nástroji nejsou platební nástroje. Ve většině případů směnka jako platební nástroj slouží, a proto je, při hledání odpovědi na to, zda je či není směnka investičním nástrojem, nutné vždy přihlídnout ke konkrétnímu případu. V případě, že směnka naplňuje znaky investičního nástroje, jednalo by se o investiční nástroj podle § 3 odst. 3 písm. c) ZPKT.

⁴⁹ Blíže viz Kokeš, J. Lze směnku považovat za investiční nástroj? Právní rozhledy: 2/2005. Článek ze dne 19. 1. 2005. Praha: C.H.BECK. 60-62 s.

Subjekty poskytující investiční služby

Původní česká právní úprava subjektů poskytujících investiční služby byla v souladu se směrnicí o poskytování investičních služeb. MiFID však do této úpravy přinesla rozsáhlé změny. MiFID je chválena především zákazníky, jejichž pozice s přijetím MiFID posílila. Co ale přinesla poskytovatelům investičních služeb?

Je samozřejmé, že zvýšená ochrana zákazníků s sebou nese na druhé straně zvýšenou míru povinností vyplývajících pro poskytovatele investičních služeb. Zvýšily se nejen požadavky na konkrétní míru praxe a vzdělání⁵⁰ v dané oblasti investičních služeb, ale také, a to především, se změnil způsob, kterým budou tyto subjekty muset se zákazníky jednat.⁵¹

Obchodník s cennými papíry

Směrnice o poskytování investičních služeb nevyžadovala konkrétní právní formu obchodníka s cennými papíry, aby mohl poskytovat investiční služby. Přesto český právní řád uváděl jako povinnou právní formu akciovou společnost. Český zákonodárce chtěl především omezit přístup některým subjektům jako poskytovatelům investičních služeb na kapitálový trh. To bylo důsledkem tehdejší nestálosti kapitálového trhu a nedostatečného regulatorního rámce. Transpozice MiFID přináší do českého právního řádu další možnou právní formu obchodníka s cennými papíry, a to společnost s ručením omezeným. MiFID sama o sobě, stejně jako směrnice o poskytování investičních služeb, požadavek na určitou právní formu obchodníka s cennými papíry nevyžaduje. V zájmu umožnit poskytování investičních služeb vícero subjektům, umožňuje naše nová úprava i

⁵⁰ Např. investiční poradce by měl mít znalosti právních předpisů z oblasti finančního trhu, pokud věcně souvisí s jeho činností, regulace a fungování významných světových finančních trhů, principů finančního trhu včetně teorie financí, investičních nástrojů a jejich emisí, poskytování investičních služeb, principů a fungování kolektivního investování a investic, investičních strategií a portfolií a hlavně souvisejících rizik.

⁵¹ Vít kapitola Jednání se zákazníky.

formu společnosti s ručením omezeným s tím, že tato společnost musí mít zřízenou dozorčí radu, která je nadána stejnými pravomocemi a vykonává stejné funkce jako dozorčí rada akciové společnosti.

MiFID přinesla do této oblasti množství změn, které přináší množství povinností, které budou muset subjekty poskytující investiční služby dodržovat ve vztahu k zákazníkům a ve své organizaci. Na druhou stranu MiFID umožňuje přístup daleko většímu okruhu subjektů k této činnosti, a také jim umožňuje vedle poskytování investičních služeb výkon i dalších činností, které souvisejí s působením na finančním trhu. Před transpozicí MiFID mohl obchodník s cennými papíry poskytovat pouze hlavní nebo doplňkové investiční služby. Po transpozici má možnost poskytovat ještě další investiční služby, které ZPKT vymezuje v § 6a odst. 2 zákona. Tento výčet je pouze demonstrativní a i tyto další činnosti podléhají registraci ČNB. Ta může jejich registraci odmítnout, pokud by jejich výkon bránil řádnému poskytování investičních služeb nebo účinnému výkonu dohledu nad obchodníkem s cennými papíry.

MiFID nově upravuje také počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry. Do transpozice MiFID upravoval ZPKT pouze dvě úrovně vlastního kapitálu (dnes počátečního kapitálu) obchodníka s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry, který měl právo poskytovat investiční služby neomezeně musel mít počáteční kapitál 730 000 EUR a obchodník s cennými papíry, který nesměl poskytovat investiční službu obchodování s investičními nástroji na vlastní účet a umístování nebo upisování emisních investičních nástrojů, musel mít počáteční kapitál 125 000 EUR. MiFID kromě těchto dvou možností přináší ještě další dvě úrovně počátečního kapitálu a to 50 000 EUR pro ty, kteří kromě výše zmíněných dvou omezení nejsou oprávněni přijímat od zákazníků peněžní prostředky nebo jejich investiční nástroje a méně než 50 000 EUR pokud mají pojištění pro případ odpovědnosti za škodu vzniklou v souvislosti s poskytováním investičních služeb a mohou poskytovat pouze investiční službu investičního poradenství nebo služby přijímání a předávání pokynů. Přičemž nejnižší hodnota vlastního kapitálu v posledním zmíněném případě není stanovena. Můžeme tedy dovodit, že v případě splnění požadavků na pojištění může být tato hodnota prakticky nulová.⁵²

⁵² S přihlédnutím k ustanovením obchodního zákoníku, která stanoví požadavky na základní kapitál společnosti s ručením omezením a akciové společnosti

Pro poskytovatele investiční služby se po transpozici MiFID vžilo jednotné označení obchodník s cennými papíry. K poskytování investičních služeb musí mít obchodník s cennými papíry povolení ČNB⁵³, které musí předložit na předepsaném formuláři.⁵⁴ ČNB má šest měsíců na to, aby rozhodla, zda bude obchodníku s cennými papíry vydáno či nikoli.

Vázaný zástupce

Dalším subjektem oprávněným k poskytování investičních služeb je vázaný zástupce. Před transpozicí MiFID institutu vázaného zástupce odpovídal institut investičního zprostředkovatele II. úrovně. Vázaným zástupcem může být jak fyzická, tak právnická osoba, která poskytuje investiční služby jménem a na účet zastoupeného. Zastoupeným je obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel, investiční společnost nebo zahraniční obchodník s cennými papíry, přičemž vázaný zástupce může poskytovat takové činnosti jen pro jednoho zastoupeného. ČNB vede seznam vázaných zástupců, jejichž rozsah činnosti je limitován rozsahem činnosti zastoupeného.

Zajímavá je odpovědnost vázaného zástupce. Zatímco původně měli investiční zprostředkovatelé II. úrovně odpovědnost vůči zákazníkovi sami, podle nové úpravy je za ně odpovědná společnost, u které jsou registrováni. Toto pravidlo znovu jen potvrzuje to, že MiFID hledí hlavně na ochranu investorů, kteří se tak budou moci snadněji domáhat náhrady škody.

Investiční zprostředkovatel

Mezi subjekty oprávněné poskytovat investiční služby avšak v omezeném rozsahu patří i investiční zprostředkovatel. Při transpozici MiFID se velmi dlouho zvažovalo, zda institut investičního zprostředkovatele z našeho právního řádu úplně neodstranit a

⁵³ § 5 ZPKT

⁵⁴ Viz příloha

nenahradit ho institutem vázaného zástupce. Nakonec se ale čeští zákonodárci rozhodli využít výjimky stanovené čl. 3 MiFID a institut investičního zprostředkovatele v českém právním řádu ponechat.⁵⁵ Důvodem toho byla především snaha o zachování drobnějších zprostředkovatelských společností na trhu. Pokud by totiž nebylo využito výše zmíněné výjimky, byly by tyto subjekty nuceny přejít do režimu stanoveného pro obchodníky s cennými papíry, což by pro ně mohlo mít likvidační důsledky.

Investiční zprostředkovatel je nově oprávněn poskytovat hlavní investiční službu přijímání a předávání pokynů, týkajících se investičních cenných papírů nebo cenných papírů kolektivního investování nebo investičního poradenství. Investiční zprostředkovatelé založení podle dřívější právní úpravy jsou povinni uvést svou činnost do souladu s požadavky MiFID, a to do pěti měsíců od účinnosti novely. Po tuto dobu jsou povinni dodržovat nové požadavky na jejich činnost alespoň přiměřeně. Všem investičním zprostředkovatelům, kteří vznikly před účinností MiFID, byl rozšířen okruh investičních služeb, které jsou oprávněni poskytovat, o investiční poradenství automaticky.

Ochrana investora

Když se vrátíme k vývoji českého kapitálového trhu, je jasné, že k jeho stabilizaci bylo nutné zavést jisté prostředky ochrany investora, nutné k posílení jeho důvěry v kapitálový trh. Nedostatek těchto prostředků vedl k destabilizaci kapitálového trhu a k poškozování investorů. MiFID přináší do českého právního řádu především dobrou zprávu pro investory, jejichž postavení se výrazně zlepšilo.

Nutnost ochrany investora se projevila již v počátcích fungování českého kapitálového trhu, když bylo jasné, že dohled nad kapitálovým trhem ze strany Ministerstva financí je nedostatečný. Proto byla v roce 1998 zřízena Komise pro cenné papíry, která disponovala řadou pravomocí a její činnost byla založená i na spolupráci

⁵⁵ Stejně tak postupovala více jak polovina členských států Evropské unie.

s policií a soudy. V rámci integrace dohledu nad finančním trhem došlo v roce 2006 k přenesení pravomocí Komise pro cenné papíry na ČNB.

K ochraně investora má přispět především kategorizace zákazníků, na jejímž základě bude moci obchodník s cennými papíry určit, jaké má zákazník znalosti a zkušenosti v oblasti investování, a tudíž jakou míru informací a jakou formou mu je je povinen poskytnout. Povinnosti obchodníka s cennými papíry lze shrnout do třech skupin

- jednat čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy zákazníka
- poskytovat přiměřené a úplné informace, které nejsou zkreslené ani matoucí
- poskytovat investiční služby, které odpovídají profilu zákazníka

Z výše uvedeného je jasné, že obchodník s cennými papíry, si nejprve musí udělat jasný obraz o zákazníkovi, a to nejen o jeho zkušenostech a znalostech, ale také o jeho cílech, kterých chce v oblasti investování dosáhnout.

Kategorizace zákazníků

Přidělení zákazníka k určité kategorii je jedním ze základních předpokladů pro následné poskytování investičních služeb. MiFID přinesla do našeho právního řádu tři kategorie zákazníků. Jsou jimi drobní zákazníci (retail clients), profesionální zákazníci (professional clients) a tzv. způsobilé protistrany⁵⁶ (eligible counterparty). Pojem profesionální investor není českému právu neznámý, a to může působit jisté komplikace. V ZKPT se před transpozicí MiFID pojem profesionální investor objevoval v § 2 písm. a) zákona. Tento pojem byl ovšem od nového, zavedeného MiFID, zcela odlišný. Proto byl profesionální zákazník v souladu s MiFID v ZKPT nově definován.⁵⁷ Z těchto, v ZKPT

⁵⁶ Způsobilá protistrana přitom nepředstavuje další druh zákazníka, je jí profesionální zákazník se zvláštním režimem zacházení. Jedná se o nejsložitější třídu investorů.

⁵⁷ § 2a ZKPT (např. banka, instituce elektronických peněz, spořitelna a úvěrní družstvo, obchodník s cennými papíry, pojišťovna)

vyjmenovaných profesionálních zákazníků, pak mají někteří již přímo ze zákona postavení způsobilé protistrany.⁵⁸

Na rozdíl od profesionálního zákazníka se s pozitivní definicí drobného zákazníka nesetkáme. Drobným zákazníkem je tedy takový zákazník, který není profesionálem.

Zařazení zákazníka do určité kategorie ještě neznamena, že se tohoto „stigmatu“ nemůže zbavit. ZKPT v § 2b zákona výslovně uvádí institut profesionálního zákazníka na žádost. Z toho plyne, že drobný zákazník se z vlastního rozhodnutí může stát profesionálním zákazníkem. Mezi jednotlivými kategoriemi zákazníků jsou možné i opačné přestupy.⁵⁹

Přestupem do kategorie profesionálního zákazníka získá jinak neprofesionální zákazník (drobný zákazník) přístup k investičním nástrojům, které jsou jinak přístupné k obchodování jen profesionálním zákazníkům. Informace o zákazníkovi shromažďuje obchodník s cennými papíry prostřednictvím investičního dotazníku (dále jen „dotazník“), na základě kterého vyhodnotí profil klienta. Povinnost pracovat vždy dostatečně kvalifikovaně s údaji získanými od zákazníků z investičního dotazníku deklarovala již v roce 2005 Komise pro cenné papíry⁶⁰. Problém je v tom, že drobný zákazník – laik – často nedokáže správně zhodnotit své znalosti a zkušenosti a vyplnění dotazníku tak nedosahuje daného účelu. Dotazník totiž zjišťuje, do jak rizikových operací je zákazník ochoten se pouštět. Mnoho zákazníků je tak postaveno před dilema, jestli zvolit rizikovou operaci s větším výnosem nebo méně rizikovou operaci, která ovšem zdaleka nedosahuje takových finančních výsledků. Zákazníci tak často váhají mezi zcela protichůdnými odpověďmi, a tak se výsledek, uvedený v dotazníku, často liší od skutečnosti. Proto by v praxi nemělo docházet k tomu, že zákazník si bude investiční dotazník vyplňovat sám⁶¹, ale vždy s poskytovatelem investičních služeb, který mu pomůže blíže objasnit jednotlivé pojmy a zohlednit tak jeho možnosti.

Jednání se zákazníky

⁵⁸ Např. obchodník s cennými papíry, banky, investiční společnosti...

⁵⁹ Viz Příloha I – schéma třídění zákazníků a volitelné režimy

⁶⁰ Komise pro cenné papíry. Rs KCP/5/2005 ze dne 8.7.2005. ASPI: 31657 (jud).

⁶¹ Např. prostřednictvím online investičních dotazníků.

Největší změny v oblasti ochrany zákazníka se týkají pravidel jednání se zákazníky a pravidel týkajících se provádění pokynů zákazníků.

MiFID přináší rozsáhlé požadavky na podmínky jednání se zákazníky, které můžeme dělit do několika skupin. Základní skupinu požadavků tvoří obecné podmínky jednání se zákazníky. Obsahují základní pravidla pro jednání se zákazníky, která se použijí za všech okolností. Tímto pravidlem je povinnost obchodníka s cennými papíry jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků. Toto pravidlo se nevztahuje jen na zákazníky (tedy na ty osoby, se kterými má obchodník s cennými papíry uzavřenou smlouvu o poskytování služeb), ale také na tzv. potencionální zákazníky (tedy na ty, kteří zatím zákazníky nejsou, ale mají potenciál se jimi stát). Tato obecná povinnost je jakousi generální klauzulí, která má zajistit, aby obchodování na kapitálovém trhu probíhalo za poctivých podmínek. Kategorizace zákazníků⁶² však přinesla pro obchodníky pozitivní zprávu v tom smyslu, že nemusí toto pravidlo dodržovat vždy. V případě, že obchodník s cennými papíry jedná s tzv. způsobilou protistranou, není povinen ji informovat a nemusí dodržovat ani obecné požadavky na jednání se zákazníky, protože se předpokládá dostatečná kvalifikovanost protistrany. Podle mého názoru, ale konkrétně čl. 19 MiFID (především požadavky na jednání kvalifikované, čestné a spravedlivé) stanoví požadavky na obchodní jednání, které se spíše blíží morálním principům, které by měly být dodržovány bez ohledu na kvalifikovanost protistrany.

Komunikační požadavky

Obchodník s cennými papíry je povinen komunikovat se zákazníkem na takové úrovni, která je s souladu se zákaznickovými znalostmi a zkušenosti. Tedy takovým způsobem, aby mu zákazník mohl za všech okolností porozumět. V souladu s tím, musí obchodník s cennými papíry především dbát na to, aby nepoužíval nejasné, klamavé, nepravdivé nebo zavádějící informace. Při komunikaci se zákazníkem je dále důležitá

⁶² Viz níže

kategorizace zákazníků, protože podle toho obchodník s cennými papíry určí jejich kvalifikaci a následně určí rozsah informací, které je povinen sdělit a také způsob komunikace.⁶³

Požadavek na informace zákazníkům a od zákazníků

Aby byl zákazník schopen uskutečnit transakci, která povede k jeho zisku je důležité, aby k požadovanému úkonu obdržel co možná nejvíce informací. Je proto nezbytné přesně stanovit, na které informace od obchodníka s cennými papíry má zákazník nárok, a které informace je naopak oprávněn obchodník s cennými papíry vyžadovat od zákazníka. Při poskytování informací zákazníkovi musí obchodník s cennými papíry vždy dbát na to, aby tyto informace byly srozumitelné, tak aby je pochopila osoba s průměrnou intelektuální úrovní.⁶⁴ Naopak pokud obchodník s cennými papíry získává informace od zákazníka, je stanovena vyvratitelná právní domněnka, na základě které může obchodník s cennými papíry vycházet z informací, které mu zákazník poskytl, ledaže by věděl nebo měl vědět, že jsou takovéto informace neúplné, nepřesné nebo nepravdivé.

Obchodník s cennými papíry je povinen zákazníkům poskytovat informace, které jsou taxativně uvedeny v § 15d odst. 1 ZPKT a v prováděcí vyhlášce ČNB.⁶⁵

Stejně tak jako musí obchodník s cennými papíry informace poskytovat, je oprávněn také určité informace od zákazníka vyžadovat podle zásady „know your client“ (znej svého zákazníka). Tato zásada není českému právnímu řádu neznámá. Obsahoval ji již před transpozicí MiFID. Nově však dochází k tomu, že míra informací, kterou má obchodník s cennými papíry od svého zákazníka vyžadovat se liší v závislosti na investiční službě, kterou bude poskytovat. Vyšší míru informací je obchodník s cennými papíry povinen zjišťovat v případě poskytování investičních služeb s poradenským prvkem. V takovém případě musí obchodník s cennými papíry získat objektivní informace

⁶³ Za tímto účelem se provádí tzv. test běžného investora

⁶⁴ Stuchlík, R.; Bielik, I. MiFID dorazil do ČR. USF ČR dostupný na http://www.usfcr.cz/files/Manual_c_10_Budoucnost_FP.pdf

⁶⁵ Vyhláška č. 605/2006 Sb., o informačních povinnostech obchodníka s cennými papíry

o odborných znalostech zákazníka, o jeho zkušenostech v oblasti investic, jeho finančním zázemí a o tom, čeho chce v oblasti investic dosáhnout. V oblasti poradenských služeb je velice důležité, aby obchodník s cennými papíry získal co nejvíc objektivních informací, které mu pomohou vyhodnotit, jakou konkrétní službu zákazníkovi poskytnout a do kterého investičního nástroje doporučit investovat.⁶⁶

V ostatních případech poskytování investičních služeb má obchodník s cennými papíry povinnost zjistit jen takové informace, které mu umožní určit, zda má zákazník potřebné informace k vyhodnocení rizik souvisejícími s investiční službou nebo investičním nástrojem.⁶⁷

Konflikt zájmů

Obchodník s cennými papíry musí přijmout opatření, která pomohou předcházet konfliktu zájmů. Konflikt zájmů nastává v průběhu poskytování investičních služeb, kdy ta samá operace může obchodníkovi s cennými papíry přinést užitek a zákazníkovi ztrátu. Kvůli prevenci konfliktu zájmů vytvořili obchodníci s cennými papíry tzv. chinese walls pravidla pro nakládání s informacemi.⁶⁸ Institut tzv. chinese walls není českému právnímu řádu neznámý. Jeho obdoba se vyskytuje v zákoně č. 21/1992 Sb., o bankách, v § 19b, odst. 1, který stanoví, že banka není oprávněna využívat informace, které získala při úvěrových obchodech pro provádění investičních obchodů. Chinese walls představují prevenci konfliktu zájmů, která spočívá v zajištění oddělenosti útvarů (i osob), u kterých by mohl konflikt zájmů vzniknout. Mají zabezpečit, aby nedocházelo k oběhu citlivých informací, které jsou způsobilé přivodit újmu klientům.

Povinnost best execution

⁶⁶ Za tímto účelem se provádí tzv. suitability test (test vhodnosti)

⁶⁷ Za tímto účelem se provádí tzv. appropriateness test (testu přiměřenosti)

⁶⁸ Např. řešení konfliktů zájmů Royal Bank of Scotland, dostupné na

<http://www.rbs.cz/gbmassets/countryportals/czechrepublic/docs/cz/Pravidla%20rizeni%20konfliktu%20zajmu.pdf>

Povinnost best execution je jedním ze základních pilířů ochrany investora podle MiFID, a také jejím nejdiskutovanějším ustanovením z hlediska problémů její aplikace v praxi. Povinnost best execution znamená povinnost obchodníka s cennými papíry provádět pokyny zákazníka za nejlepších podmínek.

Povinnost best execution není v investorském světě novým pojmem. Tato povinnost byla zavedena daleko dříve ve Spojených státech amerických Komisí pro cenné papíry a burzy (Securities and Exchange Commission, dále jen „SEC“) pro americké obchodníky s cennými papíry. V tamějších podmínkách se objevil především problém s definováním této povinnosti. SEC definuje best execution jako povinnost obchodníka s cennými papíry dosáhnout co nejvýhodnějších podmínek pro zákaznickou transakci⁶⁹. Najít nejlepší cenu investičního nástroje není jedinou povinností obchodníka s cennými papíry v rámci best execution. Mezi jeho další dílčí povinnosti patří najít nejlepší převodní místo s ohledem na charakter cenného papíru a charakter pokynu. Povinnost best execution tak můžeme shrnout, jako povinnost obchodníka s cennými papíry jednat v nejlepším zájmu zákazníka.

V souladu s čl. 21 směrnice MiFID je obchodník s cennými papíry povinen provádět pokyny zákazníků za nejlepších podmínek. Konkrétně se po něm požaduje provádět všechny rozumně požadovatelné kroky k dosažení nejlepšího možného výsledku. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu převzal toto ustanovení do § 151 velmi striktně. Obchodníkům s cennými papíry ukládá povinnost provádět pokyny zákazníka za nejlepších podmínek, aniž by tuto povinnost směřoval jen k takovým krokům, které jsou rozumně požadované – tzn., že ukládá tuto povinnost jako povinnost absolutní. Tento problém lze vyřešit eurokomfortním výkladem a zamezit tak nutnosti aplikace povinnosti best execution v nesmyslných případech.

MiFID povinnost best execution dále rozvádí. Stanoví dílčí požadavky na obchodníka s cennými papíry. V rámci této povinnosti tak má obchodník především

- zavést a udržovat organizační uspořádání a pravidla pro provádění pokynů zákazníků (tzv. „best execution policy),

⁶⁹ a duty to seek to obtain the best execution for customer orders, which is understood to mean that a broker-dealer must obtain the most favourable terms available under the circumstances for a customer's transaction

- informovat zákazníky o svých pravidlech pro provádění pokynů, získat souhlas zákazníků s danými pravidly a povinnost prokázat na žádost zákazníka provedení pokynu v souladu s pravidly pro provádění pokynů

- sledovat účinnost organizačního uspořádání a pravidel pro provádění pokynů a dle potřeby je aktualizovat.

Z výše uvedeného je jasné, co povinnost best execution zahrnuje. V praxi se povinnost best execution vztahuje především na povinnost vybrat vhodné převodní místo. Otázkou je, jestli musí tuto povinnost obchodník dodržovat vždy, při poskytování veškerých investičních služeb a ve vztahu ke všem investičním nástrojům.

Povinnost provádět pokyny zákazníků se vztahuje jen na poskytování některých investičních služeb. Není pochyb o tom, že se tato povinnost vztahuje na poskytování služby provádění pokynů zákazníka na jeho účet. Tato povinnost je prováděna bez debat a má jasné opodstatnění. Otázkou však je, jestli se v tomto případě musí povinnost best execution uplatňovat ve vztahu ke všem finančním nástrojům. Konkrétně se jedná o případy, kdy jsou investiční nástroje odkupovány a vydávány přímo jejich emitenty (podílové listy otevřených podílových fondů). V takovém případě je totiž emitent těchto cenných papírů kolektivního investování jediným převodním místem, a obchodník tak nemá možnost volby jiného převodního místa. Tím tu ztrácí smysl uplatňování povinnosti best execution. Evropští zákonodárci však byli jiného názoru, když v Prováděcí směrnici stanovili, že povinnost best execution se vztahuje na všechny investiční nástroje.

Další problém v souvislosti s prováděním pokynů zákazníky vzniká v případě, že obchodník s cennými papíry neprovádí pokyny sám, ale postupuje je dalšímu obchodníkovi. I tuto problematiku vyřešila Prováděcí směrnice, která v čl. 45 stanovila stejné povinnosti provádění pokynů, nejen pro ty, kteří je přijímají přímo od zákazníka, ale také pro ty, kteří je dále přijímají od obchodníka s cennými papíry a odkazuje přitom na čl. 21 odst. 3 MiFID. Česká právní úprava bohužel ustanovení čl. 45 prováděcí směrnice nepřijala do zákonné ani do prováděcí legislativy. A proto je nezbytné při nejasnostech uplatnit výklad s přihlédnutím k evropské úpravě.

Největší nedostatky se objevují při provádění pokynů zákazníka na vlastní účet obchodníka s cennými papíry. Prováděcí směrnice stanovila, že obchodování na vlastní

účet obchodníka s cennými papíry za zákazníky je prováděním pokynů zákazníka, a proto se na něj povinnost provádět pokyny za nejlepších podmínek vztahuje⁷⁰. To je velmi zobecňující pojetí, které upřesnila až Evropská komise svým stanoviskem, kterým rozlišila obchodování na vlastní účet obchodníka v zájmu zákazníka a na takové obchodování, které není v jeho zájmu. Povinnost vykonávat pokyny za nejlepších podmínek, se pak vztahuje jen na takové obchodování, které je v zájmu zákazníka.

Pokud bychom se striktně drželi ustanovení čl. 69 Prováděcí směrnice, vznikla by otázka, proč je vůbec obchodování na vlastní účet obchodníka upraveno jako samostatná investiční služba, když se jí pokaždé rozumí provádění pokynů zákazníka.

Vznikne-li jakýkoli pochyb o uplatnění povinnosti obchodníka s cennými papíry podle čl. 21 odst. 3 MiFID, má investor vždy možnost využít ustanovení směrnice MiFID, které ukládá povinnost obchodníkům s cennými papíry jednat za všech okolností čestně, spravedlivě a profesionálně a v nejlepším zájmu zákazníků. Toto ustanovení je obecné a vztahuje se na všechny investiční nástroje i obchody prováděné obchodníkem s cennými papíry.⁷¹

Transparentnost trhu

Požadavek na transparentnost je jedním ze základních principů poctivého obchodování na kapitálovém trhu. Pro co nejvýhodnější uskutečnění transakce s cennými papíry musí zákazník vědět o této transakci co možná nejvíce informací, aby se mohl podle nich rozhodnout, jak bude postupovat. Transparentnost tedy znamená možnost investorů a účastníků trhu dozvědět se, za jaké ceny mohou nakupovat cenné papíry a prodávat akcie, a za jaké ceny byly podíly nakoupeny či prodány.⁷² Transparentnost tak můžeme dělit podle doby, kdy je vyžadována na předobchodní⁷³ a poobchodní. Kontrola dodržování transparentnosti trhu se děje prostřednictvím tzv. hlášení obchodů.

⁷⁰ bod 69 odůvodnění směrnice č. 2006/73/ES

⁷¹ Čl. 19 směrnice MiFID

⁷² Jennings, M. , Bankovníctví: Transparentnost trhu podle směrnice MiFID. [online]. Deloitte. Článek ze dne 23. 2. 2007. Dostupný na <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,cid%253D150848,00.html>

⁷³ Viz obrázek I.

Problematika hlášení obchodů byla transponována z MiFID⁷⁴ do ZPKT a prováděcí vyhlášky č. 605/2007 Sb. o některých informačních povinnostech obchodníka s cennými papíry ve znění vyhlášky č. 234/2008 Sb., tuto problematiku upravuje detailně také prováděcí nařízení k MiFID. Zatímco požadavek na předobchodní transparentnost se v našem právním řádu objevoval již před transpozicí MiFID (§ 43 ZKPK – uveřejňování kurzu akcií), požadavek na poobchodní transparentnost je v našem právním řádu zcela nový. Objevily se sice názory, že tato povinnost mohla vyplývat z § 116 ZPKT, který stanoví povinnost uveřejňovat závěrečný kurz investičního nástroje a povinnost informovat ČNB o obchodech s investičními nástroji, které byly uzavřené na organizovaném trhu⁷⁵, avšak toto ustanovení je od obsahu povinnosti poobchodní transparency podle MiFID zcela odlišné.⁷⁶

Požadavek na transparentci se uplatní bez ohledu na místo, kde je cenný papír obchodovaný (vztahuje se jak na regulovaný trh, MTF i SI). Oproti tomu její působnost v oblasti investičních nástrojů je omezená, a to pouze na akcie obchodovatelné na regulovaném trhu. Další výjimky z aplikace zásady transparentnosti existují v případě, že by zveřejnění údajů a provedeném obchodu mohlo mít na takový obchod zásadní vliv (to se týká především velkých operací, u kterých se nemusí dodržovat předobchodní transparency a poobchodní až po určité časové prodlevě). Povinnosti hlášení obchodů nepodléhá ani obchodník s cennými papíry, který uzavírá obchod s ČNB, ať už je tento obchod uzavřen na regulovaném trhu nebo ne.

Aby bylo dosaženo co možná největší efektivity transparentnosti, je obchodník s cennými papíry povinen hlásit obchody v přesně stanoveném způsobem, v určené lhůtě a formě. Obchodník s cennými papíry tak může plnit tuto povinnost prostřednictvím regulovaného trhu nebo MTF, prostřednictvím vlastních mechanismů nebo jiné osoby. Důležité je, že ať už si obchodník s cennými papíry zvolí jakýkoli z výše zmíněných způsobů ohlášení, odpovědnost za nedodržení lhůty nese vždy on. Lhůta pro hlášení obchodů je stanovena nejpozději do konce prvního pracovního dne následujícího po dni,

⁷⁴ Čl. 25 odst. 3 a násl. MiFID

⁷⁵ Ministerstvo financí. Konzultační materiál k MiFID, Tržní infrastruktura, str. 47

⁷⁶ I když do transpozice MiFID plnilo v našem právním řádu jistou obdobnou funkci, která spočívala především v dodatečném informování veřejnosti o uskutečněné obchodní transakci

kdy byl obchod uzavřen. Ohlašovací povinnosti podléhá nejen uskutečnění dané obchodní transakce, ale také její změna nebo zrušení.⁷⁷

Obrázek I. Požadavky na předobchodní transparentnost⁷⁸

Typ systému	Popis systému	Přehled informací určených k uveřejnění podle článku 17
Systém obchodování formou průběžné aukce na základě evidence	Systém, který na základě evidence objednávek a páruje podle obchodních algoritmů bez lidského zásahu průběžně objednávky k prodeji s objednávkami ke koupi podle nejlepší dostupné ceny.	Celkový počet objednávek a akcií, které představují na každé cenové úrovni, a to v nejméně pěti úrovních nejlepších nákupních a
objednávek (continuous auction order book)		prodejních cen.
Systém řízený kotacemi (quote-driven)	Systém, při němž se obchody uzavírají na základě pevných kotací, jež mají účastníci průběžně k dispozici, a který vyžaduje, aby tvůrci trhu udržovali kotace ve vztahu ke standardizovanému množství cenných papírů (např. „lotům“), jejichž velikost je dostatečná pro efektivní obchodování a zároveň ještě představuje akceptovatelné riziko pro tvůrce trhu.	Nejlepší nabídková a poptávková cena z kotací všech tvůrců trhu s touto akcií, společně s objemem, který se k těmto cenám váže. (Kotace představují závazky k nákupu a prodeji akcií a uvádějí cenu a objem akcií, za niž jsou tvůrci trhu připraveni je koupit nebo prodat. Za výjimečných tržních podmínek však lze po omezenou dobu povolit orientační nebo jednostranné kotace.)
Systém obchodování formou periodické aukce (periodic auction)	Systém, který páruje objednávky na základě periodické aukce a obchodního algoritmu provozovaného bez lidského zásahu.	Cena, kterou určí obchodní algoritmus a objem zobchodovatelný za tuto cenu.
Systém obchodování, který nespadá pod první tři případy	Kombinovaný systém nebo systém založený na jiném určení ceny než předchozí systémy	Odpovídající informace o objednávkách či kotacích a o hloubce trhu; zejména pět nejlepších nabídkových a poptávkových cen a/nebo dvousměrných kotací každého tvůrce trhu s touto akcií, pokud to umožňují parametry mechanismu určování ceny.

⁷⁷ Jednotlivé obsahové náležitosti hlášení obchodů obsahuje prováděcí nařízení k MiFID, dále prováděcí vyhláška 605/2007 Sb. ve znění vyhlášky č. 234/2008 Sb., podrobnosti o postupu při hlášení obchodů nalezneme v Metodice ČNB k hlášení obchodů ze dne 11. 8. 2008 dostupné na http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/download_metodiky/metodika_hlob_20080811.pdf

⁷⁸ Převzato z Ministerstvo financí. Konzultační materiál k MiFID – Organizace trhu. Tabulka 1 Požadavky na předobchodní transparentnost. Dostupný na http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/download/CNB_stanovisko_MF_MiFID_B_28122006.pdf

Řešení sporů podle čl. 53 MiFID

Ve většině států Evropské unie je běžnou praxí, že spory z investic řeší finanční arbitr. Finančnímu arbitrovi tak náleží působnost v celé oblasti finančního trhu, tedy v oblasti bankovníctví, pojišťovnictví, kapitálového trhu a platebních styků. Česká republika je v tomto ohledu výjimkou.⁷⁹ Finanční arbitr tu má pravomoc rozhodovat pouze spory plynoucí z platebního styku. Tím je značně omezena možnost investora řešit spory vyvstávající z investic. Finanční arbitr totiž představuje jistou alternativu k soudnímu řešení sporů.

MiFID v čl. 53 také stanoví, že členské státy mají podporovat systém mimosoudního řešení spotřebitelských sporů. V našich právních poměrech je toto ustanovení naplňováno dlouhodobou snahou podporovat tento systém, a to v rámci tzv. „Projektu mimosoudního řešení spotřebitelských sporů“ Ministerstva průmyslu a obchodu.

⁷⁹ Stejně jako Česká republika je na tom Rakousko a Bulharsko a na Kypru není tato instituce zřízena vůbec, v Rumunsku se naopak jeho působnost vztahuje na všechny oblasti finančních trhů, kromě platebního styku. Ve všech ostatních členských státech spadají do jeho působnosti jak bankovníctví, tak platební styk, pojišťovnictví i oblast cenných papírů

Závěr

V závěru své práce jsem původně chtěla zhodnotit zdařilost české úpravy, založené transpozicí MiFID. Po pečlivém studování jsem ale došla k závěru, že lepší bude začít u zdroje, a proto se pokusím shrnout nejprve přínosy a nedostatky samotné směrnice MiFID.

Směrnice MiFID představuje revoluci v oblasti právní úpravy kapitálových trhů. Je prvním legislativním instrumentem, který pojímá oblast kapitálového trhu komplexně a upravuje tak téměř veškeré aspekty tohoto trhu.

MiFID byla do právních řádů členských států transponována teprve před rokem, což je krátká doba na to efektivně zhodnotit přínosy a nedostatky právní úpravy, kterou založila.

Hlavním cílem MiFID bylo integrovat evropský trh s kapitálem a vytvořit tak konečně jednotný pan-evropský trh. Směrnici již sice implementovaly všechny členské státy Evropské unie a současně Norsko, Lichtenštejnsko a Island, ale i tak některé⁸⁰ svými národními právními předpisy staví překážky integrovanému evropskému trhu.

MiFID přinesla v první řadě kompletní změnu v organizaci kapitálového trhu. Došlo k odstranění burzovní koncentrace a zavedení dalších obchodních platform. Evropský zákonodárce chtěl touto úpravou jistě dát účastníkům kapitálového trhu větší možnost při výběru obchodní platformy, na které budou obchodovat, a tím zvýšit kvalitu poskytovaných služeb. Je logické, že když bude existovat více obchodních platform, budou muset nabízet lepší podmínky pro obchodování, aby si tak zajistily likviditu. Je pravda, že konkurenční prostředí při burzovní koncentraci je v tomto ohledu téměř nulové. Nemyslím si ale, že odstraněním burzovní koncentrace mají účastníci kapitálového trhu na tomto poli vyhráno. MiFID sice odstraňuje burzovní koncentraci, ale na druhou stranu svými požadavky na compliance, které vznikly také z důvodu fragmentace obchodních platform, značně zvyšuje fixní náklady poskytovatelů investičních služeb, a tím začíná proces koncentrace na jejich straně. To by mohlo mít z dlouhodobého hlediska na investorskou veřejnost spíše negativní vliv.

⁸⁰ Např. Španělsko a Řecko svými prováděcími předpisy velmi ztěžuje a v některých případech téměř znemožňuje vstup zahraničních účastníků na jejich trh.

V oblasti transparency již praxe ukázala také nedostatky. V praxi dochází k takovým situacím, že někteří obchodníci obchody nehlásí vůbec a jiní, tak pro jistotu činí i několikrát u toho samého obchodu. Současný transparenční režim tak vůbec není schopen odrážet situaci na trhu. Úplně pak selhává předobchodní transparency, která by měla být poskytována SI. Transparency tak ztrácí svůj smysl, protože postrádá základní prvek důvěryhodnosti.

Není tajemstvím, že MiFID se přiklání svou úpravou především na stranu investorské veřejnosti. V tomto ohledu se jeví úprava MiFID zdařilá. Existují sice určité nedostatky například v oblasti investičního dotazníku, jehož vyplnění je spíše formalitou a určitou pojistkou pro poskytovatele investičních služeb.

Ve shrnutí lze říci, že úprava MiFID je zdařilá asi tak, jak rámcová směrnice může být. Jedná se o první takto rozsáhlou úpravu s řadou novinek nevyzkoušených v praxi, proto by bylo pošetilé čekat, že se všechny osvědčí. Právě rámcovost MiFID dává prostor prováděcí legislativě reagovat na nedostatky a upravit tak tyto otázky správným směrem. K tomu přispívá i výklad Evropské komise a CESR.

Českým zákonodárcům se podařilo transponovat MiFID, s ohledem na její nedostatky, které ovšem neplynou ze špatné transpozice, ale z nedostatků samotné směrnice.

Literatura

Monografie

Veselá, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, a.s., 2007. 15 s.

Pavlát, V. a kol. Kapitálové trhy. Praha: Professional Publihsing, 2003. s. 22-23

Dědič, J.; Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?: 2. dopln. a aktual. vyd. Praha: Bova Polygon, 2005. s.267.

Nývltová, R.; Režňáková, M. Mezinárodní kapitálové trhy. Praha: Grada. 89 s.

Husták, Z. in Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol. Kurs obchodního práva. právo cenných papírů: 5. vyd. Praha: C.H.BECK, 2009. 4 s.

Mládek, J., Kupónová privatizace: Politický úspěch, ekonomické selhání. In Sborník č. 13 „Kupónová privatizace“. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2002.

Odborné články

Kokeš, J. Lze směnku považovat za investiční nástroj? Právní rozhledy: 2/2005. Článek ze dne 19. 1. 2005. Praha: C.H.BECK. 60-62 s.

Mašek, F. Splní MiFID očekávání? Ekonom: Peníze a měnové trhy. Článek ze dne 10. 5. 2007. 76 s.

Krutiš, P. Povaha emisních povolenek z hlediska vymezení investičních nástrojů v MiFID. [online] ČNB: Odpovědi a dotazy v oblasti kapitálového trhu. Dostupný na http://www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/emisni_povolenky.html

CESR. Public Consultation (ref: CER/08-872). ze dne 9. 1. 2009. CESR [online] Call for evidence on impact of MiFID on secondary market. Comments by AMAFI. [cit. 30. 4. 2009]

Otčenášek, J. MiFID a její praktické dopady na česká trh. [online] Havel & Holásek: Právní novinky. [cit. 3. 5. 2009] dostupný na <http://www.havelholasek.cz>

Kláštřerecký, J. Dohled nad kapitálovým trhem... dnes ČNB. [online]. Článek ze dne 12. 12. 2006. [cit. 5. 5. 2009]

Jennings, M. Bankovníctví: Týká se vás MiFID. [online] Deloitte. Článek ze dne 15. prosince 2006. [cit. 5. dubna 2009]. Dostupný na <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,sid%253D12542%2526cid%253D150816,00.html>

CESR. Public consultation (ref: CESR/07-050b). Best execution under MiFID. CESR [online] únor 2007. [cit. 2. 5. 2004]. Dostupný na <http://www.cesr.eu>

Vaněk, F. MiFID – Impact on the competition between the stock exchanges and others players. [online]. Článek za dne 25. 6. 2008. [cit. 24. 5. 2009]

Matoušek, P. Investiční poradci ponесou zodpovědnost! Finanční poradenství [online]. Článek ze dne 20. 3. 2009. [cit. 2. 6. 2009]

Právní předpisy

Zákony

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

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

zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.

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

zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

zákon č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Prováděcí legislativa

vyhláška č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, ve znění pozdějších předpisů

vyhláška č. 261/2004 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a zásadách pro vedení evidence přijatých a předaných pokynu investičního zprostředkovatele, ve znění pozdějších předpisu

vyhláška č. 238/2008 Sb., o informačních povinnostech organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému

vyhláška č. 114/2006 Sb., o piscové prezentaci investičních doporučení

vyhláška č. 134/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti

vyhláška č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb

vyhláška 605/2006 Sb., o informačních povinnostech obchodníka s cennými papíry

Evropská legislativa

směrnice č. 2004/39/ES

směrnice č. 2006/73/ES

nařízení č. 1287/2006

směrnice č. 93/22/EHS

Důvodové zprávy k legislativě

Důvodová zpráva k zákonu č. 230/2008 o změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Důvodová zpráva k zákonu č. 56/2006 Sb. o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem

Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu

Elektronické zdroje

www.cnb.cz

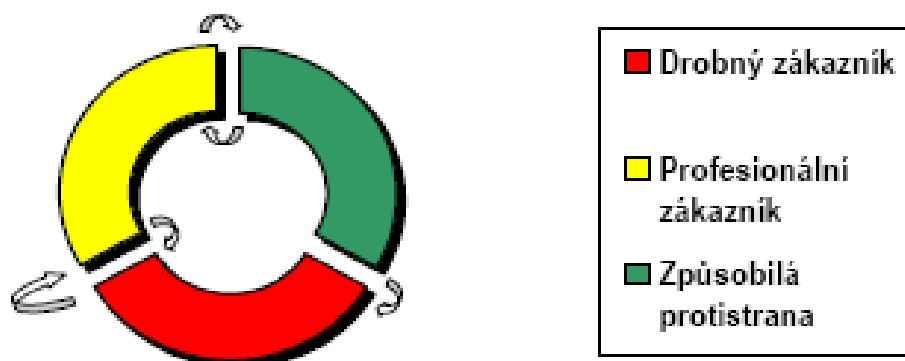
www.europa.eu

www.mfcr.cz

www.cesr-eu.com

Příloha 1 – Schéma třídění zákazníků a volitelné režimy⁸¹

Třídění zákazníků a volitelné režimy



⁸¹ Ministerstvo financí. Konzultační materiál B: Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům. Dostupný na www.cnb.cz

Summary

The aim of my diploma thesis is to outline the changes that the transposition of the MiFID directive (Markets in Financial Instruments Directive) brought to our judicial code. I chose the topic because I have always been interested in the issue concerning the capital market, and from my point of view, the directive is the crucial point of the field. This thesis enables the readers to get familiarized with the current regulation of the capital market.

The first chapters of my thesis give an outline of the development of the European capital market regulation, with focus on the special process of carrying the community legislation, created by Lamfalussy process. The next chapter is dedicated to the development of the Czech capital market and its incorporation in the European capital market, and the special characteristics of the Czech capital market.

The following chapters are dedicated to the MiFID directive, about which I would like to inform the readers from the point of view of a European legislator and so clarify the purpose of its regulation.

Furthermore, there are chapters describing particular areas which the MiFID modification relates to. First, I focus on the jurisdiction of the MiFID and the capital market organization with focus on the realization of the control over it. Second, I define particular capital services and investment tools.

The next chapter is dedicated to the change of the position of the legal persons who provide investment services. In concrete terms, the change of a securities trader position, in the light of the new regulation regulating the extent of knowledge and experience of people by means of which a securities trader executes their activities, the institute of the tied agent and an investment mediator.

The greatest part of my thesis deals with the position of an investor, which, in respect of the MiFID implementation, has changed a lot. The accent is on the protection of an investor which lies in both the obligation of a securities trader to obtain the best execution for customer orders and in the system of the Alternative Dispute Resolution.

Another means of protection is also the qualification of investors to professional customers, unprofessional customers and eligible counterparty.

In conclusion, I tried my hand at a brief evaluation of both the European modification given by the MiFID directive and Czech implemented modification. In my opinion, the MiFID directive represents a frame which needs to be developed by means of implementation legislation and completed by explanation by appropriate institutions.

Key words – MiFID, capital market, investment services

Klíčová slova – MiFID, kapitálový trh, investiční služby