

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Právní aspekty podnikání investičního zprostředkovatele
Legal aspects of investment intermediary business

Konzultant: JUDr. Michael Kohajda, Ph.D.

Zpracovatel: Mgr. Karel Chod

Březen 2012

Prohlašuji, že jsem předkládanou rigorózní práci vypracoval samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 10.3.2012

Na tomto místě chci poděkovat panu JUDr. Michaelovi Kohajdovi, Ph.D., který mi poskytl cennou součinnost při vypracování práce.

Obsah:

1	Úvod	7
2	Teoretická východiska	10
2.1	Regulace podnikání na kapitálovém trhu	10
2.2	Prameny právní regulace investičního zprostředkovatele	11
2.3	Investiční zprostředkovatel	16
2.3.1	Charakteristika investičního zprostředkovatele	17
2.3.2	Povinnosti IZ	18
2.3.3	Investiční zprostředkovatel a zahraniční úprava	19
2.4	Pojem vázaného zástupce	21
2.5	Vztah mezi OCP a IZ	27
2.6	Zákonná úprava vztahu OCP a IZ	28
2.6.1	Vynucování povinností IZ ze strany OCP	29
2.6.2	Možnost spolupráce s vícero OCP	30
2.6.3	Závěrečné zhodnocení současného nevyhovujícího stavu vztahu mezi OCP a IZ	32
3	Registrace IZ	33
3.1	K pojmu důvěryhodnost	35
3.1.1	Konkrétní podmínky	36
3.2	Analýza současných požadavků na registraci IZ	37
3.2.1	Sankce a faktický majitel IZ	39
3.3	Návrh řešení současného nevyhovujícího stavu	41
3.3.1	Vzdělání vedoucí osoby IZ	41
3.3.2	Technické zabezpečení, pořizování a uchovávání záznamů komunikace	42
3.3.3	Plán obchodní činnosti IZ	42

4	Dohled (dozor) nad kapitálovým trhem ze strany ČNB	44
4.1	Význam pojmů dozor a dohled	44
4.2	Obsah právních vztahů při výkonu správního dozoru.....	45
4.3	Procesní aspekty správního dozoru.....	46
4.4	Zákonná úprava dozoru nad kapitálovým trhem v ČR	46
4.5	Předmět dohledu nad kapitálovým trhem.....	48
4.6	Řízení před ČNB	48
4.7	Státní kontrola.....	51
4.7.1	Kontrolní řád.....	51
4.7.2	Protokol	53
4.8	Vztah správního řádu a zákona o státní kontrole	56
4.9	Zajištění souladu chování dozorovaných subjektů s právními předpisy (druhá fáze dozoru).....	58
4.9.1	Opatření k nápravě a jiná opatření	58
4.9.2	Správní delikty a přestupky	58
5	Požadavek odborné péče.....	61
5.1	Odborná péče jako neurčitý právní pojem.....	61
5.2	Principy posuzování odborné péče.....	63
5.2.1	Investoři a zákazníci – adresáti odborné péče	64
5.3	Odbornost osob	66
5.4	Absence osoby provádějící analytickou činnost ve vyhlášce o odbornosti osob 70	
5.5	K možnosti IZ vytvářet analýzy.....	71
6	Nadměrné obchodování (churning)	73
6.1	Churning dle ČNB.....	75

6.1.1	K faktické kontrole nad účtem.....	80
6.2	Churning a úprava v USA	84
6.2.1	Churning a excessive trading.....	85
6.2.2	Aplikační praxe v USA	86
6.2.3	Analýza vybraného rozhodnutí SEC.....	90
6.2.4	Study on Investment Advisers and Broker-Dealers.....	92
6.2.5	Switching.....	93
6.2.6	Reversní churning	95
6.3	Shrnutí	96
6.4	Návrh řešení.....	98
6.5	Spolupráce dohlížených osob a ČNB.....	103
7	Pobídky	105
7.1	Přípustnost pobídky dle prováděcího právního předpisu	106
7.2	Úřední sdělení o podmínkách přípustnosti pobídek.....	107
8	Závěr	111

1 Úvod

Na úvod je třeba avizovat, že tato rigorózní práce má ambici analyzovat podnikání investičních zprostředkovatelů (dále jen „IZ“), kteří se nevěnují zprostředkování cenných papírů kolektivního investování, nýbrž se specializují na přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních cenných papírů. Přesněji a transparentněji by název rigorózní práce měl znít „Právní aspekty podnikání investičního zprostředkovatele, který předává pokyny dle §29 odst. 1 písm. b) 2. zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, jen obchodníkům s cennými papíry“. Takto vymezené téma by se však jako název příliš nevyjímal.

Klasicky tedy, dle tržní praxe, půjde o IZ, jež pomáhají realizovat svým klientům obchody s jednotlivými cennými papíry (negativně vymezeno od cenných papírů kolektivního investování). Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZPKT“) tyto cenné papíry vymezuje v §3 odst. 1 písm. a) ve spojitosti s §3 odst. 2 jako investiční cenné papíry. Pouze touto formou podnikajících IZ je dnes na českém trhu většina, ti co se případně věnují i fondovému zprostředkování, mívají tuto činnost pouze jako „kompars“ ke své hlavní činnosti výše uvedené (samozřejmě jako vždy i zde jsou výjimky). Upřesňuji, že tato podnikatelská činnost IZ se dá uskutečňovat dle ZPKT i přes jiné subjekty odlišných od obchodníků s cennými papíry (např. přes banku), nicméně v praxi tak tomu nebývá, neboť jiné subjekty v ČR v drtivé většině nemají o tuto formu spolupráce zájem.

Už od svých gymnazijních let jsem byl fascinován burzovním světem, světem rizika a velkých peněz. V současné době se věnuji kapitálovému trhu na plný úvazek již 4. rokem. Nejprve jsem pracoval u velkého tuzemského obchodníka s cennými papíry jako analytik akciových trhů¹. Zpracovával jsem například investiční doporučení ve smyslu vyhlášky č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, ve znění pozdějších předpisů, a byl jsem informačním zdrojem investičních poradců.

¹ Stalo se tomu tak po měsíční bezplatné stáži, kdy moji budoucí nadřízení, ač jsem byl bez potřebného vzdělání, došli k názoru, že mám dostatečné znalosti, abych funkci analytika mohl vykonávat.

Po dvouleté praxi analytika jsem se stal provozním ředitelem poměrně velkého IZ, jehož podnikatelskou činností je přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních cenných papírů obchodníkům s cennými papíry (dále jen „OCP“) a investiční poradenství v rámci této cílové oblasti investic. Jako provozní ředitel jsem měl na starosti odbor analýz a vzdělávání, administrativní odbor, komunikaci s compliance a s ČNB. V současné době spoluvlastním a jedním za mladého investičního zprostředkovatele. Na závěr krátkého popisu mých zkušeností z oboru nutno dodat, že skutečnost panující na kapitálovém trhu v ČR je na míle vzdálena mým původním představám o této profesi, respektive o tomto oboru.

Krátký popis mé profesní kariéry je zde uveden pro charakteristiku zpracovatele této rigorózní práce. A právě zkušenosti z praxe jsou důvodem, proč jsem si vybral pro rigorózní práci toto téma.

Dalším neméně významným důvodem pro volbu tohoto tématu je dle mého názoru relativně velká absence literatury k této problematice. Odborných publikací na téma regulace podnikání na kapitálovém trhu v ČR, které by již reflektovaly transpozici evropské směrnice č. 2004/39/ES, o trzích s finančními nástroji (známou spíše jako „MiFID“) není mnoho. V knihovně ČNB a v knihovně Právnické fakulty UK sice potenciální badatel narazí na nemnoho publikací, avšak v drtivé většině se jedná o velmi obecný materiál, který nezachází do přílišné hloubky a v drtivé většině je věnován transpozici již zmiňované směrnice MiFID v obecné rovině. Pro pochopení materie je tak badatel, stejně tak jako adresát příslušných norem upravujících podnikání na kapitálovém trhu, odsouzen ke studiu velkého množství výkladových materiálů ČNB. Tato úřední sdělení, případně stanoviska, je tak ČNB nucena velmi často vydávat právě díky nedokonalosti předpisů vyšší právní síly, kde případně chybí zmocnění pro předpis nižší právní síly, ale také kvůli lepší interpretaci a orientaci v právních normách.

V teoretické části práce hodlám definovat základní instituty, jejichž vymezení je potřebné pro část praktickou.

Předmětem zkoumání praktické části práce budou nejkontroverznější a nejcitlivější oblasti podnikání investičního zprostředkovatele. Jedná se o problematiku odborné péče, nadměrného obchodování („churning“), přípustnosti pobídek, relevance a

případně způsob kontroly IZ. Málo se diskutuje o samotné registraci IZ. Dle mého názoru již v této fázi, na počátku podnikání, má regulace velké mezery. Má hypotéza dokonce je, že způsob registrace IZ je systematicky velmi chybný a z nepochopitelných důvodů jde o dlouhodobě přehlížený důvod rozšířených nešvarů současného kapitálového trhu a investičního zprostředkování, a proto i tuto oblast zařazuji do oblasti zkoumání této rigorózní práce.

Při zpracovávání této rigorózní práce se budu držet následující struktury. Po vymezení teoretických východisek (tj. pojmů jako je IZ, vázaný zástupce, vymezení vztahů mezi OCP a IZ) zanalyzuji problematiku registrace IZ, současnou právní úpravu dohledu nad kapitálovým trhem, respektive nad IZ. Následovat bude vymezení požadavku odborné péče, se kterým velmi úzce souvisí problematika nadměrného obchodování, která bude taktéž podrobena analýze. Na závěr chci nastínit i poměrně aktuální problematiku pobídek.

Pracovat hodlám analytickou metodou. Budu analyzovat výše zmíněné nejcitlivější a nejkontroverznější oblasti. V každé oblasti vymezím aktuální legislativní úpravu, kterou budu následně konfrontovat s tržní praxí. Konfrontace se zahraniční úpravou zde nebude příliš vypovídající, neboť v případě úpravy podnikání na kapitálovém trhu se jedná o velice unifikovanou oblast prostřednictvím norem evropského práva. U zkoumání problematiky nadměrného obchodování však využiji komparaci tuzemské aplikační praxe s praxí v USA, a to vzhledem k tamní dlouholeté zkušenosti s uvedenou problematikou

Cílem této rigorózní práce je pojmenovat problémy současného podnikání IZ a nastínit možná řešení. Doufám, že analýza regulace podnikání IZ, popsání problémů současného stavu a návrh možných řešení bude pro společnost přínosem.

2 Teoretická východiska

V této části rigorózní práce definuji základní pojmy, které je třeba dostatečně objasnit pro další práci. Nejprve bude vymezena legislativa, která reguluje podnikání IZ. Dále bude vymezen pojem IZ a pojem vázaného zástupce. Na konci této kapitoly bude popsán vztah IZ a OCP, neboť považuji za přínosné tyto vazby popsat před praktickou částí. Vztah IZ a dalších subjektů, jímž IZ dle §29 odst. 1 písm. b) ZPKT předává pokyny, vymezovat nebudu, neboť se hodlám zaměřit na IZ charakteristické právě svou podnikatelskou činností svázanou s OCP.

2.1 Regulace podnikání na kapitálovém trhu

Předně, regulací se rozumí usměrňování určitého jevu za účelem jeho zachování či změny².

Na počátku této podkapitoly bych se rád pozastavil nad otázkou, proč se vlastně společnost rozhodla, prostřednictvím svých volených zástupců (potažmo orgánů dohledu), podnikání na kapitálovém trhu regulovat.

V současné době finanční krize je tato otázka velmi aktuální. I když se názory na sílu regulace liší, nemám ambici v rámci této rigorózní práce podávat návrh na liberálnější či silnou regulaci. Dle mého názoru je zde totiž zásadní nevyhnutelný problém, který spočívá ve faktu opožděnosti práva za vývojem praxe. Modelový stav tohoto tvrzení nastává ve chvíli, kdy se regulátor či zákonodárce snaží reagovat na obchodování s novými složitými deriváty, avšak jejich možná rizika či přínosy jen málokdo dokáže odhadnout. A tak když například profesor Jan Dědič zastává názor, že kapitálový trh stojí a padá s důvěrou subjektů, které na něm působí, a proto je potřeba přísná regulace kapitálového trhu, neboť ta vede k jeho dlouhodobému rozvoji a následnému pozitivnímu působení na ekonomiku jako celku³, dá se namítat, že nejprve musí

² *Dědič, J.* Právo cenných papírů a kapitálového trhu. 1. vydání. Praha: PROSPEKTRUM spol. s r.o., 2000, str. 203

³ *Dědič, J.* Právo cenných papírů a kapitálového trhu. 1. vydání. Praha: PROSPEKTRUM spol. s r.o., 2000, str. 206

kompetentní orgány vědět, co a jak vlastně regulovat. Bohužel, krize současné doby naznačuje, že zde bude mít praxe vždy náskok a problémy aktuální regulace budou poznány až na základě empirické zkušenosti. Dle mého názoru toto dobře popsal současný šéf americké centrální banky (FED) Ben Bernanke, který v květnu roku 2009 prohlásil, že podle jeho názoru by banky měly zlepšit identifikaci i měření rizik.⁴

Bez ohledu na správnou míru regulace podnikání na kapitálovém trhu a bez ohledu na možnosti dosažení stavu blízkého stavu ideálnímu, jsou cíle regulace kapitálových trhů následující:

- zajištění stability trhů cenných papírů,
- zabezpečení důvěryhodnosti,
- ochrana investorů⁵.

2.2 Prameny právní regulace investičního zprostředkovatele

Pominu-li mimoprávní formy regulace IZ, jako jsou nejrůznější etické závazky jednotlivých subjektů (například členů asociace AFIZ), dostanu se k základnímu prameni regulace, a tím je samozřejmě zákon. Ústavní pořádek ČR stanovuje, že povinnosti mohou být ukládány pouze na základě zákona. Pro pořádek jde o ustanovení čl. 4 odst. 1 zákona č. 2/1993 Sb., o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součásti ústavního pořádku České republiky (dále jen „LZPS“). Fakt, že uvedený zákon je součástí českého ústavního pořádku, neboli ústavy s malým počátečním písmenem „ú“, podtrhuje ustanovení Ústavy, respektive zákona č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky (dále jen „Ústava“), a to čl. 4. Citované ustanovení samozřejmě neznamena, že povinnosti mohou být ukládány pouze zákonem, nýbrž znamená, že povinnosti mohou být ukládány pouze na zákonném základě.

⁴ *Ben Bernanke* [online]. 2009 [cit. 2011-10-11]. Central Banking and Bank Supervision in the United States. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090417a.htm>> odkazováno v *Pavlát, V., Kubiček, A.* Regulace a dohled nad finančními trhy. Praha: VŠFS. 2010. str. 24

⁵ *Musílek, P.* Finanční trhy a investiční bankovníctví. Praha: ETC Publishing Praha, 1999, str. 33

Dle čl. 79 odst. 3 Ústavy ministerstva, jiné správní úřady a orgány územní samosprávy mohou na základě a v mezích zákona vydávat právní předpisy, jsou-li k tomu zákonem zmocněny.

Z tohoto ustanovení je patrné, že i když ČNB (zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů) může ukládat povinnosti prostřednictvím předpisu nižší právní síly, než je zákon, musí zároveň respektovat ústavní pořádek a zajistit tak zákonný podklad, nepřekročení mezí zákona a nevydávat právní předpisy tam, kde k tomu nemá výslovné zákonné zmocnění. Hlavní tvůrce regulace je zákonodárce, respektive Parlament.⁶

V tomto konstatování se jistě profesor Jan Dědič nemýlí, a to zejména po právní stránce, nicméně dovolil bych si zde namítnout, že v drtivé většině případů bude zákonodárce respektovat odbornou autoritu ČNB a jí předkládané návrhy zákonné úpravy bez větších obtíží schválí. Zákonodárce si je totiž vědom informační asymetrie mezi ním a ČNB. Tuto vědomost dokazuje například i ustanovením §37 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, kde výslovně uvádí, že *„Česká národní banka spolupracuje s Ministerstvem financí na přípravě návrhů zákonných úprav v oblasti finančního trhu...“*.

Kdo je tak tuzemským zdrojem regulace podnikání na kapitálovém trhu, včetně podnikání IZ, je dle mého názoru patrné. Opět zdůrazňuji, že mám na mysli zdroj faktický.

V předchozích řádcích jsem tedy popsal ústavní základ zákona jako hlavního pramene regulace, přičemž dalším pramenem regulace jsou právní předpisy nižší právní síly (podmínky vydání těchto předpisů viz výše). Česká republika je však členem Evropské unie (dále jen „EU“), a tak naprostá většina ustanovení současné legislativní úpravy ČR byla vynucena z její strany na základě směrnic a nařízení. V prvním případě docházelo k implementaci norem směrnic EU (dříve Evropských společenství) do českého práva, v druhém případě se jedná o přímou bezprostřední závaznost a aplikovatelnost norem bez dalšího. V EU jednoznačně převládají tendence ke

⁶ Dědič, J. Právo cenných papírů a kapitálového trhu. 1. vydání. Praha: PROSPEKTRUM spol. s r.o., 2000, str. 207

sjednocování národních úprav podnikání na kapitálovém trhu, nutno dodat, že jde o logický a správný trend. I proto se dá konstatovat, že v současné době je drtivá většina norem regulujících podnikání IZ následkem normotvorby EU.

Opět pro pořádek, čl. 10 a čl. 10a Ústavy totiž říká, že mezinárodní smlouvou mohou být některé pravomoci orgánů České republiky přeneseny na mezinárodní organizaci nebo instituci a stanoví-li mezinárodní smlouva něco jiného než zákon, použije se mezinárodní smlouva. Česká republika přistoupením k EU touto smlouvou pravomoci na ni přenesla. Další výklad ponechám teorii evropského práva.

Podnikání IZ je tak regulováno zejména směrnicemi EU, i když adresáti norem je vnímají prostřednictvím tuzemských zákonů a vyhlášek. Chronologické seřazení směrnic a nařízení EU pro oblast podnikání na kapitálovém trhu bych ponechal literatuře, neboť se jedná o opravdu velký výčet⁷. Podnikání IZ upravuje zejména rámcová směrnice MiFID⁸ (na tu pak navazují další směrnice a nařízení). Tato rámcová směrnice je zhruba pětikrát detailnější než předchozí směrnice č. 93/22/EE, Investment Services Directive (ISD), z roku 1993, kterou MiFID nahrazuje.⁹

Na základě této směrnice byla přijata rozsáhlá novela ZPKT. Tento zákon komplexně upravuje veřejnoprávní regulaci poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a i samotnou regulaci těchto služeb. Tento zákon do jisté míry nahradil veřejnoprávní regulaci původně obsaženou v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů. Tím došlo i z hlediska formální právní regulace k rozdělení soukromoprávní a veřejnoprávní regulace vztahů na kapitálovém trhu.¹⁰

Z důvodové zprávy ke změně ZPKT v souvislosti s MiFID¹¹ mimo jiné vyplývá, že nově je mezi hlavní investiční služby zařazeno investiční poradenství, nově je

⁷ např. *Radvan, M.*. Právo kapitálového trhu. 1. vydání. Brno: Masarykova univerzita, 2010, str. 13

⁸ The Markets in Financial Instruments Directive - směrnice č. 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji

⁹ *Jean-Pierre Casey and Karel Lannoo*. The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?. ECMI Policy Brief. 2006. str. 2

¹⁰ *Radvan, M.*. Právo kapitálového trhu. 1. vydání. Brno: Masarykova univerzita, 2010, str. 14

¹¹ *Ministerstvo financí* [online]. 2007 [cit. 2011-10-13]. Důvodová zpráva MiFID. Dostupné z WWW: <http://mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_cr_31915.html?year=2007>

zaveden institut tzv. vázaného zástupce a zejména oblast jednání se zákazníky bude napříště podléhat zásadnější regulaci, než tomu bylo do transpozice směrnice. Tato rigorózní práce nemá za cíl rozebírat přínosy MiFID, nicméně krátká zmínka by na tomto místě mohla být vhodný. Z tohoto důvodu konstatuji, že jako nejpřínosnější změnu na základě MiFID považuji klasifikaci zákazníka (client classification), která má za cíl členit zákazníky dle jejich investičních profilů, a to na základě povinných testů vhodnosti a přiměřenosti. Až po klasifikaci zákazníka je zákazníkovi poskytována investiční služba na základě jeho averze k riziku, finančního zázemí atd.¹². Výbor evropských regulátorů cenných papírů (The Committee of European Securities Regulators – „CESR“) shrnul klasifikaci klienta do zjištění investičního cíle, finanční situace a znalosti a zkušeností zákazníka¹³ (dnes je výbor nahrazen European Securities and Markets Authority – „ESMA“). Další významné cíle a přínosy MiFID jsou například zvýšení transparentnosti, zvýšení konkurence (passporting) mezi podnikajícími subjekty v rámci jednotného trhu, povinnost realizovat pokyny za nejlepší cenu – tzv. „best execution“ – a další, avšak tyto problematiky nejsou směrem k podnikání IZ tolik významné.

Kromě komplexního ZPKT je nutno jmenovat další významné zákonné normy, které se vztahují na podnikání IZ. Jedná se zejména o zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů, ve spojitosti se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

Pro každodenní praxi podnikání IZ jsou však nejvýznamnějšími předpisy vyhlášky ČNB. Pro lepší přehlednost zvolím odrážkovou úpravu výčtu:

- vyhláška č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky,
- vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb,

¹² více k tomuto tématu v *Chris Skinner (Editor). David Smith and Steve Leggett. The Future of Investing In Europe's Markets after MiFID.* Chichester: John Wiley&Sons, Ltd., 2007 str. 65 a n.

¹³ *CESR. MiFID: Consumer Guide.* Paris: CESR. str. 6. ref. CESR/08-003

- vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti,
- vyhláška č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele,
- vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.

I když některé názvy vyhlášek na první pohled nenapovídají, že by se mělo jednat i o úpravu podnikání IZ, nutno poukázat na fakt, že právní normy upravující tuto oblast podnikání v hojně míře používají ustanovení zakotvující, že legislativní úprava týkající se OCP se přiměřeně použije na IZ. V některých případech tak dokonce právní úprava nečiní a nutnost aplikace určité právní normy na IZ, vztahující se v právním předpise jen na OCP, si může vynutit svou dohledovou činností a ustálenou praxí ČNB.

Určitě by se na tomto místě daly dalekosáhle rozebírat konkrétní úseky a ustanovení jednotlivých vyhlášek, které se k podnikání IZ vztahují, ale tuto ambici nemám, neboť si to za cíl tato rigorózní práce neklade. Analyzovat hodlám v rámci praktické části pouze v úvodu zmíněné oblasti.

Rozhodně nezanedbatelnou oblastí pramenů regulace podnikání IZ jsou metodické a výkladové materiály.¹⁴ Sem spadají úřední sdělení ČNB k určitým otázkám, kde například ČNB cítí nedostatečnou jasnost právní úpravy nebo cítí nutnost sjednotit interpretaci určitých právních norem, dále odpovědi na kvalifikované dotazy a ostatní materiály, kam spadají například různé metodiky hlášení apod.

Mezi nejvýznamnější prameny, které neupravují výlučně materii kapitálového trhu, ale vztahují se k podnikání IZ, lze samozřejmě zařadit:

- zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů, který je obecným soukromoprávním předpisem, který se vztahuje subsidiárně na veškeré soukromoprávní vztahy,

¹⁴ ČNB na svých webových stránkách www.cnb.cz rozděluje prameny právní úpravy pod odkazem „Legislativní základna“ na „Právní předpisy“ (zákony a vyhlášky) a „Metodické a výkladové materiály“.

- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, který mimo jiné upravuje obecnou úpravu obchodních společností a úpravu obchodních závazkových vztahů (mandátní smlouva atd.),
- zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „správní řád“), a zákon č. 552/1991 Sb., o státní kontrole, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o státní kontrole“), když tyto zákony upravují vztahy vznikající při státní správě kapitálového trhu,
- zákon č. 61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti, ve znění pozdějších předpisů, který upravuje opatření proti praní špinavých peněz (identifikace investora, hlášení podezřelých obchodů atd.).

Tímto bych kapitolu věnovanou regulaci a pramenům podnikání IZ na kapitálovém trhu ukončil. Byly popsány důvody regulace, přístupy a trendy v moderní regulaci. Zmíněny byly okrajově také problémy právní úpravy oblasti kapitálového trhu. Následně byly vymezeny prameny této oblasti, a to od norem nejvyšší právní síly, přes zákonnou úpravu, k pramenům podzákonným, tj. vyhláškám, a výkladovým materiálům jako úřední sdělení apod. Všechny prameny byly popsány s akcentem na vliv členství České republiky v EU, a tím pádem výše uvedený popis reflektuje unifikovanost právního prostředí EU prostřednictvím směrnic, nařízení a dalších aktů (ať už aktů individuálních či abstraktních) relevantních orgánů EU.

2.3 Investiční zprostředkovatel

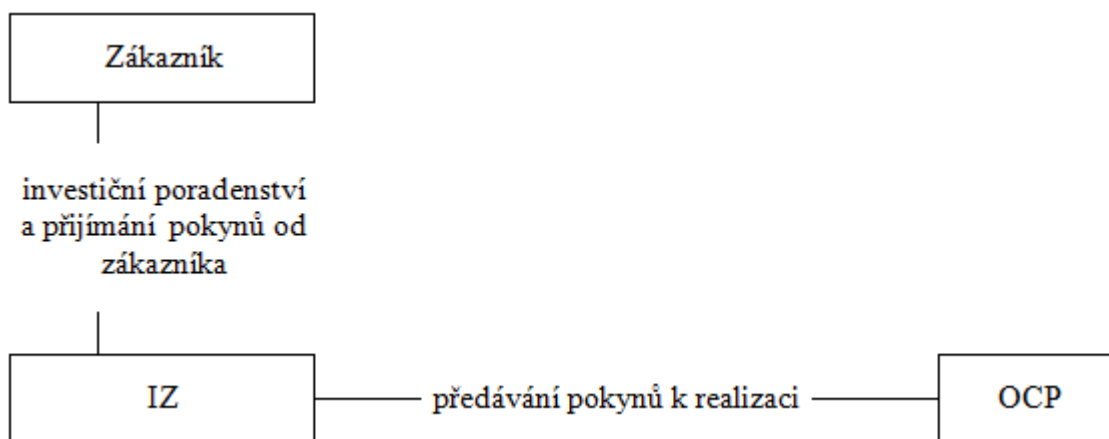
V této kapitole hodlám popsat tento subjekt podnikající na kapitálovém trhu. Vymezím subjekt jako takový ve smyslu jeho oprávnění k provádění hlavních investičních služeb. Logické by bylo nejprve vymezit proces registrace IZ. Již v úvodu jsem však avizoval, že ač tento můj názor velmi pravděpodobně nebude mainstreamový, proces registrace IZ mi přijde velmi diskutabilní a dle mého přesvědčení je původcem mnoha problémů dnešního kapitálového trhu. Právě proto budu v praktické části věnovat této problematice celou kapitolu. V teoretické části tedy tento proces prozatím vynechám.

2.3.1 Charakteristika investičního zprostředkovatele

ZPKT definuje IZ ve svém §29 odst. 1 jako osobu, která není oprávněna poskytovat jinou hlavní investiční službu než investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů (investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování) a investiční poradenství (viz §4 odst. 2 písm. a) a e) ZPKT), avšak nepřijímá peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků a pokyny předává pouze bance, OCP, zahraniční osobě která má sídlo v členském státě EU a jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti buďto banky nebo OCP, dále organizační složce zahraniční osoby s povolením od ČNB (§29 odst. 1 písm. b) 4.), investiční společnosti, investičnímu fondu, nebo zahraniční osobě oprávněné veřejně nabízet a vydávat své cenné papíry fondu kolektivního investování v ČR.

Činnost IZ podléhá registraci u ČNB. IZ může být na rozdíl od OCP jak fyzická osoba, tak osoba právnická. Své činnosti, vyjmenované v předchozím odstavci, může vykonávat právnická osoba pouze statutárním orgánem, členem statutárního orgánu, vázaným zástupcem¹⁵ nebo pomocí zaměstnanců. IZ, který je fyzickou osobou, vykonává tyto činnosti pouze osobně, pomocí vázaných zástupců nebo zaměstnanci.

Na závěr základní charakteristiky IZ, jako subjektu podnikajícího na kapitálovém trhu, přikládám velmi zjednodušené schéma začlenění IZ.



Obrázek 1: Základní schéma fungování IZ ve vztahu k zákazníkům a OCP. Zdroj: vlastní tvorba

¹⁵ tzv. „tied agent“ – bližší výklad tohoto pojmu v následující kapitole této práce

2.3.2 Povinnosti IZ

Ve svém §32 ZPKT upravuje povinnosti IZ. Ten je tak především povinen poskytovat investiční služby s odbornou péčí. Vynaložení odborné péče především znamená, že investiční zprostředkovatel jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníka. Toto ustanovení může na první pohled připadat adresátům norem jako vágní ustanovení, či spíše provolání, proti kterému se nedá sice nic namítat, avšak na druhou stranu prokazování čestnosti a spravedlivosti může vnášet mezi adresáty norem úsměvné pokrčení ramen. Dokonce je možné se setkat s názorem, že uvedené ustanovení je zmocňovací ustanovení veřejnoprávního orgánu k čemukoli, neboť neurčité právní pojmy jako „čestně“ a „spravedlivě“ a jejich interpretace velmi silně závisí na tom, kdo aplikuje ono zákonné ustanovení, respektive jak dotýčný zástupce orgánu dohledu subjektivně tyto pojmy v oné konkrétní situaci vykládá.

Pravdou rozhodně je, že i když ZPKT spolu s vyhláškami ČNB obsahují mnoho povinností a ustanovení upravujících podnikání IZ, povinný subjekt může splnit všechna ustanovení těchto právních norem a přesto může velmi jednoduše dojít k šikanóznímu jednání ze strany regulátora, neboť ten má v ruce tento velmi obecný a silný nástroj. Rozhodně tímto nechci vyjadřovat svůj negativní postoj k existenci požadavku na odbornou péči, nicméně pojmy „čestnost“ a „spravedlivost“ jsou jistě pojmy, jejichž výklad vždy závisí na úhlu pohledu, na informovanosti, charakteru a odbornosti toho, kdo pojmy aplikuje. Těmito neurčitými právními pojmy tak dává zákonodárce do rukou regulátora obrovskou moc, proto by měl být kladen vysoký důraz na kvalitu osob aplikujících tyto pojmy.

Zde nebudu dále pojem odborná péče rozebírat. V rámci této rigorózní práce hodlám věnovat problematice odborné péče celou kapitolu, neboť se domnívám, že v rámci poskytování investičních služeb IZ se jedná o naprosto zásadní oblast.

Další povinnosti IZ obsahující ZPKT v §32 jsou různé dílčí povinnosti jako pravidla jednání se zákazníky (včetně zmocnění k vyhlášce upravující tuto problematiku), povinnost zajišťovat činnosti osobami splňující odbornost osob (také ZPKT zmocňuje k vydání vyhlášky upravující tuto povinnost, přičemž vyhláška se týká OCP a na IZ se ustanovení použijí přiměřeně), povinnost řídit střet zájmů (velmi silně

souvisí s odbornou péčí), evidence přijatých a předaných pokynů, uchovávání dokumentů atd.

Tyto povinnosti nebudu nadále popisovat. Myslím si totiž, že povinnost typu evidence přijatých a předaných pokynů je jistě důležitá a přínosná věc, zejména vzhledem ke zpětné kontrole subjektů, nicméně vyhláška upravující tu kterou doplňující kolonku v excelovském souboru mi nepříjde ze systémového hlediska nikterak zásadní.

Taktéž cíle regulace podnikání na kapitálovém trhu jistě neutrpí a neztíží se jejich dosažení, když subjekt ve svých směrnících (vnitřních předpisech) nedostatečně upraví systém vyřizování stížností a reklamací, nebo když subjekt eviduje smluvní dokumentaci se zákazníky v uzamykatelné skříni v místnosti za uzamykatelnými dveřmi na kliku, a to místo toho, aby uzamykatelné dveře měly zvenku kouli. I když poslední povinnost vypadá pro mnohé zúčastněné velmi absurdně, praxe orgánu dohledu v rámci státní kontroly tyto otázky zahrnuje. Orgán dohledu si tak zjevně interpretuje ustanovení §32 odst. 4 písm. d) ZPKT. Nemám ambice hodnotit relevanci požadavků tohoto typu, proto ponechám tyto dle mého názoru zcela nepodstatné povinnosti s konstatováním, že povinný subjekt by měl ve svém vlastním zájmu respektovat interpretaci ČNB. Nadále však povinnosti tohoto typu opustím a tato rigorózní práce je studovat nebude, neboť s těmito oblastmi kapitálový trh ani nestojí, ani nepadá. Cíle regulace nebudou těmito ustanoveními ani naplněny, ani zmařeny.

2.3.3 Investiční zprostředkovatel a zahraniční úprava

Zahraněční srovnání, co se týče právní úpravy podnikání na kapitálovém trhu, není příliš relevantní, alespoň co se týče euroregionu. Jak jsem již popsal výše, úprava v EU je velmi silně unifikována prostřednictvím norem evropského práva. S optikou zaměřenou na investičního zprostředkovatele zde je však v úpravách jistá zvláštnost, která stojí za zmínku.

Česká republika totiž v souvislosti s transpozicí směrnice MiFID využila výjimku, kterou směrnice předpokládá ve svém ustanovení čl. 3 MiFID. Členské státy se dle citovaného ustanovení mohou rozhodnout, že tuto směrnici nebudou uplatňovat na osoby, pro které jsou domovským členským státem a které nesmějí držet peněžní

prostředky nebo cenné papíry klientů, a které se proto nemohou vůči svým klientům zadlužit, a nesmějí poskytovat žádné investiční služby kromě přijímání a předávání příkazů v souvislosti s převoditelnými cennými papíry a podílovými jednotkami subjektů kolektivního investování a poskytování investičního poradenství ve vztahu k těmto finančním nástrojům, a to za podmínky, že činnosti těchto osob jsou upraveny na vnitrostátní úrovni.

IZ tak přímo nepodléhají tuhé regulaci dle MiFID jako OCP. Režim dle MiFID se jich na základě uvedené výjimky netýká.¹⁶ Nevýhodou však pro IZ je, že nepoživají ani volného pohybu služeb nebo výkonu činností, ani svobody zřizování poboček v rámci EU.

IZ byla totiž do doby transpozice směrnice velmi oblíbenou a rozšířenou formou podnikání na kapitálovém trhu (nejinak je tomu dodnes) a ve chvíli, kdy by tyto subjekty musely podléhat regulatorním požadavkům dle MiFID, velmi pravděpodobně by došlo k turbulencím na tomto trhu IZ, dokonce se mluvilo o případné likvidaci mnoha subjektů. Je třeba si totiž uvědomit, že drtivá většina regulatorních požadavků přináší subjektům nutné dodatečné výdaje (na compliance, audit atd.). Domnívám se však, že pokud cílem regulace podnikání na kapitálovém trhu není ochrana podnikajících subjektů, nýbrž ochrana investujících subjektů, pak se tento obecně známý důvod výjimky jeví jako irelevantní.

Dokonce touto výjimkou došlo k rozporuplné a zvláštní situaci, kdy ZPKT upravuje dvakrát odlišně naprosto stejný subjekt. Předně je třeba konstatovat, že OCP může mít různou formu. OCP tak například může přijímat peněžní prostředky zákazníků, ale také nemusí. Dle toho se pak liší jednotlivé požadavky na regulaci a kapitálovou strukturu subjektu (OCP). ZPKT v §8a odst. 4 upravuje OCP, který nevykonává jinou činnost, než hlavní investiční služby dle §4 odst. 2 písm. a) a e) ZPKT, stejně jako IZ. Vzniká tak situace, kdy zákon předpokládá druh OCP, který je

¹⁶ nicméně nelze tvrdit, že IZ se nedotkla a nedotýká úprava na základě MiFID. Zprostředkovaně se jejich podnikání dotýká signifikantně – viz investiční poradenství jako hlavní investiční služba, zavedení režimu vázaných zástupců („tied agents), kteří nahradili tzv. IZ druhé úrovně, již dříve zmiňovaná klasifikace klientů atd.

naprosto shodný z hlediska poskytovaných služeb jako IZ, avšak požadavky kladené na jeho činnost jsou nesrovnatelně přísnější.

2.4 Pojem vázaného zástupce

Transpozicí MiFID se do českého právního řádu dostal i tzv. institut vázaného zástupce. Výše již bylo vymezeno, že IZ vykonává své činnosti pouze statutárním orgánem, členem statutárního orgánu, za pomoci zaměstnanců nebo vázaným zástupcem.

Dle §32a ZPKT je vázaný zástupce fyzická nebo právnická osoba, která je oprávněna na základě písemné smlouvy se zastoupeným jeho jménem

- zařídit, a popřípadě i uzavřít, obchody týkající se hlavní investiční služby uvedené v §4 odst. 2 písm. a) nebo h) ZPKT (tj. přijímání a předávání pokynů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání), pokud je zastoupený k jejich poskytování oprávněn,
- poskytovat investiční službu uvedenou v §4 odst. 2 písm. e) (investiční poradenství),
- propagovat investiční služby, které je zastoupený oprávněn poskytovat,

přičemž zastoupeným se dle §32a odst. 2 ZPKT rozumí

- OCP
- osoba, která má povolení orgánu dohledu jiného členského státu Evropské unie k poskytování investičních služeb, pokud poskytuje investiční služby v České republice,
- zahraniční osoba, která má sídlo ve státě, který není členským státem Evropské unie, a která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím organizační složky,
- IZ.

Institut vázaného zástupce se tak nevyužívá jen ve vztahu k IZ. Vázaný zástupce, který je fyzickou osobou, může vykonávat činnosti výše uvedené pouze

osobně nebo pomocí zaměstnanců (nelze ustanovit vázaného zástupce vázanému zástupci jako zastoupeného, což je nicméně zřejmé i z výčtu možných zastoupených). Vázaný zástupce, který je právnickou osobou, může vykonávat činnosti statutárním orgánem, členem statutárního orgánu nebo pomocí zaměstnanců.

Důležitým ustanovením v ZPKT, které bylo přijato na základě transpozice MiFID, je ustanovení §32a odst. 5, na základě něhož za výkon činností vázaným zástupcem odpovídá zastoupený. Za škodu způsobenou vázaným zástupcem při výkonu jeho činnosti odpovídá zastoupený. IZ má sice vůči vázanému zástupci v tomto případě regresní nárok, nicméně toto ustanovení každopádně přineslo do právního řádu větší míru transparency a důraz na samoregulaci subjektů podnikajících na kapitálovém trhu.

V praxi však cíle intenzivní samoregulace přeci jen nebylo dosaženo v míře, kterou by si zákonodárce pravděpodobně představoval. Podnikatelský model IZ totiž vypadá v drtivé většině tak, že IZ soustavně najímá obrovské množství vázaných zástupců, kteří nejsou fixně placeni (odměna neobsahuje ani poměrnou fixní složku) a odměna vázaných zástupců se tak vypočítává pouze jako poměrná část (na procentuální bázi – standardně 1 až 3 %) z objemu investovaných prostředků zákazníka nebo jako poměrná část (na procentuální bázi – standardně rozpětí 5 až 50 %) poplatků ve prospěch IZ, které zákazník vygeneruje.

Vázaný zástupce pak dostane k ruce telefonní nahrávanou linku, prostřednictvím které celé dny obvolává potenciální zákazníky. Mnohdy se vázaným zástupcům stává, že nezprostředkují ani jednu smlouvu se zákazníkem IZ za jeden, dva, ale klidně i tři měsíce. Odměna vázaného zástupce se pak rovná nule. To vede k obrovské fluktuaci vázaných zástupců v IZ. Ve většině IZ pak probíhá v podstatě nepřetržitě vstupní školení nových VZ, aby po týdenním školení nastoupilo k vykonávání akvizice klientů prostřednictvím telefonní linky například deset vázaných zástupců, z nichž devět po týdnu práce skončí. Na další týden však vstupní školení vygeneruje další skupinu nováčků.

Tento model je pro IZ samozřejmě velmi lukrativní s nulovým rizikem zbytečně vynaložených nákladů na odměnu vázaných zástupců. Pro ekonomický úspěch IZ je tak stěžejní, kolik vázaných zástupců bude ochotno vykonávat bez fixní částky akvizici

zákazníků s nejistým výsledkem. Z toho pak logicky plyne boj konkurenčních IZ o vázané zástupce ochotných tuto činnost vykonávat.

Motivace samoregulace v podobě intenzivního dohledu nad prací vázaných zástupců, případně motivace k výběru opravdu kvalitních vázaných zástupců, je díky tomuto rozšířenému modelu podnikání IZ velmi oslabena. Vázaní zástupci mají totiž tendenci raději pracovat pro IZ, kteří nekontrolují jejich výkon činnosti nijak intenzivně a „nesvazují“ vázané zástupce procesy vnitřní kontroly compliance.

Tato rigorózní práce nemá ambici řešit tento problém, nicméně za vhodné považují ilustraci praxe pro vyjádření střetu zájmů v souvislosti uvedeného ustanovení §32a odst. 5 ZPKT.

V souvislosti s velkou fluktuací vázaných zástupců je velmi zřídka dodržováno ustanovení §32c odst. 1 ZPKT, které říká, že vázaný zástupce může začít vykonávat činnosti za zastoupeného dle §32a odst. 1 ZPKT (viz výše) ode dne zápisu, provedeného na základě žádosti, do seznamu vázaných zástupců, který vede ČNB.

Na základě zmiňovaného ustanovení §32c odst. 1 ZPKT ve spojení s §32a odst. 1 je patrné, že i propagaci investičních služeb zastoupeného, nikoli tedy pouze investiční poradenství nebo přijímání a předávání pokynů, je oprávněn vázaný zástupce vykonávat až po provedení zápisu do seznamu vázaných zástupců ČNB (tento proces se v praxi označuje jako navázání vázaného zástupce, proto dále jen „navázání“).

Jak již bylo popsáno, po vstupním školení drtivá většina nových vázaných zástupců velice záhy ukončí svoji činnost, která je zpočátku akviziční¹⁷, k čemuž nemá každý vázaný zástupce povahové předpoklady. Na trhu IZ je rozšířená praxe, že vázaní zástupci bez navázání vykonávají prvních pár dní aktivního telemarketingu, kde si IZ ověří, zda bude vázaný zástupce schopen činnost vykonávat dlouhodobě. Teprve poté vázaného zástupce naváže. IZ si tak ušetří významné administrativní náklady na navázání a následnou archivaci dokumentů vztahujících se k vázanému zástupci. ČNB

¹⁷ Investiční poradenství a přijímání a předávání pokynů totiž může potřebně znalostně vybavený vázaný zástupce vykonávat až po nabytí zkušeností (případně může vázaný zástupce požadované znalosti nahradit příslušnou délkou praxe), a to dle vyhlášky č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti ve spojení s ustanovením §14 ZPKT, které předpokládá aplikaci uvedené vyhlášky i na IZ. Bližší výklad v následující subkapitole.

buďto o této rozšířené praxi neví, nebo ji jen ve své rozhodovací praxi nepostihuje.¹⁸ Tato praxe by se však měla změnit a regulátor by měl tento stav začít kontrolovat, neboť i vzhledem k naplnění zákonných požadavků na nezavádějící a transparentní marketing¹⁹ je nutné vázaného zástupce dostatečně kontrolovat, což prakticky nelze bez jeho navázání. ČNB se totiž prakticky nemá šanci dozvědět, že dotyčný pracovník již akviziční činnost uskutečňuje.

Vázaný zástupce může dle ZPKT vykonávat činnost pouze pro jednu osobu. Touto osobou může být pouze zastoupený, nestanoví-li jiný právní předpis jinak. Tato úprava, také reflektující, respektive transponující, směrnici MiFID, nahrazuje dřívější pojetí institutu tzv. investičního zprostředkovatele druhé úrovně. Tito zprostředkovatelé nebyli omezeni na jednu osobu. Tato úprava činnosti vázaného zástupce tak jednoznačně přispěla k transparentnosti podnikání IZ.

Vázaným zástupcem, který je fyzickou osobou, může být pouze osoba, která

- dosáhla věku 18 let,
- je plně způsobilá k právním úkonům,
- má sídlo, pobyt nebo místo podnikání na území České republiky nebo na území členského státu Evropské unie, jehož právní řád neumožňuje vykonávat činnosti obdobné činnostem uvedeným v §32a pomocí vázaného zástupce,
- má ukončené středoškolské vzdělání,
- splňuje podmínky neslučitelnosti,

přičemž tyto podmínky neslučitelnosti jsou vyjádřeny tak, že vázaným zástupcem nesmí být

¹⁸ zde dokazují seznamem sankčních rozhodnutí v oblasti IZ, že tato činnost není postihována, viz ČNB [online]. 2011[cit. 2011-10-18]. Pravomocná rozhodnutí v oblasti kapitálového trhu od 1.1.2009. Dostupné z WWW:<http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/susrlist.html?cnbyear=&cnbsegment=300.320&cnbtype=400.410&cnbname=&cnbident=&cnbmark=&cnbzhf=&cnbzahf=&cnbmocf=&cnbmocf=&button_search=Hledat

¹⁹ zvláště po implementaci MiFID – k tématu *Anders Malm*. The Euromoney MiFID Handbook 2008. Brighton: Wyndeham Grange Ltd., str. 31

- a) OCP, osoba, která má povolení orgánu dohledu jiného členského státu Evropské unie k poskytování investičních služeb, pokud poskytuje investiční služby v České republice, zahraniční osoba, která má sídlo ve státě, který není členským státem Evropské unie, a která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím organizační složky, a investiční zprostředkovatel,
- b) vedoucí osoba osoby uvedené v bodě a)
- c) zaměstnanec osoby uvedené v bodě a)
- d) společník OCP
- e) společník nebo člen investičního zprostředkovatele.

V souvislosti se zápisem vázaného zástupce do seznamu vázaných zástupců ČNB je nutno konstatovat, že ČNB nezkoumá žádost o navázání z hlediska pravdivosti nebo přesnosti informací v ní obsažených. ČNB nepřezkoumává splnění podmínek pro zápis vázaného zástupce do seznamu (§32c odst. 5). Zastoupený je pak ten, kdo ověřuje správnost a úplnost údajů uvedených v žádosti o zápis do seznamu vázaných zástupců a splnění podmínek pro zápis.

Zastoupený také zavede pravidla kontroly činnosti vázaných zástupců, která zajišťují řádný výkon činností vázaných zástupců, zejména je pak kladen důraz na pravidla jednání se zákazníky, které jsou upraveny v ZPKT ve spojení s vyhláškou č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů.

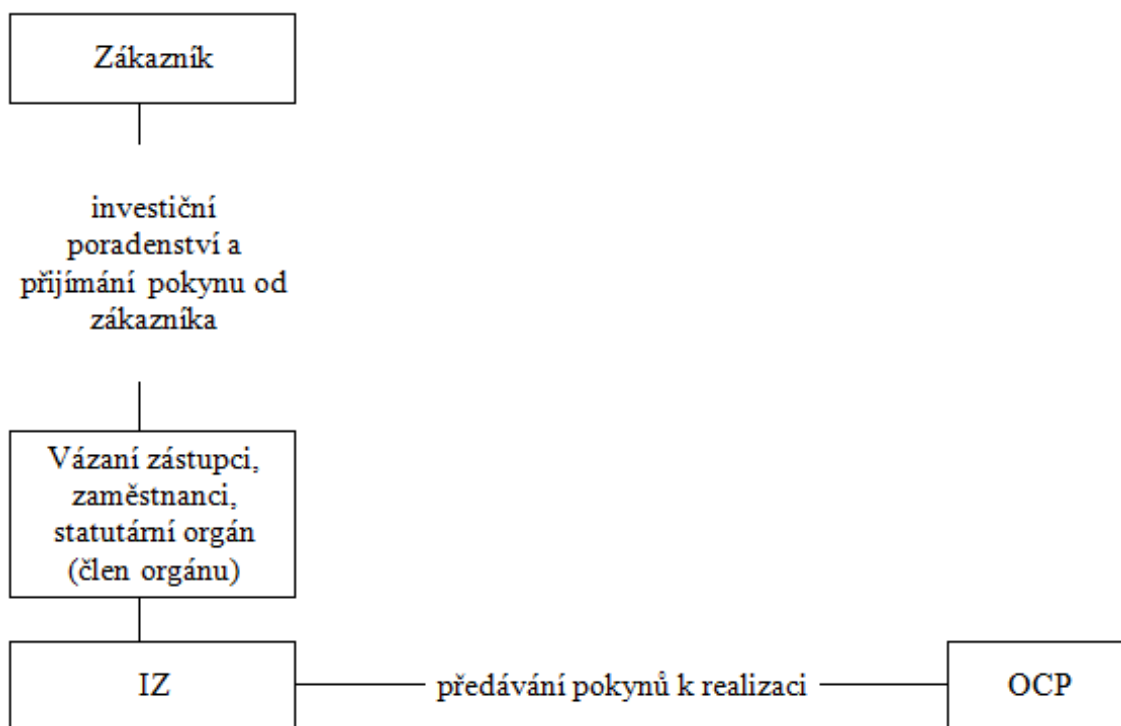
Pro bližší představu, tato vyhláška stanovuje taková pravidla jednání se zákazníky, která zamezují uvádění polopravd či zavádějících informací. Tak například §17 odst. 3 uvedené vyhlášky stanoví, že pokud informace poskytovaná neprofesionálnímu zákazníkovi obsahuje simulaci minulého výkonu určitého instrumentu nebo na ni odkazuje, musí taková informace obsahovat výrazné upozornění, že se dané údaje týkají simulované výkonnosti v minulosti a že výkonnost v minulosti není spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Typicky, vázaní zástupci nemohou dle citovaného ustanovení lákat zákazníky bez dalšího na IPO nové společnosti na BCPP (Burza cenných papírů Praha a.s.) s tím, že bude pravděpodobně

úspěšné, neboť například akcie NWR se intradenně obchodovaly již první den obchodování o necelých 7 % nad upisovací cenou. Pokud tuto informaci budou vázaní zástupci uvádět, musí dle vyhlášky z vlastní iniciativy výrazně upozornit na fakt, že tento vývoj není zárukou vývoje akcií vstupujících na sekundární trh.

ZPKT také stanovuje speciální režim případné výpovědi vázanému zástupci. Jedná se o institut tzv. okamžité výpovědi dle §32d ZPKT. Zastoupený je dle tohoto ustanovení povinen okamžitě vypovědět závazkový vztah s vázaným zástupcem, pokud zjistí, že vázaný zástupce nebo jeho vedoucí osoba nespĺňuje některou z podmínek činnosti vázaného zástupce.

Stejně tak má vázaný zástupce povinnost okamžitě vypovědět závazkový vztah s IZ, pokud zákonné podmínky, respektive předpoklady k výkonu vázaného zástupce, přestane splňovat.

Pro lepší přehlednost pokládám za vhodné doplnit Obrázek 1 takto:



Obrázek 2: Rozšířené schéma fungování IZ ve vztahu k zákazníkům a OCP, přičemž je vhodné zdůraznit, že vázaní zástupci mohou vykonávat činnost jen pro jednoho IZ, kdežto IZ smí předávat pokyny k realizaci libovolně mnoho OCP

2.5 Vztah mezi OCP a IZ

Původně jsem váhal, zda analýzu této problematiky do své rigorózní práce zařadit, neboť vzhledem k absenci jakýchkoli vodítek a pramenů se mi jeví analýza této problematiky jako velmi ambiciózní počín. Tuto subkapitolu nakonec zařazuji do své rigorózní práce hned z několika důvodů.

Zprv je vhodné tento vztah definovat, neboť podnikání IZ je do velké míry ovlivněno spoluprací s OCP. V této subkapitole nehodlám analyzovat spolupráci těchto dvou subjektů z hlediska obchodního. Vztah těchto subjektů totiž není pouze dobrovolný na bázi podnikatelských vztahů. Pokud se IZ rozhodne spolupracovat s OCP, čili že bude předávat pokyny zákazníků OCP, má tento vztah důležité zákonné konsekvence.

Za druhé je potřebné se touto tématikou zabývat, protože vztah mezi OCP a IZ nebyl dle mého názoru doposud nikde popsán.²⁰ Pokud je tedy jednou z hlavních zásad vědeckých prací, že výsledná podoba by měla mít pro společnost užitek, doufám, že v tomto ohledu budu úspěšný. Původce obav, které mne odrazovaly od zpracování této problematiky, se tak nakonec stal důvodem zařazení této subkapitoly.

Předně konstatuji, že ZPKT hovoří o IZ nejen jako o „investičním zprostředkovateli“, ale velmi často, zejména ve spojení s OCP, jej má na mysli pod označením „osoba se zvláštním vztahem k obchodníkovi s cennými papíry“. Adresátům právních norem upravujících podnikání IZ toto nesmí uniknout, neboť by se také mohlo stát, že spousta povinností upravených zákonem a podzákonými právními normami nebudou adresáti považovat za k sobě vztahující se. Uvedené tvrzení vychází z §2 odst. 1 písm. c) ZPKT.

Myslím, že se dá konstatovat, že legislativa staví OCP do role nadřazeného subjektu ve vztahu k IZ. Jde nicméně o velmi složitou problematiku s mnoha úskalími. Kdybych měl vztah OCP a IZ generalizovat z pohledu IZ, popsal bych tento vztah jako plnění povinností uložených právními předpisy OCP, přičemž ze smyslu právních

²⁰ zde bych si dovilil ponechat alespoň malou pravděpodobnost existence publikace, která problematiku vztahu OCP a IZ popisuje, nechci kategoricky tvrdit, že vztah popsán nikdy nebyl, nicméně ani při sebevětším pátrání jsem toto téma v právních (ani jiných) knihách zpracované nenalezl

předpisů de facto vyplývá, že za jednání OCP se v širším slova smyslu považuje i jednání osob se zvláštním vztahem k OCP, kterou je i IZ spolupracující s OCP. OCP je pak ze zákona zmocněn ke kontrole IZ.

2.6 Zákonná úprava vztahu OCP a IZ

Stěžejním ustanovením je §12 ZPKT, které říká, že k zajištění obezřetného poskytování investičních služeb OCP zavede a udržuje

- a) řídicí a kontrolní systém
- b) postupy pro zjišťování a řízení střetu zájmů mezi
 1. OCP, jeho vedoucími osobami, vázanými zástupci a jeho zaměstnanci a zákazníky OCP nebo jeho potenciálními zákazníky,
 2. osobou, která ovládá OCP, je ovládána OCP nebo osobou ovládanou stejnou osobou jako OCP a jejich vedoucími osobami a vázanými zástupci a zákazníky OCP nebo jeho potenciálními zákazníky.
 3. zákazníky nebo potenciálními zákazníky OCP navzájem
- c) opatření k ochraně vnitřních informací
- d) opatření k předcházení manipulaci s trhem.

Následující ustanovení, tedy §12a ZPKT rozvádí ustanovení §12 písm. a) ZPKT (viz výše) tak, že řídicí a kontrolní systém zahrnuje (mimo jiné) také pravidla vnitřní kontroly, jejichž součástí je vždy vnitřní audit a průběžná kontrola dodržování povinností OCP plynoucích ze ZPKT, jiných právních předpisů a z vnitřních předpisů OCP. Tyto povinnosti obsahuje konkrétně ustanovení §12a odst. 1 písm. c).

Fakt, že se toto ustanovení vztahuje i na kontrolu IZ, vyplývá z §12b odst. 2 ZPKT. V tomto ustanovení se adresát právní normy dozvídá, že pravidla vnitřní kontroly podle §12 a odst. 1 písm. c) zahrnují také mimo jiné pravidla kontroly činnosti IZ a vázaných zástupců, které OCP využívá k poskytování svých služeb.

ZPKT obsahuje mnoho ustanovení, která odkazují na právní předpis nižší právní síly. I v tomto případě jsou pravidla vnitřní kontroly v mnoha oblastech konkretizována vyhláškami.

2.6.1 Vynucování povinností IZ ze strany OCP

OCP však není orgán veřejné moci, respektive veřejnoprávní subjekt, který by mohl jednostranně ukládat IZ povinnosti. Oproti tomu, jak bylo nastíněno, ho zákon zplnomocňuje, a ukládá mu povinnost, kontrolovat činnost IZ, které využívá při poskytování svých služeb.

V praxi řeší nedostatek kompetencí a nástrojů pro kontrolu IZ většina OCP tak, že při zahájení spolupráce se ve smlouvě o spolupráci mezi IZ a OCP vymezí povinnosti IZ, jejichž nesplnění zakládá odpovědnost IZ za smluvní pokutu v určené výši na účet OCP. Tak například tyto smlouvy stanovují, že IZ je povinen do určitého dne v měsíci předat OCP evidenci přijatých a předaných pokynů, veškeré záznamy komunikace se zákazníky, osobní obchody vedoucích a jiných osob IZ atd., to vše za období předchozího měsíce. Tyto povinnosti IZ si vymíní každý OCP jinak. Každý totiž vnímá zákonné povinnosti vnitřní kontroly s jinou intenzitou.

U tvrzení v předchozí větě se chci pozastavit. Formálně jistě toto tvrzení každý OCP potvrdí. Každý OCP využívající k poskytování investičních služeb IZ má pravidla kontroly nastavená jinak. Logicky všichni tvrdí, že právě tímto konkrétním způsobem si každý jednotlivý OCP vykládá zákonná ustanovení. Jsem si jist, a z neoficiálních rozhovorů s představiteli tuzemských OCP vím, že jediný motiv určitého stanovení pravidel vnitřní kontroly není různorodost výkladu zákona a podzákonných norem, avšak důležitým a naprosto dominujícím všudypřítomným důvodem pro určitý způsob výkonu kontroly je fakt konkurenčního prostředí v té formě, že ZPKT nevyklučuje spolupráci IZ s vícero OCP. Jistě je v pořádku, že OCP může spolupracovat s vícero IZ, stejně tak je v pořádku, že IZ může mít vícero vázaných zástupců. Nejsem si však zcela jist, že je v pořádku možnost spolupráce IZ s vícero OCP.

2.6.2 Možnost spolupráce s vícero OCP

Fakt, že IZ může spolupracovat s vícero OCP, se promítá do veškerého jednání OCP ve vztahu k IZ. Zákon na jednu stranu diskutabilně přenáší výkon dohledu (nebo spíše posiluje výkon dohledu - nežli čistě přenáší) nad IZ na OCP, a to povinností OCP zavést a dodržovat pravidla kontroly činnosti IZ, které využívá ke své činnosti, avšak na druhou stranu vytváří konkurenční prostředí mezi OCP.

Celý systém totiž probíhá následovně. IZ svou marketingovou činností získá zákazníka. Zákazník podepíše s IZ mandátní smlouvu, která specifikuje výkon investičního poradenství a přijímání a předávání pokynů. Dále zákazník podepisuje komisionářskou smlouvu²¹ s OCP, se kterým má IZ uzavřenou smlouvu o obchodní spolupráci, neboť jen takovému OCP smí IZ předávat pokyny. Zákazník zpravidla platí za poskytnuté služby poplatky. Poplatek platí zákazník na účet OCP a je tvořen v drtivé většině procentuální sazbou z objemu realizovaného (!) pokynu.

K procentuální sazbě si dispozitivně někteří OCP po dohodě s IZ přidávají fixní poplatek. Typicky pak vypadá zákaznický ceník pro USA trhy např. 1 % z objemu obchodu (pokynu) plus 25 USD, nebo v jiné formě např. 1 % z objemu obchodu, min. však 25 USD. Po dohodě s IZ je tomu proto, že každý zákazník OCP má ceník OCP dle využívaného IZ. IZ je totiž odměňováno provizí z poplatků uhrazených na účet OCP.

V praxi OCP autoritativně nepřichází s jím zvoleným ceníkem pro zákazníky, načež by vyjednával se spolupracujícím IZ jeho provizi z daného ceníku. Zpravidla OCP stanoví svůj vyžadovaný poplatek, načež po konzultaci s IZ se tento požadovaný poplatek zvyšuje o vyžadovaný poplatek (provizi) IZ. Pokud tedy OCP vyžaduje např. 0,2 % z realizovaného objemu obchodu a IZ vyžaduje 0,6 %, zákaznický ceník obsahuje poplatek 0,8 % z realizovaného objemu obchodu. Odměna IZ je tvořena provizí z poplatků zaplacených na účet OCP za realizované pokyny.

²¹ Komisionářská smlouva o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru viz *Kotásek, Pihera, Pokorná, Raban, Vítek*. Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 5. vydání. Praha: C.H. Beck. 2009. str. 394

Díky výše uvedenému se dá konstatovat, že výše poplatku dle ceníku OCP závisí pouze na IZ, který „obsluhuje“ zákazníka.²² Konečná výše poplatku se totiž odvíjí od jím požadované provize.

Z praxe je naprosto evidentní, že OCP zaměřující se na retailovou klientelu jsou bytostně závislí na přílivu nových klientů přes IZ. Zpravidla totiž jiná marketingová strategie nepřináší výsledky. Pár pokusů o celoplošnou reklamu bylo možno sice zaznamenat, nicméně na trhu panuje notorieta, že se jednalo vždy o naprosté fiasko co do výsledku v podobě nárůstu klientů.²³ Nejefektivnějším řešením je zatím jednoznačně pojetí přímého marketingu prostřednictvím IZ.

Z tohoto důvodu panuje na trhu poměrně dramatický boj o IZ, kdy se jednotliví OCP předhánějí v různých nabídkách směřujících k IZ za účelem spolupráce.

V tomto kontextu normotvůrce naprosto naivně předpokládá, že OCP bude mít zájem na intenzivní kontrole činnosti IZ. Naopak, naprosto běžnou praxí bývá, že jednotliví OCP nabízí významným IZ spolupráci za podmínek „neobtěžování“ a čisté formálnosti výkonu kontroly. Větší IZ mají běžně uzavřenou smlouvu o obchodní spolupráci s vícero OCP, přičemž aktuálně novým klientům dávají k podpisu komisionářskou smlouvu s tím OCP, se kterým mají momentálně nejlepší vztahy (požadovaný poplatek OCP u významných IZ bývá shodný – tento soutěžní prvek mezi OCP tedy odpadá).

²² aby nedošlo k mylné představě, doplňuji, že zákazník není povinen mít smlouvu s IZ, nýbrž může samozřejmě využívat služby OCP samostatně. Uvedený výklad se týká klientů, kteří využívají na základě mandátní smlouvy (nebo jí podobné smlouvy) investiční poradenství a případně navazující přijímání a předávání pokynů od IZ.

²³ tímto nezpochybňuji funkci vyvolání prestiže například u nově vzniklých bank, které se chtějí profilovat jako finančně a investičně sofistikované

2.6.3 Závěrečné zhodnocení současného nevyhovujícího stavu vztahu mezi OCP a IZ

Pokud normotvůrce považuje za vhodné posílit výkon dohledu nad IZ kromě výkonu dohledu ze strany ČNB ještě výkonem dohledu ze strany OCP, pak jednoznačně musí odstranit možnost spolupráce IZ s vícero OCP.

Tím však docházím k názoru, že z IZ by se stával de facto vázaný zástupce OCP, což implikuje buďto nežádoucí existenci IZ jako takového, nebo irelevanci existence kontroly IZ ze strany OCP.

3 Registrace IZ

Již z názvu kapitoly je patrné, že IZ nepodléhá licenčnímu řízení, nýbrž pouze registraci. Dle §30 odst. 3 ZPKT zaregistruje ČNB jako IZ právnickou osobu,

- a) která je obchodní společností nebo družstvem
- b) jejíž vedoucí osoba
 1. dosáhla věku 18 let,
 2. je plně způsobilá k právním úkonům,
 3. je důvěryhodná
 4. má ukončené středoškolské vzdělání
 5. má přiměřené znalosti a zkušenosti v rozsahu výkonu činnosti investičního zprostředkovatele
 6. je osobou vhodnou z hlediska řádného a obezřetného poskytování investičních služeb investičním zprostředkovatelem, u kterého má vykonávat funkci vedoucí osoby; především řádnému výkonu funkce nebrání její profesní, podnikatelská nebo jiná obdobná činnost, zejména činnost u osoby s obdobným předmětem podnikání,
- c) u jejíž vedoucí osoby nenastala skutečnost, která je překážkou provozování živnosti podle zákona upravujícího živnostenské podnikání,
- d) která má průhledný a nezávadný původ základního kapitálu
- e) jejíž úzké propojení s jinou osobou nebrání účinnému výkonu dohledu nad investičním zprostředkovatelem; při úzkém propojení s osobou, která má sídlo nebo skutečné sídlo ve státě, který není členským státem Evropské unie, nesmějí právní řád takového státu a způsob jeho uplatňování včetně vymahatelnosti práva bránit účinnému výkonu dohledu nad investičním zprostředkovatelem.

Dále pak ČNB dle ustanovení §30 odst. 4 ZPKT zaregistruje jako IZ fyzickou osobu,

- a) která dosáhla věku 18 let
- b) která je plně způsobilá k právním úkonům
- c) která je důvěryhodná
- d) která má ukončené středoškolské vzdělání
- e) která má přiměřené znalosti a zkušenosti v rozsahu výkonu činnosti investičního zprostředkovatele,
- f) která je osobou vhodnou z hlediska řádného a obezřetného poskytování investičních služeb investičního zprostředkovatele; především řádnému poskytování investičních služeb nebrání její profesní, podnikatelská nebo jiná obdobná činnost, zejména činnost u osoby s obdobným předmětem podnikání.

Žádost o registraci IZ se podává na předepsaném tiskopise, který je přílohou vyhlášky č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky. Jedná se o přílohu č. 9 ve spojení s přílohou č. 4 této vyhlášky, což je tiskopis, který vyplňuje vedoucí osoba IZ za účelem prokázání výše uvedených zákonných požadavků na ni.

ČNB do 30 dnů ode dne doručení žádosti žadatele zaregistruje a vydá mu o tom osvědčení. Pokud žadatel nedoloží splnění zákonných podmínek, ČNB v této lhůtě zahájí správní řízení a rozhodne, že se žádost o registraci zamítá, nedoloží-li žadatel splnění uvedených podmínek ani v tomto řízení. Zde pokládám za vhodné podotknout, že správní řízení se zpravidla zahajuje opravdu až v krajním případě, kdy žadatel nereaguje na neformální výzvy doplnění, respektive opravení své žádosti.

3.1 K pojmu důvěryhodnost

Dle §30 odst. 3 ZPKT písm. b) bod 3. (viz výše) musí být vedoucí osoba důvěryhodná. Zde je vhodné upozornit na úřední sdělení ČNB ze dne 21. května 2010 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost.²⁴

ČNB v tomto úředním sdělení podává výklad, jakým způsobem hodlá důvěryhodnost posuzovat. Důvěryhodnost je totiž neurčitým právním pojmem.

ČNB uvádí, že pojmu důvěryhodnost odpovídá pojem „dobrá pověst“, který některé právní předpisy používaly v souvislosti se schvalováním osob v letech 2001 až 2004. Důvěryhodnost je pak kritériem zohledňujícím:

- dodržování právních a etických pravidel
- morální profil a integritu.

Důvěryhodnost osoby spočívá dle ČNB jednak v její bezúhonnosti a jednak v její profesní, podnikatelské integritě. Bezúhonnost tvoří součást důvěryhodnosti, přičemž bezúhonnou se rozumí osoba, která nebyla v minulosti odsouzena za trestný čin. Kromě uvedeného ČNB zohledňuje, zda osobě nebyla v souvislosti s výkonem povolání, zaměstnání, funkce nebo podnikatelské činnosti pravomocně uložena sankce pro správní delikt nebo povinnost k náhradě škody, zda vždy dostála svým závazkům vůči orgánu dohledu nebo státního dozoru při výkonu své funkce a zda dbala zásad poctivého obchodního styku a nenarušovala hospodářskou soutěž.

Při posuzování důvěryhodnosti ČNB vychází:

- z podkladů předloženým žadatelem
- z vlastních zjištění
- případně z dalších skutečností, které má v daném případě k dispozici.

²⁴ ČNB [online]. 2011 [cit. 2011-12-12]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY k výkladu pojmu důvěryhodnost a odborná způsobilost. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2010/download/v_2010_11_21210560.pdf

Důležité je, že v řízeních, při kterých ČNB posuzuje důvěryhodnost osoby, vychází orgán dohledu z principu negativních zpráv.

3.1.1 Konkrétní podmínky

V úředním sdělení ČNB poukazuje na fakt, že v konkrétních případech bude rozlišovat „nedostatek důvěryhodnosti“ a „závažné pochybnosti o důvěryhodnosti“. Za důvěryhodnou osobu činnou u poskytovatele finančních služeb ČNB nepovažuje zejména osobu:

- která byla v minulosti pravomocně odsouzena pro trestný čin spáchaný úmyslně, nebo pro trestný čin proti majetku či trestný čin hospodářský spáchaný z nedbalosti (nehledí-li se na ni, jako by nebyla odsouzena),
- které byla v posledních 10 letech pravomocně uložena sankce za přestupek nebo jiný správní delikt pro porušení právní povinnosti v souvislosti s výkonem zaměstnání, funkce či podnikatelské činnosti převyšující 20 000 Kč nebo zákaz činnosti nebo povinnost k náhradě škody pro zaviněné (úmyslné či nedbalostní) závažné nebo opakované porušení právní povinnosti,
- která v posledních 10 letech úmyslně podala nepravdivou nebo neúplnou svědeckou výpověď ve správním řízení anebo úmyslně uvedla nepravdivý údaj v čestném prohlášení u správního orgánu nebo jinak narušovala výkon dohledu nebo dozoru v oblasti finančního trhu a tato porušení byla zjištěna pravomocným rozhodnutím,
- která v posledních 10 letech závažným způsobem porušila zásady poctivého obchodního styku nebo narušila hospodářskou soutěž, zneužila důvěrné informace, porušila obchodní nebo bankovní tajemství, či jinou povinnost mlčenlivosti a tato porušení byla zjištěna pravomocným rozhodnutím, nebo
- vůči které bylo v posledních 10 letech vydáno rozhodnutí o úpadku, soud zamítl insolvenční návrh proto, že její majetek nepostačoval k úhradě

nákladů insolvenčního řízení, bylo vydáno rozhodnutí o prohlášení konkurzu nebo rozhodnutí o zrušení konkurzu proto, že majetek dlužníka je zcela nepostačující k úhradě nákladů konkurzu.

Je třeba mít na paměti, že se jedná o demonstrativní výčet. Jak jsem již uvedl výše, ČNB rozeznává i případy, kdy jednoznačně nekonstatuje bez dalšího nedostatek důvěryhodnosti, ale má závažné pochybnosti o důvěryhodnosti. Úřední sdělení i zde udává demonstrativní výčet případů, kdy má ČNB závažné pochybnosti, avšak vzhledem k rozsahu by bylo neefektivní je zde všechny uvádět. Badatele tak odkazují přímo na ono úřední sdělení.

V případě, že má ČNB závažné pochybnosti o důvěryhodnosti osoby, zohledňuje zejména:

- intenzitu zavinění posuzované osoby (úmysl, nedbalost, bez zavinění)
- zda k jednání došlo opakovaně
- závažnost a následky
- dobu, která uplynula od jednání
- zda posuzovaná osoba před zjištěním nedostatku na něj předem prokazatelně dostatečným způsobem upozornila
- důvody a okolnosti, za kterých došlo k výše uvedeným skutečnostem.

V každém případě ČNB posuzuje, zda konkrétní okolnosti implikují nedostatek důvěryhodnosti a tudíž neschopnost vykonávat legálně a eticky finanční službu pro kterou je osoba posuzována, či zda nemají relevantní skutečnosti ohledně důvěryhodnosti na případný výkon činnosti vliv. ČNB tak konstatuje, že rozhodování lze na základě úředního sdělení předvídat pouze limitovaně, vždy pak budou zohledněny zejména konkrétní okolnosti.

3.2 Analýza současných požadavků na registraci IZ

Z výše uvedeného vyplývá, že proces registrace a požadavky kladené na žadatele implikují jednoduché získání možnosti podnikat jako IZ. Toto mé tvrzení se

shoduje s názorem Davida Rozumka, ředitele sekce dohledu nad finančním trhem ČNB, který doslova konstatuje: „*Investiční zprostředkovatel je svým způsobem zvláštní institut, jehož činnost se dá jednoduše ukončit a znovu založit.*“²⁵

Tento fakt je však dle mého názoru naprosto nežádoucí. IZ totiž disponuje oprávněním poskytovat hlavní investiční službu investiční poradenství, čímž většinou IZ má kontrolu nad účtem zákazníka, tj. zákazník provádí obchody na základě poradenství a příliš se neřídí svým názorem. Zákazníci využívající služeb IZ jsou v naprosté většině případů nekvalifikovaní a nemají s obchodováním na kapitálových trzích příliš velké zkušenosti. Z logiky věci totiž vyplývá, že zkušený investor disponující vlastním názorem využije služby internetové obchodní platformy, přičemž obchodování tímto stylem je pro investora diametrálně levnější, než-li využívání služeb IZ, respektive využívání svého osobního investičního poradce.

Dostávám se ke konstatování faktu, že zákazníkům investiční úspěch závisí ve velké míře na IZ a jeho odbornosti a etické vyspělosti. Osobně jsem naprosto přesvědčen, že takto lehký přístup k podnikání formou IZ je velmi nerozumný. Zákazníci díky tomuto faktu velmi často využívají služeb investičních poradců, kteří nemají zájem na výdělku klienta, nýbrž jejich hlavním motivem investičního poradenství bývá jen a pouze zisk z poplatků (např. skrze nadměrné obchodování – churning, viz kapitola 6)²⁶. Také se velmi často stává, že se zákazník velmi jednoduše dostane ke službě investičního poradenství v pojetí diletanta, který o investování příliš neví.

Základní cíle regulace podnikání na kapitálovém trhu, jako je ochrana investorů a zajištění důvěryhodnosti investičního prostředí, tímto faktem lehkého získání registrace IZ velmi trpí.

²⁵ David Rozumek [online]. 2011 [cit. 2011-12-12]. Vrchní hlídač trhů z ČNB: Kontrol bude násobně víc. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2011/cl_11_110912_rozumek_mfdnes.html

²⁶ Pravdou je, že zisk z poplatků je samozřejmě motivem podnikání všech subjektů na kapitálovém trhu, v tomto případě je pak myšleno překročení rozumné hranice poplatků, kdy klient zaplatí na poplatcích tak velkou procentuální část ze svého vkladu, že je prakticky nemožno překonat tento objem poplatků výnosem z obchodů.

Je bez diskusí, že existuje zájem na fungujícím kapitálovém trhu. Setkal jsem se totiž i s pavlačovými názory, k čemuže vlastně to burzovní obchodování je, že pracovníci subjektů podnikajících na kapitálovém trhu nevytváří žádné hodnoty a podobně. Zde je třeba samozřejmě namítnout, že kapitálový trh je přinejmenším zdrojem prostředků, ať už k jakýmkoli účelům, akciových společností. Tím mám na mysli například navyšování základního kapitálu²⁷ formou IPO, emise dluhopisů atd. Bez následného kasinového efektu, tj. obchodování na sekundárním trhu, by nebyla zabezpečena likvidita pro případné prodejce nově nabytých cenných papírů. Toto samozřejmě není plný výčet kladných prvků kapitálového trhu, nicméně jako minimalistický krátký exkurz by mohl tento příklad posloužit.

Soustavné a systematické nekalé či neodborné investiční poradenství má pak za následek ochromený trh retailových investorů, kteří nevěří, a nutno dodat že se není příliš co divit, v kapitálový trh jako celek. Ten pak přichází o poměrně zásadní objem finančních prostředků, přičemž potenciální investoři – zákazníci – pak přichází o investiční příležitosti a možnost kvalitního investování svých prostředků.

3.2.1 Sankce a faktický majitel IZ

Konstatuji, že je velmi nutné zpřísnit požadavky na žadatele o registraci IZ. Jak jsem již uvedl výše, i představitelé ČNB jsou si vědomi, že IZ je zvláštní institut, jehož činnost se dá jednoduše ukončit a znovu založit. Nejde jen o fakt, že investiční poradenství vykonávají neodborně vybavení poradci, ale také je nutné si uvědomit, že právě díky jednoduchému ukončení činnosti a založení nového IZ nemají ukládané sankce příliš výchovného charakteru, neboť pokud by sankce byla velmi citelná, subjekt velmi jednoduše ukončí činnost a začne znovu. Důležitou roli ve vztahu k sankcím hraje fakt, že převážná většina IZ jsou obchodní společnosti ve formě s.r.o. Další výklad důsledků tohoto faktu zřejmě není potřeba.

Na trhu IZ tak může velmi jednoduše fungovat praxe, kdy jeden faktický majitel vede, řídí a bohatne na nekalých praktikách IZ právnické osoby, přičemž má již

²⁷ více v Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha:ASPI, 2006, str. 279 a n.

připravenou další obchodní společnost registrovanou jako IZ, která se „aktivuje“ v případě, že první společnost začne mít problémy s regulátorem či se zákazníky. Tento faktický majitel pak logicky nebude formálně zapsán jako společník a nefiguruje ani v orgánech společnosti. Bohužel praxe faktických a nikoli i formálních majitelů je pravděpodobně rozšířena velmi. Důvody jsou nejen ony výše zmiňované. Faktičtí majitelé zřejmě nebyvají formálně ustanoveni společníkem a statutárním orgánem i z důvodů daňových.

Takový faktický majitel může například figurovat ve svém IZ jen jako vázaný zástupce. Jako vázaný zástupce může faktický majitel fakturovat (obchodněprávní vztah) svému IZ takové sumy provizí, které budou z IZ dělat chudý subjekt, což je „prospěšné“ například v sankčním řízení, ale také se jedná o nejlevnější formu vyvedení peněz ze společnosti k sobě jako fyzické osobě. Faktický majitel si pak na základě paušálně stanovených výdajů²⁸ může optimalizovat svoji daňovou povinnost, nehledě na ustanovení §51 ve spojení s §54 zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty, ve znění pozdějších předpisů, na základě něhož jsou finanční služby osvobozeny od daně z přidané hodnoty (dále jen „DPH“). Tuto výhodu má společnost s registrací IZ také, nicméně vyvádění peněz ze společnosti formou faktur faktického majitele jako vázaného zástupce má díky osvobození od DPH větší výhodnost před případnou fakturací faktického majitele jako fyzické osoby živnostníka za poskytované poradenství. Samozřejmě tato výhoda nastupuje ve chvíli, pokud se jedná o sumu převyšující v souhrnu 1 mil. Kč za období roku, kdy výše uvedený zákon zakládá povinnost stát se plátcem DPH.

V kapitole 2.6 jsem popsal, z jakých důvodů selhává kontrola IZ ze strany OCP. Protože se forma dnešního podnikání IZ blíží spíše charakteru autonomní činnosti IZ nežli vázanému zástupci OCP, i proto je nutné zvýšit požadavky na registraci IZ. Zvyšování frekvence kontrol, řešení problémů ex-post, to dle mého názoru není řešením. Represe je jistě prospěšná, ale mnohem společensky prospěšnější bude prevence proti excesům podnikání na kapitálovém trhu. Sankce totiž v případě subjektů

²⁸ §7 odst. 7 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů

IZ nepůsobí příliš individuálně preventivně, ani generálně preventivně²⁹, neboť jak jsem již zmínil výše, právě díky jednoduché registraci a zrušení registrace IZ sankce nemají citelný dopad na fungující subjekt.

Potřebu odstranění současného stavu jednoduchého přístupu k registraci IZ jsem, doufám, popsal dostatečně. Aby tato rigorózní práce byla také konstruktivní, pokusím se nastínit hlavní body, které by měly být změněny.

3.3 Návrh řešení současného nevyhovujícího stavu

Pokud hodlá zákonodárce ponechat možnost spolupráce IZ s vícero OCP, musí nutně zvýšit požadavky zejména na personální vybavení žádajících subjektů o registraci IZ. Požadavky kladené v ustanovení §30 ZPKT se mi jeví jako jednoznačně nedostatečné zejména v bodech odst. 3 písm. b) 4. a 5. Citovaná ustanovení kladou požadavky na vedoucí osobu IZ ve formě ukončeného středoškolského vzdělání a požadavek přiměřených znalostí a zkušeností v rozsahu výkonu činnosti investičního zprostředkovatele.

3.3.1 Vzdělání vedoucí osoby IZ

Předně je nutno konstatovat, že zákon č. 561/2004 Sb., školský zákon, ve znění pozdějších předpisů, ve svém §7 odst. 3 definuje jako střední školu i střední odborné učiliště. Teoreticky vzato tak může vyučený elektrikář po prokazatelném dvouletém telefonování a uskutečňování této formy akviziční činnosti u IZ³⁰ žádat o registraci své právnické osoby jako IZ nebo o registraci IZ své fyzické osoby. Při vší úctě k lidem s výučním listem si nemyslím, že je rozumný takovýto stav. I když si vedoucí osoba s takto nízkým vzděláním najme vzdělanou osobu jako compliance, vzdělané analytiky

²⁹ tyto formy prevence jsou myšleny analogicky k teorii trestního práva, např. viz *Novotný, O., Vanduchová, M., Šámal, P. a kol. Trestní právo hmotné. Obecná část. 6. vydání, Praha: Wolters Kluwer ČR, a.s., 2010, str. 39*

³⁰ viz §12 a §16 vyhlášky č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti, ve znění pozdějších předpisů. Tato vyhláška se na základě ustanovení §32 (2) ZPKT vztahuje i na pracovníky IZ

a podobně, nedokážu si představit, jakou formou by pak tyto pracovníky vedoucí osoba řídila.

Opět budu konfrontovat tento stav se základním cílem regulace podnikání na kapitálovém trhu. Myslím si, že cíl zajištění důvěryhodnosti a ochrana investorů³¹ tímto stavem velmi trpí.

3.3.2 Technické zabezpečení, pořizování a uchovávání záznamů komunikace

Dalším významným požadavkem, který by měl být vyžadován jako *conditio sine qua non* pro získání registrace IZ, je dle mého názoru prokázání technického zabezpečení pořizování a uchovávání záznamů dle §17 ZPKT ve spojení s §16 vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů. Na trhu totiž stále zjevně existuje mnoho IZ, kteří nepořizují záznamy komunikace a porušují tímto zákon. Zejména však tímto jednáním staví ČNB a případně poškozené klienty do naprosté důkazní nouze. IZ je sice vystaven sankci za nepořizování záznamů, nicméně ta může být v mnoha případech milosrdná v poměru k případnému prokázanému zavádějícího či jinak nekalého jednání se zákazníky.³² Prokazování technického zabezpečení by mohlo být prováděno například prostřednictvím smlouvy uzavřené s poskytovatelem těchto služeb.

3.3.3 Plán obchodní činnosti IZ

Dalším požadavkem by měl být plán obchodní činnosti podložený reálnými ekonomickými propočty³³. Eliminoval by se tak vznik nových IZ, kteří nemají

³¹ *Musílek, P.* Finanční trhy a investiční bankovníctví. Praha: ETC Publishing Praha, 1999, str. 33

³² rozhodnutí ve věci nepořizování záznamů komunikace je k nalezení dosti na ČNB [online]. 2011[cit. 2011-10-18]. Pravomocná rozhodnutí v oblasti kapitálového trhu od 1.1.2009. Dostupné z WWW:<http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/sus-list.html?cnbyear=&cnbsegment=300.320&cnbtype=400.410&cnbname=&cnbident=&cnbmark=&cnbza hf=&cnbzahf=&cnbmocf=&cnbmocf=&button_search=Hledat

³³ analogie s §6 odst. 1 písm. d) bod 1. ZPKT

konkrétní představu fungování a u kterých vzniká větší riziko pokušení nadměrného obchodování či jiných nekalých praktik.

Pro registraci IZ by mělo být také nutností vytvoření vnitřních předpisů (směrnic), které obsahují pravidla činnosti IZ. Tyto vnitřní předpisy by měly projít schvalovacím procesem regulátora. Samozřejmě, existence vnitřních předpisů neimplikuje dodržování jejich pravidel, nicméně žádající subjekt minimálně prostřednictvím vytváření vnitřních směrnic zjistí, jaké požadavky jsou na něj kladeny. Tento bod vypadá zřejmě na první pohled velmi absurdně, nicméně praxe ukazuje, že tento bod není irelevantní.

Závěr této kapitoly by měl vlastně navazovat na závěr kapitoly 2.6. Vyjádřil jsem přesvědčení, že kontrola ze strany OCP není efektivní a pokud efektivní má být, pak by neměla být možnost spolupracovat s vícero OCP. Tím by se však stával z IZ de facto vázaný zástupce. Tento závěr umocňuje důležitost závěru plynoucího z této kapitoly, a tedy nutnost větší míry požadavků kladených na žadatele o registraci IZ, zejména pak v kvalitě vedoucích osob IZ, prokázání ekonomické, technické a právní připravenosti k výkonu činnosti IZ.

4 Dohled (dozor) nad kapitálovým trhem ze strany ČNB

Na úvod této kapitoly považuji za přínosné popsat obsah pojmu dozor. Poté hodlám navázat v konkrétnějším duchu analýzou dozoru ČNB nad podnikáním IZ.

4.1 Význam pojmů dozor a dohled

Dozorem ve smyslu obecného pojetí rozumíme aktivitu, jejíž podstatou je pozorování určité činnosti nebo určitého stavu, na které navazuje hodnocení, popřípadě též aplikace prostředků směřujících k zajištění účelu sledovaného dozorčí činností.³⁴

Obsahem institutu státního dozoru je obecně dohled nad dodržování právních předpisů, interních pravidel a individuálních právních aktů závazných pro dozorované subjekty, to vše především s cílem zajistit ochranu zájmů klientské veřejnosti těchto institucí a zabezpečit stabilitu hospodářského sektoru, v němž daný subjekt působí. Státní dozor je vykonáván vůči subjektům nepodřízeným dozorujícímu orgánu, tedy mimo subordinační strukturu a systém vztahů mezi orgány státní správy.³⁵

Při zjištění nedostatků u dozorovaných subjektů (tj. zejména při zjištění jejich protiprávního chování) orgán státního dozoru aplikuje ve vztahu k těmto subjektům nápravné prostředky (ukládá jim opatření k nápravě závadného stavu) či prostředky sankční, odstupňované zpravidla od peněžitých pokut, dosahujících řádově až desítek milionů korun, až po nucené ukončení činnosti dozorovaného subjektu.³⁶

Termín dozor vyjadřuje konečnou odpovědnost státu za stav, kdy na určitém státním území probíhá dozorování finančních činností prováděných vesměs nestátními subjekty, přičemž samotný výkon tohoto dozoru, podmínky jeho provádění a případné instrumentarium nápravných opatření a sankcí v rámci takového dozoru ukládaných se opírá o autoritu státu a právní pravidla státem aprobovaná a vynucovaná. Samotný výkon dozoru tak nemusí být prováděn státem, resp. orgány státu, nýbrž může být

³⁴ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 299

³⁵ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 300

³⁶ *Bakeš, M. a kol.* Finanční právo. 5. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2009, str. 51

svěřen, vždy však z vůle a se souhlasem státní moci, i subjektům odlišným od státu, veřejnoprávním i soukromoprávním korporacím či samosprávným institucím.

I když vrchnostenská podstata a obsah dozoru zůstávají při takové delegaci zachovány, fakt, že příslušná dozorovací činnost je prováděna jiným subjektem nežli státem, odůvodňuje změnu označení této činnosti, pro niž pozitivně právní předpisy často používají pojem dohled namísto termínu státní dozor.³⁷

Výstižná je taktéž formulace Michaela Kohajdy, který definuje dohled nad finančním trhem jako zvláštní druh dozoru, který je vykonáván veřejnoprávním subjektem odlišným od státu v jeho samostatné působnosti.³⁸

Uvědomuji si, že použitím citací těchto definic nejsem příliš originální, nicméně považuji uvedené definice za natolik výstižné, že se nepokouším o vlastní konstrukci popisu problematiky. Pojem dozoru je tímto nastíněn obecnou právní teorií, přičemž konstatuji, že principy dozoru ČNB nad podnikáním IZ je shodný.

4.2 Obsah právních vztahů při výkonu správního dozoru

Obsahem právních vztahů při výkonu správního dozoru jsou oprávnění a povinnosti dozorčího orgánu a jim odpovídající povinnosti a oprávnění subjektu, vůči němuž je dozor vykonáván, popř. i dalších subjektů (třetích osob).³⁹ Obecně se dá konstatovat, že oprávnění dozorčího orgánu (dozorčí oprávnění) mají umožnit dozorčímu orgánu zjištění skutečného stavu věci. S dozorčími oprávněními koresponduje povinnost dozorovaného subjektu, a to úkony dozorčího orgánu strpět a poskytnout mu součinnost. Pozitivní právo zajišťuje realizaci povinností dozorovaného orgánu v zásadě třemi způsoby, a to prostřednictvím:

- pořádkových pokut,

³⁷ *Bakeš, M. a kol.* Finanční právo. 5. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2009, str. 52

³⁸ *Kohajda, M.* Dohled nad finančním trhem. In *Hendrych, D. a kol.* Právníký slovník. 3. podstatně rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 154

³⁹ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 308

- skutkovými podstatami hmotněprávních správních deliktů jako ztěžování či maření výkonu dozoru (pořádková pokuta se neuplatní)
- vydáním správního aktu, resp. aktu deklaratorní povahy, což se ale v případě podnikání IZ v praxi zřejmě neuplatní

Základní povinností dozorčího orgánu je zjištění skutečného stavu věci a zajištění potřebných dokladů k jeho prokázání.

4.3 Procesní aspekty správního dozoru

Z procesního hlediska se problematika dozoru rozpadá do dvou fází:

- fáze zjišťování a hodnocení
- fáze uplatnění nebo iniciace nápravných nebo sankčních prostředků⁴⁰.

Fáze zjišťování a hodnocení představuje vlastní výkon dozoru. Druhá fáze je logickou fází navazující, která je však fakultativní. Nastupuje totiž až v případě, že z vykonávání první fáze vyplyne potřeba fáze druhé.

4.4 Zákonná úprava dozoru nad kapitálovým trhem v ČR

Protože je dozor velkým zásahem do práv dozorovaného subjektu, přičemž dozorující orgán, v tomto konkrétním případě ČNB, může ukládat dozorovaným subjektům různé povinnosti, musí být dozor normativně upraven v právním předpise zákonné formy. Tento požadavek je nutný k naplnění ústavní konformnosti, konkrétně aby byl zajištěn soulad s čl. 2 a čl. 4 LZPS.

Zákonem, který zakotvuje dozor ČNB nad kapitálovým trhem, a tedy i nad podnikáním IZ, je zákon č. 6/1993 Sb., o české národní bance, ve znění pozdějších předpisů, konkrétně jde o §1 ve spojení s §44 odst. 1 písm. b. S tímto zákonem počítá

⁴⁰ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 315

Ústava ve svém čl. 98 odst. 2, přičemž v odst. 1 zmiňovaného článku zakotvuje Ústava hlavní cíl ČNB, kterým je péče o cenovou stabilitu.⁴¹

Působnost a pravomoci ČNB při výkonu dozoru nad podnikáním subjektů kapitálového trhu, jsou upraveny v zákoně č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o dohledu“). Chtěl bych poukázat opět na fakt, že v názvu zákona i v jeho ustanoveních se hovoří o dohledu, nikoli o dozoru.

Tento použitý pojem je dle mnohé literatury chybný, a to z důvodu měkčí jazykové interpretace pojmu dohled ve srovnání s pojmem dozor (viz výše).⁴² Pojem dohled by se tak měl, a to i dle mého názoru, vztahovat spíše ke kontrolní činnosti soukromoprávního subjektu, a to buďto tam, kde zákon tento dohled předpokládá (typicky OCP dohlížející na IZ), nebo tam, kde je dohled vykonáván fakticky (např. zákazník dohlížející na své portfolio investičních cenných papírů). Na druhou stranu, pro adresáty právních norem je diskuse o vhodné terminologii bezpředmětná. I Michael Kohajda uznává, že odlišnost pojmů dohled a dozor je převážně otázkou právní teorie.⁴³

Jak již bylo zmíněno, zákon o dohledu upravuje působnost a pravomoci ČNB při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem. Také stanoví některá práva a povinnosti subjektů, které na tomto trhu působí. V §2 zákona o dohledu je vyjádřeno poslání dohledu nad kapitálovým trhem. Jedná se o konstatování, které potvrzuje mnou zmíněné cíle regulace jako takové. ČNB tak dle zákona o dohledu při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem posiluje důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh, a to zejména tím, že přispívá k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu a podporuje osvětu v této oblasti. Právě požadavek osvěty bych chtěl

⁴¹ kompetence v rámci dozoru nad činností subjektů působících na kapitálovém trhu získala ČNB až převzetím agendy zanikající Komise pro cenné papíry, což se stalo k 1. dubnu 2006, kdy ČNB převzala působnost nejen Komise pro cenné papíry, ale i Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami a Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění (tedy většina dohledové působnosti Ministerstva financí ČR)

⁴² například *Pavlát, V. Kubiček, A.* Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s. 2004, str. 191

⁴³ *Kohajda, M.* Dohled nad finančním trhem. In *Hendrych, D. a kol.* Právní slovník. 3. podstatně rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 154

zdůraznit, neboť se osvětou jako prostředkem eliminace nekalých praktik na kapitálovém trhu budu zabývat v následujících kapitolách.

4.5 Předmět dohledu nad kapitálovým trhem

Dohledu ČNB nad kapitálovým trhem dle §7 zákona o dohledu podléhá

- a) plnění povinností stanovených tímto zákonem fyzickým nebo právnickým osobám
- b) plnění povinností stanovených zvláštními zákony (tj. ZPKT a zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů)
- c) plnění povinností a podmínek stanovených ve vykonatelných rozhodnutích České národní banky a
- d) plnění povinností stanovených přímo použitelnými předpisy Evropských společenství

Ve svém §7a zákon o dohledu ještě dodává některé speciální případy vyskytující se na kapitálovém trhu (nabídka převzetí, nabývání vlastních akcií akciovou společností nebo jí ovládanou osobou atd.), které podléhají dohledu ČNB, avšak tyto případy se k podnikání IZ v podstatě nevztahují, proto je nebudu podrobněji zkoumat.

4.6 Řízení před ČNB

Poměrně podstatný je §6 zákona o dohledu, kde se v odst. 1 stanoví, že v řízení ve věcech upravených zákonem o dohledu se postupuje podle obecných právních předpisů, pokud jednotlivá ustanovení zákona o dohledu nebo zvláštních zákonů nestanoví jinak. Ustanovení správního řádu o možném způsobu ukončení řízení o rozkladu se nepoužije.⁴⁴

Zmíněný §6 odst. 2 stanovuje, že ČNB před zahájením řízení v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem uváží, zda o uložení opatření k nápravě nebo sankce za zjištěné

⁴⁴ §152 odst. 5 správního řádu

porušení povinností podle tohoto nebo zvláštního zákona řízení zahájí. Přitom vychází zejména z povahy, závažnosti, doby trvání a následku protiprávního jednání a případného postupu osoby podezřelé z porušení právní povinnosti při odstraňování následků protiprávního jednání. Nezahájí-li řízení, sepiše o tom zápis a věc odloží. Rozhodnutí o odložení věci se nevydává.

Toto zákonné ustanovení tak zohledňuje základní zásady činnosti správních úřadů dle správního řádu. V tomto konkrétním případě mám na mysli zejména §2 odst. 3 správního řádu, a to zásadu proporcionality.⁴⁵

Dále §6 zákona o dohledu v odst. 3 stanovuje, že proti rozhodnutí ČNB (orgánu 1. stupně) lze podat rozklad. O rozkladu rozhoduje bankovní rada České národní banky.⁴⁶

Zákon o dohledu logicky dává ČNB i pravomoci k výkonu dohledu nad kapitálovým trhem. Pro tyto účely je ČNB dle §8 zákona oprávněna

- a) vyžadovat informace od každého, včetně auditorů,
- b) vyžadovat objasnění skutečností od každého, ustanovení zvláštního právního předpisu upravujícího správní řízení o předvolání, předvedení a výslechu svědka platí obdobně,
- c) vyžadovat předložení záznamů, zpráv nebo s nimi spojených údajů přenášených prostřednictvím sítě elektronických komunikací od osoby, která podléhá jejímu dohledu nad kapitálovým trhem
- d) vyžadovat poskytnutí provozních a lokalizačních údajů od osoby zajišťující veřejnou komunikační síť nebo poskytující veřejně dostupnou službu elektronických komunikací
- e) provést kontrolu na místě podle zvláštního zákona⁴⁷ u osoby, která podléhá jejímu dohledu nad kapitálovým trhem; ČNB může k provedení kontroly přizvat auditora, auditorskou společnost nebo znalce,

⁴⁵ více k problematice např. *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 379

⁴⁶ ta také rozhoduje o opravném prostředku proti rozhodnutí organizátora regulovaného trhu

- f) vyžadovat uveřejnění povinně uveřejňovaných informací podle ZPKT; tyto informace ČNB zpřístupní veřejnosti, pokud tak neučiní povinná osoba.

Tato vyjmenovaná oprávnění může ČNB uplatnit i za splnění zákonem stanovených podmínek v případě, je-li to nutné ke zjištění informací, které žádá zahraniční orgán dohledu nad finančním trhem. Logicky pak zákon ukládá kontrolovaným osobám povinnost součinnosti. Při porušení zákonem stanovených požadavků na součinnost pak nastupuje možnost uložit pořádkovou pokutu dle §9a zákona o dohledu, a to opakovaně až do úhrnu 20 000 000 Kč.

V praxi pak vypadá výkon dohledových pravomocí, respektive prvotní zjišťování informací tak, že dohlížený subjekt, IZ, obdrží od Odboru dohledu nad kapitálovým trhem (spadajícího do Sekce dohledu nad finančním trhem) ČNB „Výzvu ve smyslu §8 (příslušného odstavce) zákona o dohledu“ ke splnění či dodání určitých požadavků. IZ může obdržet takovýchto výzev nespočet, než případně dojde k zahájení správního řízení nebo ke státní kontrole a v praxi k tomu také dochází. Správní řízení samozřejmě nastupuje v případě zjištění porušení povinnosti nebo protiprávního stavu, státní kontrole se budu věnovat níže.

Pro dohlížený subjekt je samozřejmě smršť výzev velmi fyzicky i psychicky náročná. ČNB si totiž velmi ráda klade požadavky, které dohlížený subjekt nemá k dispozici bez dalšího. Tak například ČNB nepožaduje jen evidenci přijatých a předaných pokynů od IZ ve formátu požadovaném vyhláškou č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele, ve znění pozdějších předpisů, kterou IZ ze zákona automaticky vede, nýbrž chce ČNB informace typu kumulovaného objemu všech zákaznických nákupů investičních nástrojů, všech kumulovaných prodejů atd.

Jsem přesvědčen, že se zpravidla nejedná o šikanózní jednání a že tyto vyžadované informace mají svůj účel, nicméně objektivním faktem je, že příprava

⁴⁷ prakticky půjde o zákon o státní kontrole

odpovědí a podkladů je pro IZ někdy mnohdy zatěžující a tento fakt by měl mít dozorující orgán na paměti při zohledňování zásady proporcionality.

Psychická náročnost pak vyplývá z faktu, že jakmile ČNB zahájí zjišťování informací prostřednictvím výzev, většinou dojde i k nalezení více či méně závažných nesrovnalostí. Toto prohlášení zní na první pohled velmi lacině, nicméně vzhledem k již zmiňovanému faktu, že IZ nejsou obvykle dostatečně odbornostně vybaveni, jedná se o logický důsledek. Fakt, který jsem již také zmiňoval výše, a to dle mého názoru nežádoucí jednoduché založení a ukončení podnikání IZ, má také za následek zmenšenou ochotu IZ investovat do compliance.

4.7 Státní kontrola

Státní kontrolu upravuje již výše zmiňovaný zákon o státní kontrole. V tomto zákoně je v podstatě upraven obecný vlastní postup dozorujícího orgánu, v tomto případě ČNB, při vykonávání dozoru. Jde o subsidiární úpravu ke zvláštním zákonům.

Státní kontrolou se dle §3 citovaného zákona rozumí kontrolní činnost orgánů uvedených v zákoně zaměřená na hospodaření s finančními a hmotnými prostředky České republiky a plnění povinností vyplývajících z obecně závazných právních předpisů nebo uložených na základě těchto předpisů. Státní kontrolou dle zákona o státní kontrole se nerozumí kontrola vykonávaná v rámci vztahu nadřízenosti a podřízenosti.

Kontrole dle tohoto zákona také nepodléhají soudy, státní zastupitelství a notáři, s výjimkou hospodaření těchto orgánů s finančními a hmotnými prostředky České republiky, rozhodovací činnost orgánů státní správy a řízení jim předcházející, výkon působnosti ozbrojených bezpečnostních sborů a Vězeňské služby České republiky vykonávané dle zvláštních předpisů.

4.7.1 Kontrolní řád

Základní pravidla kontrolní činnosti upravuje §8 zákona. Tímto „kontrolním řádem“ se kontrolní orgány řídí pouze tehdy, pokud zvláštní zákon nestanoví jiný

postup. Z toho se dovozuje, že kontrolní řád dle zákona o státní kontrole je svou povahou subsidiární ke zvláštním zákonům.

Kontrolní pracovníci⁴⁸ jsou při provádění kontroly oprávněni:

- a) vstupovat do objektů, zařízení a provozů, na pozemky a do jiných prostor kontrolovaných osob, pokud souvisí s předmětem kontroly; nedotknutelnost obydlí je zaručena⁴⁹
- b) požadovat na kontrolovaných osobách, aby ve stanovených lhůtách předložily originální doklady a další písemnosti, záznamy dat na paměťových médiích prostředků výpočetní techniky, jejich výpisy a zdrojové kódy programů atd.
- c) seznamovat se za určitých zákonem stanovených podmínek s utajovanými informacemi (v případě podnikání IZ pravděpodobně tato pravomoc nebude hrát v praxi žádnou roli)
- d) požadovat na kontrolovaných osobách poskytnutí pravdivých a úplných informací o zjišťovaných a souvisejících skutečnostech
- e) zajišťovat v odůvodněných případech doklady; jejich převzetí musí kontrolované osobě písemně potvrdit a ponechat jí kopie převzatých dokladů,
- f) požadovat, aby kontrolované osoby podaly ve stanovené lhůtě písemnou zprávu o odstranění zjištěných nedostatků
- g) v případech stanovených zákonem ukládat pořádkové pokuty (ty pak upravuje §19 zákona o kontrole)

⁴⁸ kontrolní řád upravuje i problematiku vyloučení kontrolních pracovníků (§10 zákona o státní kontrole), respektive podjatost kontrolních úředníků, avšak tuto problematiku nebudu blíže specifikovat, jde o standardní úpravu

⁴⁹ toto ustanovení však neznamená, že pokud IZ fyzická osoba má sídlo v bytě, kde má rovněž bydliště, nesmí kontrolní pracovník vstoupit do bytu a provést kontrolu. Podle čl. 12 odst. 1 LZPS je obydlí sice nedotknutelné a není dovoleno do něj vstoupit bez souhlasu toho, kdo v něm bydlí, nicméně v čl. 12 odst. 3 LZPS se uvádí, že jiné zásahy do nedotknutelnosti obydlí mohou být zákonem dovoleny, jen je-li to v demokratické společnosti nezbytné pro ochranu života nebo zdraví osob, pro ochranu práv a svobod druhých, anebo pro odvrácení závažného ohrožení veřejné bezpečnosti a pořádku. Pokud je obydlí užíváno také pro podnikání nebo provozování jiné hospodářské činnosti, mohou být takové zásahy zákonem dovoleny, též je-li to nezbytné pro plnění úkolů veřejné správy.

- h) používat telekomunikační zařízení kontrolovaných osob v případech, kdy je jejich použití nezbytné pro zabezpečení kontroly.

Zásada materiální pravdy ve smyslu §3 správního řádu, je obsažena v §12 odst. 1 zákona o státní kontrole. Povinností kontrolních pracovníků je zjistit při kontrole skutečný stav věci a tato kontrolní zjištění jsou pak povinni prokázat doklady.

Zákon o státní kontrole stanoví také další povinnosti kontrolních pracovníků a kontrolovaných osob. Není nutné tyto povinnosti zkoumat do přílišné hloubky. Pro účely pochopení principů státní kontroly postačí, pokud charakterizují povinnosti kontrolních osob jako povinnosti vyplývající ze základních zásad správního řízení, tj. např. povinnost proporcionality státní kontroly (přiměřenosti ve vztahu k oprávněným zájmům kontrolovaných osob).

Kontrolované osoby pak mají povinnost součinnosti. Zde pokládám za vhodné podotknout, že i povinná součinnost má své meze. Tyto meze například ohraničuje ustanovení čl. 37 LZPS, které stanoví, že každý má právo odepřít výpověď, jestliže by jí způsobil nebezpečí trestního stíhání sobě nebo osobě blízké.⁵⁰

4.7.2 Protokol

Dle zákona o státní kontrole a jeho §15 se o kontrolním zjištění pořizuje protokol, který obsahuje kromě formálních ustanovení, např. označení kontrolovaného orgánu, kontrolované osoby, předmětu kontroly atd., zejména popis zjištěných skutečností s uvedením nedostatků a označení ustanovení právní předpisů, které byly porušeny. Zde je vhodné uvést, že protokol se pořizuje i v případě, že nebyly zjištěny nedostatky. Zákon toto výslovně nestanoví, nicméně kontrolním zjištěním se musí chápat i zjištění stavu souladnému s právem.⁵¹ Protokol se tak pořizuje i v případě, kdy kontrolní pracovníci shledali vše v souladu s právními předpisy.

Protokol podepisují kontrolní pracovníci, kteří se kontroly zúčastnili. Povinností kontrolních pracovníků je seznámit kontrolované osoby s obsahem protokolu a předat

⁵⁰ osoba blízká viz §116 zákona č. 40/1964, občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

⁵¹ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 310

jim stejnopis protokolu. Seznámení s protokolem a jeho převzetí potvrzují kontrolované osoby podpisem protokolu. Odmítne-li kontrolovaná osoba seznámit se s kontrolním zjištěním nebo toto seznámení potvrdit, vyznačí se tyto skutečnosti do protokolu.

Proti protokolu může kontrolovaná osoba podat písemné a zdůvodněné námitky, a to ve lhůtě pěti dnů ode dne seznámení s protokolem, nestanoví-li kontrolní pracovník lhůtu delší. O námitkách rozhoduje vedoucí kontrolního orgánu, nestanoví-li zákon jinak. Kontrolní pracovník může o námitkách sám rozhodnout, jestliže jim v plném rozsahu vyhoví (viz analogie autoremedury)⁵², jinak předloží námitky do sedmi dnů od jejich doručení vedoucímu kontrolnímu orgánu. Proti rozhodnutí o námitkách není opravný prostředek přípustný.

Jestliže je do tří měsíců od doručení námitek zahájeno s kontrolovanou osobou správní řízení o uložení sankce nebo opatření v přímé souvislosti se skutečností obsaženou v protokolu, může kontrolní pracovník nebo vedoucí kontrolního orgánu namísto postupu uvedeného výše rozhodnout, že se námitky vyřídí v rámci tohoto správního řízení; je-li ke správnímu řízení příslušný jiný správní orgán než kontrolní orgán, může kontrolní pracovník nebo vedoucí kontrolního orgánu rozhodnout o tom, že se námitky předávají tomuto správnímu orgánu. Další podrobnosti ponechám úpravě zákona.

V praxi je konečná podoba protokolu velmi často podrobena široké a ne vždy jednoduché diskusi. Kontrolované osobě se dá jen doporučit, aby protokol nebrala na lehkou váhu, neboť právě protokol bývá hmatatelným (listinným) důkazem ve správním řízení, k jehož podpoře se právě státní kontrola často vykonává. Ač by kontrolní pracovníci měli být objektivní, lehce se může stát, že například ambiciózní kontrolní pracovníci budou mít tendenci nalézt za každou cenu nějaký prohřešek, který pak logicky uvedou do protokolu.

Není výjimkou, že se protokol v zájmu nepodávání námitek a v zájmu dosažení kompromisního obsahu protokolu několikrát přepracovává. V praxi kontrolní pracovníci

⁵² autoremedura - z latinského „remederi“ – „zhojit“. Toto ustanovení je prostředkem, jak zhojit vlastní chybu. Orgán může o námitce rozhodnout sám, pokud tomu, kdo předkládá námitky, plně vyhoví.

dozoru sepisují protokol zpravidla v závěru každého kontrolního dne. To má určité konsekvence, které nejsou právního charakteru, nicméně považuji za vhodné je zmínit.

Vzhledem k tomu, že se protokol zpravidla zpracovává v závěru každého pracovního dne, tedy i pracovního dne kontrolních pracovníků, pro kontrolovanou osobu bývá efektivní⁵³, když vytrvale vznáší připomínky k protokolu a podmiňuje podpis statutárního orgánu kontrolované osoby přepracováním určitých pro ni nevýhodných ustanovení v protokolu.

Kontrolní pracovníci většinou nemají zájem kontrolu komplikovat řízením o námitkách a mají zájem se s kontrolovanou osobou „domluvit“. Protože i kontrolní pracovníci jsou jen lidé, kteří zpravidla nemají zálibu v příliš dlouhých přesčasech, kontrolované osobě s přibývajícím časem vzrůstá pravděpodobnost přistoupení kontrolních pracovníků na velkou část jejích požadavků.

Z tohoto důvodu by se možná mohl zákonodárce začít zabývat změnou náležitostí protokolu. Kontrolovaná osoba by tak napříště mohla podepisovat jen protokol, se kterým bezvýhradně souhlasí. Tak je tomu formálně i nyní, nicméně v praxi tomu tak být nemusí a může docházet ke kompromisům, na které kontrolní pracovníci nemusí přistupovat z přesvědčení, nýbrž z časové tísně. Pokud kontrolovaná osoba souhlasit nebude a bude mít výhrady k obsahu protokolu, mohly by tyto výhrady být součástí protokolu, který by obě strany podepsaly.

Podpisem by tak obě strany stvrdily, že jsou si vědomi rozporů v oblasti kontrolních zjištění. Dozorující orgán, který vede správní řízení, ve kterém by protokol byl brán jako podklad pro rozhodnutí, by se pak musel vypořádat se skutečností, že názory na obsah protokolu jsou rozdílné, nicméně přesto by mu uvedený obsah protokolu nastínil průběh kontroly, a to možná přesněji, než-li je tomu nyní.

Tímto svým návrhem nechci tvrdit, že současná právní úprava je chybná. Jsem si vědom toho, že protokol je pouze podkladem k rozhodnutí ve správním řízení a kontrolovaná osoba má jako účastník řízení prostor se ke zjištěním v protokolu ve

⁵³ přičemž nehodnotím morální stránku věci

správním řízení vyjádřit. Mám však ambici nastínit možná úskalí právní úpravy v praxi, což by snad mohl být důvod k úvaze o změně této úpravy.

4.8 Vztah správního řádu a zákona o státní kontrole

Považuji za přínosné vymezit vztah správního řízení a státní kontroly. V praxi totiž oba procesy mnohdy probíhají paralelně a laičtí adresáti právních norem mohou v tomto vztahu spatřovat nejasnosti a nemusí být z procesů dozorujícího orgánu příliš moudří.

Jak jsem již uvedl, státní dozor se dělí do dvou fází, a to do fáze zjišťování a hodnocení a do fáze uplatnění opatření k nápravě nebo sankcí. Státní kontrola dle již uvedeného výkladu zcela evidentně patří do této první fáze a správní řízení do fáze druhé. V praxi nemusí být hranice mezi oběma fázemi, respektive mezi státní kontrolou a správním řízením, takto ostrá, ale principiálně mezi nimi takový vztah existuje.

I v případě, že je v praxi zahájeno správní řízení bez předchozí kontroly ve smyslu zákona o státní kontrole, zpravidla by měla správnímu řízení předcházet alespoň kontrola neformálního charakteru nebo dozorovací činnost na základě výzev ke splnění požadavků (např. předložení dokladů kontrolovanou osobou) dle zákona o dohledu. Z tohoto důvodu pak mnohdy nastoupí státní kontrola až po zahájení správního řízení, a to za účelem dosažení lepšího důkazního postavení dozorujícího orgánu nebo k dosažení komplexnosti celkové dozorující kontrolní činnosti.

Státní kontrola je vedena na základě ustanovení zákona o státní kontrole. Kontrolní řád, §8 - §26 zákona o státní kontrole, je tak úplným procesním předpisem, který řeší všechna práva a povinnosti kontrolované osoby a správního orgánu.⁵⁴ Problematickým se může jevit ustanovení §26 zákona o státní kontrole, které uvádí, že na řízení podle zákona o státní kontrole se s jednou výjimkou použije správní řád.

⁵⁴ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-05]. Komise pro cenné papíry. Vztah správního řádu a zákona o státní kontrole. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_stanovisek_KCP/download/get_dms_file242.pdf

Dle Komise pro cenné papíry⁵⁵ se spory mohou vést o to, zda se řízením myslí každá kontrolní činnost, anebo zda je jeho význam omezenější. Komise však uvedla ve svém stanovisku naprosto logický názor, že správní řád se nepoužije při každé kontrolní činnosti dozorujícího orgánu dle zákona o státní kontrole. Na vlastní kontrolní činnost je zde právě kontrolní řád. Uvedený §26 zákona o státní kontrole se totiž musí vykládat systematicky ve vztahu ke správnímu řádu, který ve svém §9 uvádí, že správní řízení je postup správního orgánu, jehož účelem je vydání rozhodnutí, jímž se v určité věci zakládají, mění nebo ruší práva anebo povinnosti jmenovitě určené osoby nebo jímž se v určité věci prohlašuje, že taková osoba práva nebo povinnosti má anebo nemá.

Již stará právní literatura definuje pojem řízení (procesu) následovně: „*Pod správním řízením rozumí se obyčejně řízení, jehož účelem je tvoření konkrétních rozhodnutí a opatření, ale pod správní řízení možno subsumovat i tvoření aktů osvědčovacích..., resp. aktů, jejichž právní povaha je hybridní...Řízení správní v pravém smyslu se neobejde bez stran. Toto řízení jest součinnost správních úřadů a stran k vytvoření správního aktu pro strany závazného, resp. k jeho exekučnímu provedení.*“⁵⁶

Výsledkem státní kontroly je však protokol, nikoli rozhodnutí o právech a povinnostech kontrolované osoby. Státní kontrola deklaruje skutková zjištění. Kontrolní činnost tedy ze své povahy není zpravidla řízením.

Uvedený §26 zákona o státní kontrole se tak musí vykládat tak, že se správní řád vztahuje jen na zvláštní případy státní kontroly, kdy se o právech a povinnostech přeci jen rozhoduje. Těmito případy jsou určitá řízení o podjatosti kontrolních pracovníků (§10 odst. 4 zákona o státní kontrole), dále v řízení o zbavení kontrolních pracovníků mlčenlivosti (§13 zákona o státní kontrole), při rozhodování o pořádkové pokutě (§19 zákona o státní kontrole). Naproti tomu §26 zákona o státní kontrole výslovně zakazuje použití správního řádu na řízení o námitkách dle §18 zákona o státní kontrole.

⁵⁵ znovu pro jistotu uvádím, že činnost Komise pro cenné papíry skončila k roku 2006, kdy převzala tuto činnost ČNB

⁵⁶ *Hoetzel, J.* Československé správní právo – část všeobecná. Praha: Melantrich, 1937, str. 317-318

4.9 Zajištění souladu chování dozorovaných subjektů s právními předpisy (druhá fáze dozoru)

Již jsem uvedl, že dozor se dělí do dvou fází, a to do fáze zjišťování a hodnocení a do fáze uplatnění opatření k nápravě nebo sankcí. Druhá fáze je fakultativní povahy, což znamená, že nepřichází vždy. Pouze pokud v rámci první fáze orgán provádějící dozor zjistí skutečnosti, které zhodnotí jako skutečnosti protiprávního charakteru, přejde proces dozoru do fáze druhé.

Účelem dozoru totiž není pouze deklarovat případný soulad chování subjektů s právem, či naopak vyjádřit nesoulad. Účelem výkonu dozoru je zajištění souladného stavu. K tomuto cílovému stavu má dozorující orgán, v tomto případě ČNB, pravomoc ukládat opatření k nápravě, jiná opatření a sankce za správní delikty a přestupky.

4.9.1 Opatření k nápravě a jiná opatření

ČNB dle zákona o dohledu je oprávněna při výkonu dohledu dle citovaného zákona přijmout tato opatření k nápravě:

- a) uložit osobě podléhající dohledu, a by zjednala nápravu ve lhůtě stanovené v opatření a ve stanovené lhůtě podala zprávu o přijatých opatřeních,
- b) určit, jakým způsobem je osoba podléhající dohledu povinna nedostatky odstranit.

ČNB dle §136 a n. ZPKT může provést i jiná opatření. Tak například může zakázat činnost podléhající dohledu, může zavést nucenou správu, provést výmaz vázaných zástupců atd.

4.9.2 Správní delikty a přestupky

Správní delikt je jedním z druhů právních deliktů. Obecný pojem správní delikt není legálně definován. Nauka správního práva ho používá jako souborný pojem, zahrnující jednotlivé druhy správních deliktů, které se vyskytují v platné právní úpravě. V literatuře se správním deliktem označuje zpravidla protiprávní jednání, jehož znaky

jsou stanoveny zákonem, za které ukládá správní úřad trest stanovený normou správního práva.⁵⁷

Nebudu do hloubky rozebírat problematiku správního trestání. To by již přesahovalo rámec a cíle zkoumání této rigorózní práce, nicméně za vhodné považuji zmínit základní zásady, které se musí při správním trestání aplikovat. Je třeba konstatovat, že Ústava ani LZPS neobsahují ustanovení, která by zakotvila základní principy správního trestání. Čl. 39 a 40 LZPS, kde jsou zakotveny principy trestání, se výslovně vztahují pouze na soudní trestání, čili na trestání dle norem trestního práva.

Přes tento fakt lze určité principy dovodit z obecných ústavních požadavků na uplatňování veřejné moci, z obecných principů demokratického a právního státu, dále též z požadavků obsažených v mezinárodních smlouvách, zejména pak literatura uvádí Mezinárodní pakt o občanských a politických právech (č. 120/1976 Sb.) a Úmluvu o ochraně lidských práv a základních svobod.⁵⁸ Z judikatury⁵⁹ pak vyplývá, že zásady soudního trestání se vztahují i na trestání správní.

Základní zásadou správního trestání je pak zákonnost. Z formálního hlediska má zásadní význam pro požadavek zákonnosti zásada „nulla crimen, nulla poena sine lege“. Z této zásady vyplývají požadavky na:

- a) určité, jasné a přesné vyjádření skutkových podstat deliktů,
- b) zákaz retroaktivity (zpětné účinnosti) přísnějšího zákona,
- c) zákaz analogie v neprospěch odpovědné osoby,
- d) uzavřený výčet sankcí včetně hledisek pro výběr druhu a výměry sankce v konkrétním případě.

Další významné zásady správního trestání jsou zásada subsidiarity trestního postihu, zásada rovnosti před zákonem, procesní zásady jako princip řádného

⁵⁷ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 447

⁵⁸ *Hendrych, D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 441

⁵⁹ nálezy Ústavního soudu č. 75/2002, sv. 26, č. 38/2004, sv. 32 nebo judikatura správního soudnictví S 736-SJS/2001

zákonného procesu nebo zásada „ne bis in idem“. Velmi výraznou zásadou je zásada presumpce nevinny a s ní spojená zásada „in dubio pro reo“.

Subsidiarita trestního postihu znamená, že trestání by se mělo omezit jen na nutné a odůvodnitelné případy, kdy nedostačují jiné prostředky a nástroje k odstranění závažného a společensky nebezpečného protiprávního jednání či stavu. Správní trestání by také mělo být odůvodněno právě intenzitou závažnosti a společenské nebezpečnosti protiprávního chování.

Zásada rovnosti před zákonem vyjadřuje požadavek, aby existence různých druhů správních deliktů s odlišnými objektivními a subjektivními předpoklady odpovědnosti a odlišným systémem sankcí byla odůvodněna funkčností, racionálností a nezbytností a aby odpovědným osobám bylo zajištěno rovné základní procesní postavení.⁶⁰

Princip řádného zákoného procesu vyjadřuje opět požadavek procesu vedeného pouze v zákonných mezích, zásada „ne bis in idem“ znamená, že nikdo nemůže být stíhán a potrestán za tentýž skutek vícekrát na základě téhož zákoného ustanovení nebo na základě více ustanovení, která však chrání totožný veřejný zájem.

Obsahem presumpce nevinny je zásada, že se na každého hledí jako na nevinného, dokud není jeho vina vyslovena pravomocným rozhodnutím. Vina musí být plně a nepochybně prokázána, přičemž ten, proti němuž se řízení vede, nemusí dokazovat nejen svoji vinu, ale i svoji nevinu. Při výskytu důvodných pochybností o vině je nutno rozhodnout ve prospěch toho, proti němuž se řízení vede – pravidlo „in dubio pro reo“.

Obecné znaky správních deliktů jsou jednání, protiprávnost, trestnost, odpovědná osoba (fyzická, právnická osoba), zavinění (u fyzických osob) – u právnických osob je odpovědnost objektivní, jednání musí naplňovat konkrétní skutkovou podstatu deliktu.

Správní delikty a přestupky fyzických osob na úseku podnikání IZ upravuje HLAVA III, tj. §157 a n. ZPKT.

⁶⁰ Srov. Mikule, V., Čisarová, D. K otázce rovnosti před zákonem. Právník, 1968, str. 511 n.

5 Požadavek odborné péče

Zákonodárce byl důsledný v požadavku na poskytování investičních služeb s odbornou péčí. Tento požadavek vyjadřuje hned v několika ustanoveních ZPKT, přičemž tento požadavek rozvádí zejména vyhlášky ČNB.

Dle §11a ZPKT je OCP povinen poskytovat služby s odbornou péčí. Dle mého právního názoru by tento požadavek stačil i ve vztahu k podnikání IZ, neboť ZPKT ukládá povinnost OCP, aby kontroloval soulad činnosti spolupracujících IZ s právními předpisy, a to dle §12a a §12b ZPKT.⁶¹ Ze smyslu ZPKT jako celku předpokládám, že by se požadavek odborné péče v §11a, vztahujícího se k OCP, mohl vykládat extenzivně, a proto by se měl vztahovat i na IZ.

Zákonodárce však velmi správně, dle mého názoru v zájmu posílení právní jistoty, uvedl tento požadavek i přímo v ustanoveních týkajících se podnikání IZ. ZPKT tak i ve svém §32 odst. 1 stanovuje, že IZ je povinen poskytovat investiční služby s odbornou péčí.

5.1 Odborná péče jako neurčitý právní pojem

Požadavek odborné péče dle §32 odst. 1 ZPKT především znamená, že subjekt jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků, zejména plní povinnosti dle zákona (dle mého výkladu i z podzákoných právních norem⁶², a to právě vzhledem ke slovu „zejména“).

Odborná péče není novým pojmem, jedná se o tradiční pojem využívaný, zejména v dřívějších dobách, hojně v předpisech soukromého práva. V minulosti se daly zaznamenat například vášnivé diskuse o vztahu odborné péče a náležité péče dle norem obchodního práva⁶³ atd. Při vši úctě k těmto diskusím a diskutujícím si myslím, že

⁶¹ tato problematika byla popsána již v kapitole 2.6 Zákonná úprava vztahu OCP a IZ

⁶² u IZ se pak zejména bude jednat o vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb a č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti, ve znění pozdějších předpisů

⁶³ např. Eliáš, K. K některým otázkám odpovědnosti reprezentantů kapitálových společností. Právník, 1999, č. 4.

v praxi jsou tyto diskuse bezpředmětné, neboť adresáti právních norem nemají vzdělání a kapacitu tuto problematiku vnímat a zohledňovat. Jasným korektivem, a v rámci poznatelnosti práva pro nejširší veřejnost jediným pochopitelným korektivem, je odbornost a etický rozměr, který každý vnímá trochu jinak, ale v zásadě se většina na základních principech shodne.

Pojem odborná péče se nedá přesně vymezit a zobecnit. Jedná se o poměrně složitou problematiku, přičemž tento pojem se musí aplikovat vždy se zohledněním aspektů konkrétního případu, který se z pohledu požadavku odborné péče posuzuje. Komise pro cenné papíry k tomuto uvedla, že je nemožné podat předem vyčerpávající definici pojmu odborná péče, ale lze stanovit určité principy, podle kterých se bude odborná péče (resp. vynaložení odborné péče) posuzovat.⁶⁴

Právě díky faktu nutného zohledňování aspektů konkrétního případu se zákonodárce rozhodl pro požadavek formou tohoto neurčitého právního pojmu. Interpretaci a aplikaci pojmu odborná péče tak ponechal na odborném úřadu, neboť si byl zákonodárce pravděpodobně vědom informační asymetrie mezi ním a odborným úřadem, ale hlavně si byl vědom nutnosti konkretizace jednotlivých případů. Proto adresát požadavku vynaložení odborné péče nemůže nalézt podrobný katalog přípustného a nepřípustného jednání, dle kterého by se jednoduše řídil a dle kterého by bylo předem jasné, které konkrétní jednání je považováno za jednání v souladu s požadavkem vynaložení odborné péče a naopak.

V tomto kontextu je vhodné zdůraznit, že v případě posuzování vynaložení odborné péče budou do popředí vystupovat zásada individualizace správního řízení a zásada materiální pravdy.

Velmi důležitým principem při naplňování obsahu neurčitých právních pojmů obecně, a tedy i posuzování vynaložení odborné péče, je rovnost a jednotnost před zákonem, resp. zásada materiální rovnosti. Fakt, že má správní orgán v případě

⁶⁴ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. Komise pro cenné papíry. Posuzování odborné péče Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna_kolektivni_investovani/download/metodika_odbp_20041015.pdf

neurčitých pojmů jistou volnost úvahy, neznamená, že může správní orgán rozhodovat svévolně a že bude obsah pojmu odborná péče vykládat například v závislosti na sympatiích ke konkrétnímu subjektu. Na druhou stranu nežádoucí svévolnost rozhodování není naplněna v případě, že orgán rozhoduje rozdílně vzhledem k posouzení jiných specifických podmínek.

5.2 Principy posuzování odborné péče

Při posuzování požadavku na vynaložení odborné péče je třeba mít vždy na paměti, že odborná péče se posuzuje vždy v souvislosti s výkonem nějaké konkrétní činnosti. Odborná péče nestojí sama o sobě jako samotná povinnost, ale vždy se váže ke konkrétní činnosti, kterou povinný vykonává.⁶⁵

Nedá se tedy hovořit o posuzování „co je odborná péče“, nýbrž se vždy musí posuzovat, „co je vynaložení odborné péče při...“ výkonu konkrétní činnosti.

Odbornou péči je tak třeba vynakládat zejména při:

- Přípravě podmínek pro poskytování služeb (analytická činnost, personální a technické zabezpečení apod.);
- Nabízení a propagaci služeb;
- Procesu přijímání zákazníků;
- Poradenství a vlastním prodeji nabízených produktů;
- Nakládání se svěřeným majetkem (čímž se výkon investičního poradenství může při průkazné kontrole nad zákaznickovým účtem stát)⁶⁶;

⁶⁵ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. Komise pro cenné papíry. Posuzování odborné péče. Dostupné z WWW:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/kolektivni_investovani/download/metodika_odbp_20041015.pdf

⁶⁶ Považuji za vhodné podotknout, že tento právní názor je můj osobní, při konstatování tohoto faktu nečerpám z žádné literatury, právních předpisů, ani výkladových materiálů. Nejsem si totiž vědom, že by tato problematika byla již rozřešena. Otázka, zda se může stát investiční poradenství správou cizího majetku, by, myslím, vystačila na celou jednu kvalifikační práci, nicméně pokud je prokázána faktická kontrola nad zákaznickovým účtem prostřednictvím investičního poradenství, myslím, že se o správu cizího majetku jednat může.

- Informování zákazníků.

Dle výkladu Komise pro cenné papíry je třeba zahrnout do obsahu pojmu odborná péče odbornost (vědět a umět) a pečlivost (ve smyslu aktivního jednání a svědomitosti).

Již výše zmiňovaný metodický pokyn Komise pro cenné papíry také zmiňuje, že odbornou péčí je vždy nutno vykládat z hlediska objektivního, ve vztahu k objektivním odborným znalostem a schopnostem. Odborná péče tedy vyjadřuje povinnost vynakládat k zařizování záležitostí kromě svých subjektivních schopností a znalostí i schopnosti odborné. Pokud by osoba jednala sice pečlivě, ale neodborně, porušila by svou právní povinnost.

Zde bych chtěl podotknout, že vědomost regulátora o tomto faktu je v rozporu s aktuálními požadavky na registraci IZ. Sám regulátor ve svém metodickém pokynu de facto potvrzuje můj dříve učiněný závěr, že požadavky na vedoucí osoby IZ jsou nedostatečné. Tento rozpor a nedostatek nelze svalovat na zákonodárce, neboť jak jsem už výše také popsal, za faktického normotvůrce v oblasti podnikání na kapitálovém trhu lze považovat ČNB.

Dalším principem posuzování odborné péče je princip, že vynaložení odborné péče nelze posuzovat zpětným pohledem, ale vždy z pohledu „ex ante“. Tento princip je logický a správný. Případné posuzování jednání s odbornou péčí by se totiž zpětně ze současného pohledu jevílo mnohem jednodušeji, a proto se odborná péče musí posuzovat vzhledem k podmínkám existujícím v době posuzovaného jednání.

5.2.1 Investoři a zákazníci – adresáti odborné péče

Pro pochopení souvislostí je potřeba se zabývat otázkou, proč vlastně právní předpisy upravující podnikání na kapitálovém trhu požadavek na vynakládání odborné péče obsahují.

Základní premisou regulace ochrany investorů a zákazníků, tedy adresátů odborné péče, je fakt informační a odborné asymetrie mezi nimi a poskytovatelem investičních služeb. Pokud by v tomto oboru proti sobě vystupovaly subjekty

srovnatelné z hlediska odbornosti, informovanosti a do jisté míry i zkušeností, dala by se pak regulace jejich vztahu ponechat normám soukromého práva. Tak tomu však v praxi není.⁶⁷ Již v úvodu této rigorózní práce jsem popsal, že mnohdy má i regulátor problém popsat problémy regulovaného odvětví, natož aby regulátor a normotvůrce dokázal vždy držet krok s podnikajícími subjekty a byl vždy ve své regulaci aktuální. Tím spíše pak nelze uvažovat o srovnatelnosti adresátů odborné péče (a adresátů regulace obecně) ve vztahu k poskytovatelům investičních služeb.

V souvislosti s transpozicí MiFID jsem již zmiňoval problematiku individualizace klientů na základě testů vhodnosti a přiměřenosti, respektive zařazení zákazníka („client classification“). Tento požadavek velmi úzce souvisí s poskytováním služeb za vynaložení odborné péče. Bez pravidla „poznej svého klienta – know your customer“ nelze porozumět laickým přáním a potřebám zákazníka a zohlednit tak zákaznickovy potřeby a cíle.

ZPKT upravuje tento požadavek ve svém §15h a n. Tato ustanovení se sice na první pohled váží k OCP, nicméně z §32 odst. 3 ZPKT vyplývá, že se tato ustanovení váží i k IZ.

Co se týče zjišťování těchto informací, tedy tzv. vyhodnocování investičního profilu zákazníka, na základě kterého by mu mělo být poskytováno individualizované investiční poradenství, je třeba poukázat na fakt, že v praxi může docházet k jednání, které má za cíl naplnit literu práva pouze formálně a nikoli fakticky. Neexistuje žádný standardizovaný (např. formou vyhlášky) investiční dotazník, neboli test vhodnosti a přiměřenosti, který by naplňoval požadavky na zjišťování informací dle výše uvedených ustanovení ZPKT. Každý IZ a OCP má svůj dotazník, který je samozřejmě více či méně srozumitelný pro zákazníka. K vyplnění investičního dotazníku v rozporu s realitou tak může velmi snadno dojít z mnoha různých důvodů.

Za prvé, IZ nebo OCP „povede zákazníkovi ruku“ při vyplňování investičního dotazníku za účelem klasifikace zákazníka jako spekulativního, respektive zákazníka, který využívá k obchodování úvěr, který má malou averzi k riziku a tudíž je ochoten

⁶⁷ pokud se však nejedná o problematiku profesionálních investorů, nicméně v těchto případech je regulace jejich ochrany slabší.

investovat do volatilních investičních instrumentů, které vyžadují aktivní obchodování, a tedy větší příjem z poplatků. Myslím, že velmi podrobně a správně se s problematikou investičních dotazníků a jejich formálnosti vypořádala Bankovní rada ČNB v ROZHODNUTÍ O ROZKLADU ze dne 1. prosince 2011 č.j. 2011/3575/110.⁶⁸

Dalším případem, kdy může docházet k nesprávnému vyplnění investičního dotazníku, je faktor zákazníkova ega, které mu nedovoluje přiznat neporozumění určitým pojmům v investičním dotazníku, a tak vyplňuje např. „jsem srozuměn s riziky a chci...“. IZ nebo OCP tak může poskytovat investiční služby v rozporu se zákaznickovým reálným investičním profilem, nicméně poradce je veden v dobré víře investičním profilem získaným vyhodnocením zákaznickova dotazníku. Zde je sice z právního hlediska IZ nebo OCP z obliga, nicméně je etické a žádoucí, aby byl zákazník srozuměn s veškerými riziky plynoucími z nesprávného vyplnění investičního dotazníku.

Nejsem si zcela jist, zda zabránit těmto nedostatkům zavedením standardizovaného investičního dotazníku, který by byl nějakou formou autorizován regulátorem, tedy ČNB. Z analýzy zákonných ustanovení se zdá, že požadavky na zjišťování informací jsou jasné, srozumitelné a dostačující, nicméně pokud praxe prokazuje, že zákonná ustanovení nemají takovou efektivitu, jaká by byla žádoucí, jsem toho názoru, že by se měla odborná veřejnost (relevantní osoby) onou problematikou začít minimálně zabývat.

5.3 Odbornost osob

Aby byl splněn požadavek odborné péče, musí onu odbornost splňovat zejména osoby, které investiční služby poskytují. Tuto odbornost podrobně popisuje vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „vyhláška o odbornosti osob“).

⁶⁸ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. ROZHODNUTÍ O ROZKLADU. č.j.2011/3575/110. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/download/20111212_capital_partners_rozhodnuti.pdf

Opět se dle názvu vyhlášky na první pohled zdá, že se vyhláška vztahuje na OCP, nikoliv pak na IZ. Vyhlášku je však třeba chápat v souvislosti s ustanovením §32 odst. 2 ZPKT, které stanovuje, že na IZ se ustanovení upravující odbornost osob OCP vztahují obdobně.

Vyhláška o odbornosti osob vymezuje podmínky pro výkon činnosti osoby jednající se zákazníky, investičního makléře, obhospodařovatele portfolia, investičního poradce, osoby provádějící řízení rizik, osoby provádějící činnost compliance a konečně osoby provádějící vnitřní audit, přičemž se rozumí:

- a) osobou jednající se zákazníky osoba, která přijímá a předává pokyny týkající se investičních nástrojů od zákazníků,
- b) investičním makléřem osoba, která provádí pokyny na účet zákazníka nebo uskutečňuje obchody na vlastní účet týkající se investičních nástrojů nebo upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem nebo bez závazku jejich upsání (netýká se tedy IZ),
- c) obhospodařovatelem portfolia osoba, která obhospodařuje majetek zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání,
- d) investičním poradcem osoba, která poskytuje investiční poradenství týkající se investičních nástrojů,
- e) osobou provádějící řízení rizik osoba, která u OCP zabezpečuje řízení rizik (netýká se tedy IZ)⁶⁹,
- f) osobou provádějící činnost compliance osoba, která u OCP nebo u IZ zabezpečuje činnost compliance,⁷⁰ a
- g) osobou provádějící vnitřní audit osoba, která u OCP zabezpečuje výkon činností vnitřního auditu.⁷¹

⁶⁹ dle §12 vyhlášky č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů

⁷⁰ §19 vyhlášky č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů

Pro účely analýzy odbornosti osob, pomocí kterých IZ poskytuje investiční služby, bude relevantní se zaměřit nadále pouze na osobu jednající se zákazníky a investičního poradce.⁷²

Z vyhlášky o odbornosti osob vyplývá, že osoba jednající se zákazníky i investiční poradce musí pro splnění požadavku odbornosti disponovat nejen potřebnými znalostmi, ale i zkušenostmi.

Nejvhodnější bude vzít úpravu po pořádku. Vyhláška o odbornosti osob v §4 nejprve vymezuje rozsah potřebných znalostí těchto osob. Od osoby jednající se zákazníkem je tak vyžadována znalost

- a) právních předpisů v oblasti finančního trhu, pokud věcně souvisí s její činností,
- b) investičních nástrojů a jejich emisí,
- c) poskytování investičních služeb,
- d) principů a fungování kolektivního investování.

Investiční poradce musí mít znalosti

- a) ve všech oblastech jako osoba jednající se zákazníky,
- b) v oblasti regulace a fungování významných světových finančních trhů,
- c) principů finančního trhu včetně teorie financí a
- d) investic, investiční strategie a portfolia a souvisejících rizik.

Rozsah požadovaných znalostí ve výše uvedených oblastech musí dle §4 odst. 5 vyhlášky o odbornosti osob odpovídat věcné náplni činností jednotlivých osob tak, aby byl zabezpečen kvalifikovaný výkon.⁷³ Úřední sdělení ČNB ze dne 16. června 2009 „k

⁷¹ §20 vyhlášky č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů

⁷² compliance ponechám stranou, neboť tato činnost souvisí spíše s vnitřními kontrolními mechanismy, než-li přímo s poskytováním investičních služeb

⁷³ s tímto požadavkem se opět nedá než souhlasit, nicméně v praxi toto ustanovení nemá valného významu, zvláště pak s přihlédnutím k zákonným ustanovením o požadavku na odbornou péči, což dělá

rozsahu potřebných znalostí osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry a další osoby své činnosti⁷⁴ blíže vysvětluje některé tematické oblasti potřebných znalostí pro účely vyhlášky.

Nadále se výklad bude soustředit na osoby jednající se zákazníky a na investičního poradce v rámci IZ. Nebudu se tedy zabývat rozsahem potřebných znalostí osob jednajících se zákazníky a investičních poradců, jejichž činnost zahrnuje deriváty, neboť tyto investiční nástroje dle §3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT nejsou, a dle §29 odst. 1 ZPKT ani nesmí být, předmětem poskytování investičních služeb IZ.

K prokázání znalostí tak osoba jednající se zákazníky musí mít dle §9 vyhlášky o odbornosti osob alespoň ukončený bakalářský studijní program nebo ukončené vyšší odborné vzdělání a musí absolvovat příslušný odborný kurs. Splnění těchto požadavků se nevyžaduje, pokud tato osoba

- a) složila příslušnou odbornou zkoušku,
- b) má ukončené střední vzdělání s maturitní zkouškou a odbornou praxi nejméně 1 rok, nebo
- c) má ukončené střední vzdělání nebo střední vzdělání s výučním listem a odbornou praxi nejméně 2 roky.

Investiční poradce pak prokazuje své znalosti dle §12 vyhlášky o odbornosti osob složením příslušné odborné zkoušky. Splnění tohoto požadavku se nevyžaduje, pokud investiční poradce

- a) má ukončený alespoň bakalářský studijní program nebo ukončené vyšší odborné vzdělání

z tohoto „vyhláškového“ požadavku na zabezpečení kvalifikovaného výkonu činnosti dle mého názoru zcela zbytečně ustanovení.

⁷⁴ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-18]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY k rozsahu potřebných znalostí osob, pomocí kterých obchodník s cennými papíry a další osoby své činnosti. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_09_21209560.pdf

- b) má ukončené střední vzdělání s maturitní zkouškou a odbornou praxi nejméně 1 rok, nebo
- c) má ukončené střední vzdělání nebo střední vzdělání s výučním listem a odbornou praxi nejméně 2 roky.

Jak jsem již zmínil, odbornost osob poskytujících investiční služby se neposuzuje jen z rozsahu potřebných znalostí, ale i z potřebných zkušeností. V §16 vyhláška o odbornosti osob stanovuje, že osobou jednající se zákazníky IZ se může stát jen ten, kdo dříve vykonával odbornou praxi nejméně 1 rok.⁷⁵ Investičním poradcem v rámci IZ se pak může stát jen ten, kdo má také odbornou praxi nejméně 1 rok.

5.4 Absence osoby provádějící analytickou činnost ve vyhlášce o odbornosti osob

Považuji za legislativní nedostatek fakt, že v uvedeném výčtu osob, pomocí kterých OCP a IZ provádí své činnosti, chybí analytik, resp. osoba vykonávající analytickou činnost.

Analytickou činností se totiž dá chápat tvorba investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji dle §4 odst. 3 písm. d) ZPKT. Tyto materiály pak mnohdy slouží jako podklady k získávání nových zákazníků a jako podklady k poskytování investičního poradenství. Význam takových materiálů je tedy obrovský. K analytické činnosti, a tedy i k analytikům, se váží samozřejmě zákonná i podzákonná ustanovení o střetu zájmů, dále vyhláška popisující požadovanou formu investičního doporučení, a to vyhláška č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, ve znění pozdějších předpisů, a další ustanovení, nicméně žádný z těchto předpisů neobsahuje požadavky na odbornost osoby vytvářející tyto materiály. Tento stav nepovažuji za žádoucí.

⁷⁵ toto konstatování není zcela přesné, nicméně problematiku praxe u osoby s omezenou činností ponechám jen vyhlášce – viz odst. 1 §16 vyhlášky o odbornosti osob, neboť rozsah potřebné analýzy by byl vzhledem k přínosu tohoto poznání velmi nepoměrný

5.5 K možnosti IZ vytvářet analýzy

Co se týče tvorby investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji, hodlám zmínit i další nejasnost panující ve vztahu k této problematice, a tou je možnost vytvářet takové materiály v rámci podnikání IZ.

V praxi panuje na tuto problematiku poměrně nejednotný názor. Osobně jsem však toho názoru, že IZ může tuto doplňkovou investiční službu poskytovat, minimálně pak na základě živnostenského oprávnění. Jedná se totiž o ustanovení §4 odst. 3 písm. d) ZPKT, které nespadá pod ustanovení §4a ZPKT, které stanoví, že hlavní investiční služby a doplňkovou službu dle §4 odst. 3 písm. a)⁷⁶ nesmí nikdo poskytovat bez povolení vydaného ČNB. Usuzuji tedy, že doplňkovou službu dle §4 odst. 3 písm. d) ZPKT, tvorbu analytických materiálů, může poskytovat IZ i bez výslovného dovození v §29 odst. 1 ZPKT, které hovoří jen v tom smyslu, že IZ je osoba, která není oprávněna poskytovat jinou hlavní (!) investiční službu než investiční službu uvedenou v §4 odst. 2 písm. a) nebo e) týkající se investičních cenných papírů nebo cenných papírů kolektivního investování. O doplňkových službách se uvedené ustanovení vážící se k IZ nevyjadřuje.

Pokud však IZ dojde ke stejnému právnímu názoru jako já, tedy že je oprávněn na základě živnostenského oprávnění poskytovat tuto doplňkovou investiční službu, musí logicky respektovat právní předpisy vážící se k požadované podobě těchto materiálů.⁷⁷ O tomto požadavku pak není sporu.

Tuto problematiku by regulátor, potažmo zákonodárce, rozhodně neměl podceňovat. V praxi totiž analytické podklady ve formě investičních doporučení a analýz investičních příležitostí, či v jiné formě dle §4 odst. 3 písm. d) ZPKT, bývají zásadním marketingovým prostředkem.

⁷⁶ a nikoli tedy §4 odst. 3 písm. d) ZPKT

⁷⁷ zejména pak vyhlášku č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, ve znění pozdějších předpisů

I když ČNB vyhláškou upravuje formu investičního doporučení, právní předpisy příkazují vynaložení odborné péče při výkonu činnosti, zakazují střet zájmů apod., není zabezpečena odbornost subjektu vytvářející tyto podklady.

I když totiž investiční doporučení bude splňovat všechny právní náležitosti, bude znít korektně a bude vypracováno v nejlepší víře zpracovatele, nebudou zabezpečeny předchozí zkušenosti analytika, které jsou mnohdy pro úspěšné a správné investiční doporučení nezbytné.

Jsem jednoznačného názoru, že úprava podmínek pro práci analytika, respektive osoby zpracovávající podklady dle §4 odst. 3 písm. d) ZPKT, by ve vyhlášce o odbornosti osob neměla chybět.

6 Nadměrné obchodování (churning)

V této kapitole se chci podrobně zabývat problematikou tzv. nadměrného obchodování, která se v mezinárodní terminologii nazývá „churning“ (čeřit). Není náhodou, že zařazuji analýzu této problematiky po kapitole Odborná péče. Je tomu tak proto, že praktiku nadměrného obchodování považuje regulátor ve své rozhodovací praxi za porušení vynaložení odborné péče.⁷⁸ Definic nadměrného obchodování je vcelku mnoho, nicméně k pochopení celé problematiky je jistě nutná širší analýza, neboť se jedná o velmi citlivou, velmi často se vyskytující a zejména silně kontroverzní problematiku.

Tak například Jitka Veselá považuje čerění (churning) účtu klienta brokery za záměrné poškozování klienta či investora, přičemž brokeři (investiční poradci) při této praktice poskytují klientům bezcenné tipy k nákupu či prodeji cenných papírů ve snaze maximalizovat své provize.⁷⁹

Předně konstatuji, že osvěta se v této problematice příliš nepraktikuje, a tak dodnes přetrvává mezi subjekty kapitálového trhu, zejména mezi IZ, mnoho pověr, zatímco opravdu jen málokdo přesně ví, co vlastně nadměrné obchodování (dále jen „churning“) znamená a kdy se subjekt tohoto prohřešku dopouští.

Nutno dodat, že dostupných materiálů ke studiu obsahu pojmu churning nebylo do této chvíle v ČR mnoho. Komise pro cenné papíry přišla s chvályhodnou snahou, když vydala stanovisko č. STAN/1/2006 ze dne 8.2.2006 (dále jen „Stanovisko“)⁸⁰, kde nastiňovala adresátům požadavku vynaložení odborné péče svůj přístup k posuzování souladného stavu. Toto Stanovisko poté přebrala ČNB. Z neveřejných a mně nepochopitelných důvodů bylo toto Stanovisko z webových stránek ČNB staženo a minimálně od počátku roku 2011 na webu ČNB ke stažení ono Stanovisko není.

⁷⁸ viz např. ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. ROZHODNUTÍ O ROZKLADU. č.j.2011/3575/110. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/download/20111212_capital_partners_rozhodnuti.pdf

⁷⁹ Veselá, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, a.s., 2007. str. 33

⁸⁰ Komise pro cenné papíry [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. STANOVISKO CHURNING. Dostupné z WWW: http://www.gfo.cz/files/get_dms_file347.pdf

Vzhledem k systematickému výkladu obsahu sekce „Výkladové materiály“⁸¹ (vztahujících se k OCP a IZ) by se tak mohlo adresátovi právních norem zdát, že Stanovisko již ČNB nepovažuje za aktuální. Veřejnost však vyvedla ČNB z omylu již citovaným velmi významným rozhodnutím o rozkladu.⁸² Bankovní rada v tomto rozhodnutí potvrzuje, že Stanovisko považuje za aktuální. Stanovisko považuje bankovní rada za prostředek popisu jednoho z celé řady jednání, která jsou v rozporu s požadavkem na čestné, kvalifikované a spravedlivé jednání. Není to tedy Stanovisko, které by určovalo novou skutkovou podstatu deliktu. Stanovisko tak slouží k upřesnění neurčitého pojmu použitého v ZKPT (požadavek odborné péče) a dává mu obsah.

Z důvodů již zmíněné absence Stanoviska na webových stránkách ČNB odkazují na Stanovisko, které je ke stažení na webových stránkách Garančního fondu obchodníků s cennými papíry (poznámka pod čarou č. 76). Z laického adresáta právních norem (a jejich výkladových materiálů) se stává detektiv, který musí pátrat po vysvětlení pojmu churning. Podotýkám, že základní zásada teorie práva, a tedy poznatelnost práva, zde velmi trpí.

Problematiku churningu budu analyzovat následujícím způsobem. Nejprve vymezím výklad ČNB. Poté vymezím výklad a rozhodovací praxi americké komise pro cenné papíry (dále jen „SEC“)⁸³. Domnívám se totiž, že veškeré české diskuse a neshody okolo významu pojmu churning jsou irelevantní, neboť těmito veškerými diskusemi si kompetentní osoby prošly v USA daleko před vznikem tržního hospodářství v ČR a na základě daleko větších zkušeností s burzovním obchodováním. Ač nejsem osobně zastáncem kopírování „západní“ úpravy pravidel chování, a to za každou cenu dle zásady, že vše západní je skvělé, myslím, že v této problematice není jediný důvod, proč právní úpravu a výklad nepřijmout bezesbytku. Jak bude níže

⁸¹ k ověření absence viz ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-17]. Metodické a výkladové materiály. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/obchodnici_s_cp_inv_zprostredkovatele/metodiky_vyklady.html

⁸² ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. ROZHODNUTÍ O ROZKLADU. č.j.2011/3575/110. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/download/20111212_capital_partners_rozhodnuti.pdf

⁸³ SEC – U.S. Securities and Exchange Commission

ukázáno, výklad ČNB se v zásadě s výkladem SEC neliší, což považuji za správné. Znovu však upozorňuji, že přesný výklad ČNB je znám až odnedávna, resp. od prosince roku 2011, kdy bylo vydáno ono relativně zásadní rozhodnutí č.j.2011/3575/110. Pro dosažení právní jistoty a pro zajištění legálního chování subjektů českého kapitálového trhu tak bude velmi důležitá osvěta, kterou musí v budoucnu ČNB akcentovat, neboť jedině tak bude bez pochybností jasné, jaké praktiky považuje ČNB za churning.

6.1 Churning dle ČNB

Jak jsem již zmiňoval výše, ČNB příliš nepřispívala k dosažení správné poznatelnosti práva, neboť metodický a výkladový materiál vytvořený Komisí pro cenné papíry z neznámých důvodů z webových stránek ČNB zmizel, což vyvolalo mnoho otázek. Poměrně dlouhou dobu přetrvávající vakuum bylo poměrně razantně a rozhodně vyplněno prosincovým rozhodnutím č.j.2011/3575/110. Z tohoto rozhodnutí je poměrně jasně patrné, jak se k problematice churningu ČNB staví.

Samotný výklad je nyní na webových stránkách ke zhlédnutí, avšak výklad pojmu churning je umístěn v sekci „ČNB pro všechny > Osobní finance > Spoření a investování > Možnosti investování > Informace k nadměrnému obchodování (tzv. Churningu)⁸⁴. Jde tedy o jakési informace směřující ke spotřebiteli (např. zákazníkům OCP či IZ), čímž zřejmě ČNB sleduje právě výkon osvěty v této oblasti, avšak zde je třeba namítnout, že jen velmi malé procento zákazníků sleduje před zahájením využívání investičních služeb webovou stránku ČNB. Zákazníci subjektů kapitálového trhu zpravidla sledují webovou stránku ČNB ve chvíli, kdy se cítí být poškozeni. Pak může zmíněný výklad ČNB být návodem pro zákaznickou obranu, nicméně místo represe bych považoval za přínosnější prevenci, kterou ČNB může zajistit předně osvětou směřovanou ke compliance jednotlivých subjektů kapitálového trhu, a tedy zařazení svého výkladu do Metodických a výkladových materiálů.

Uvedený výklad je následovný:

⁸⁴ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. Informace k nadměrnému obchodování. Dostupné z WWW: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/churning.html

“Churning je neetická praktika spočívající v nadměrném obchodování na účtu zákazníka obchodníka s cennými papíry.

Charakteristickými znaky nadměrného obchodování je nepřiměřeně vysoký obrat na účtu, časté nákupy a prodeje investičních nástrojů a vysoké poplatky placené obchodníkovi. Zda se jedná o nadměrné obchodování, je třeba posuzovat u každého zákazníka zvlášť s ohledem na jeho investiční profil, finanční situaci, potřeby a cíle. Rozhodujícím kritériem v žádném případě není, zda je obchodování ziskové nebo ztrátové.

Negativní následek pro zákazníka spočívá v placení vyšších provizí obchodníkovi s cennými papíry za uskutečnění obchodů na jeho účet, úroků při obchodování na úvěr, poplatků trhu, případně jiných poplatků. Vyšší náklady spojené s obchodováním vedou k potřebě dosažení vyšších výnosů, aby obchodování bylo pro zákazníka ziskové. Churning je zvláště závažným porušením povinnosti stanovené obchodníkovi s cennými papíry v § 15 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“) jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků.

Kontrola obchodníka s cennými papíry nad zákaznickovým účtem

Kontrolu nad účtem zákazníka má obchodník v případě, kdy na základě vlastního uvážení obhospodařuje účet zákazníka. V tomto případě obchodník sám obchoduje na účet zákazníka a má tak plnou kontrolu nad objemem a frekvencí obchodování.

K faktické kontrole nad objemem a frekvencí obchodování na účtu zákazníka může dojít i v případech, kdy má zákazník s obchodníkem uzavřenu komisionářskou smlouvu (tedy zákazník sám podává pokyny), a to v případě, že se zákazník u většiny svých obchodů řídí doporučeními obchodníka.

Kvantitativní ukazatele používané při hodnocení nadměrného obchodování

Pro určení, zda se u konkrétního zákazníka jednalo o nadměrné obchodování, je používáno kvantitativních ukazatelů, a to obratu na účtu zákazníka a výše nákladů ve vztahu k majetku zákazníka na účtu. Doplňujícími ukazateli jsou ukazatel četnosti

nákupů a prodejů na účtu (In and Out Trading) a ukazatel výše nákladů ve vztahu ke ztrátě.

Ukazatel obratu na účtu zákazníka (Turnover Rate) je definován jako celkový objem nákupů (počítaný jako cena investičních nástrojů násobená jejich množstvím) dělený průměrným čistým majetkem zákazníka. Za nadměrné obchodování může být pokládána situace, kdy hodnota tohoto ukazatele je u běžných zákazníků větší než 4, přičemž přítomnost churningu u spekulativních zákazníků je hodnota ukazatele větší než 6.

Ukazatel výše nákladů ve vztahu k majetku zákazníka (Cost to Equity) zjišťuje, jaké výše dosahuje poměr mezi veškerými náklady, které zákazník zaplatil obchodníkovi k jeho průměrnému čistému majetku. Mezi náklady placené obchodníkovi se řadí provize obchodníkovi za obstarání obchodu, různé poplatky, úroky z poskytnutého úvěru apod. Poplatky placené obchodníkovi představují jeho stimul pro obchodování na účet zákazníka. Hodnota nákladů placených zákazníkem také představuje zisk, kterého musí být při obchodování nebo při obhospodařování majetku zákazníka dosaženo, aby obchodování pro zákazníka nebylo ztrátové (tzv. break-even point). Ziskovost obchodování ovšem není důvodem, aby nadměrné obchodování na zákaznickově účtu nebylo považováno za churning. Za nadměrné obchodování se předpokládá u běžných zákazníků hodnota ukazatele alespoň 8%, zatímco u spekulativních zákazníků se za nadměrné považuje hodnota ukazatele 12%.

Ukazatel četnosti nákupů a prodejů na účtu (In and Out Trading) zjišťuje, během jak dlouhého časového období jsou nakoupené investiční nástroje opět prodány. Nepřiměřeně vysoký počet intraday nebo krátkodobých obchodů naznačuje neúčelné nákupy a prodeje. Krátkodobost držení pozic je často způsobena takovým nastavením stop-loss pokynů, že již při malé změně kurzu dojde k uzavření pozice a peněžní prostředky zákazníka jsou k dispozici pro nové obchodování a získávání provizi obchodníkem. Jako indikátor churningu je obecně považována situace, kdy je 50 % hodnoty majetku na účtu drženo méně než 15 dní.

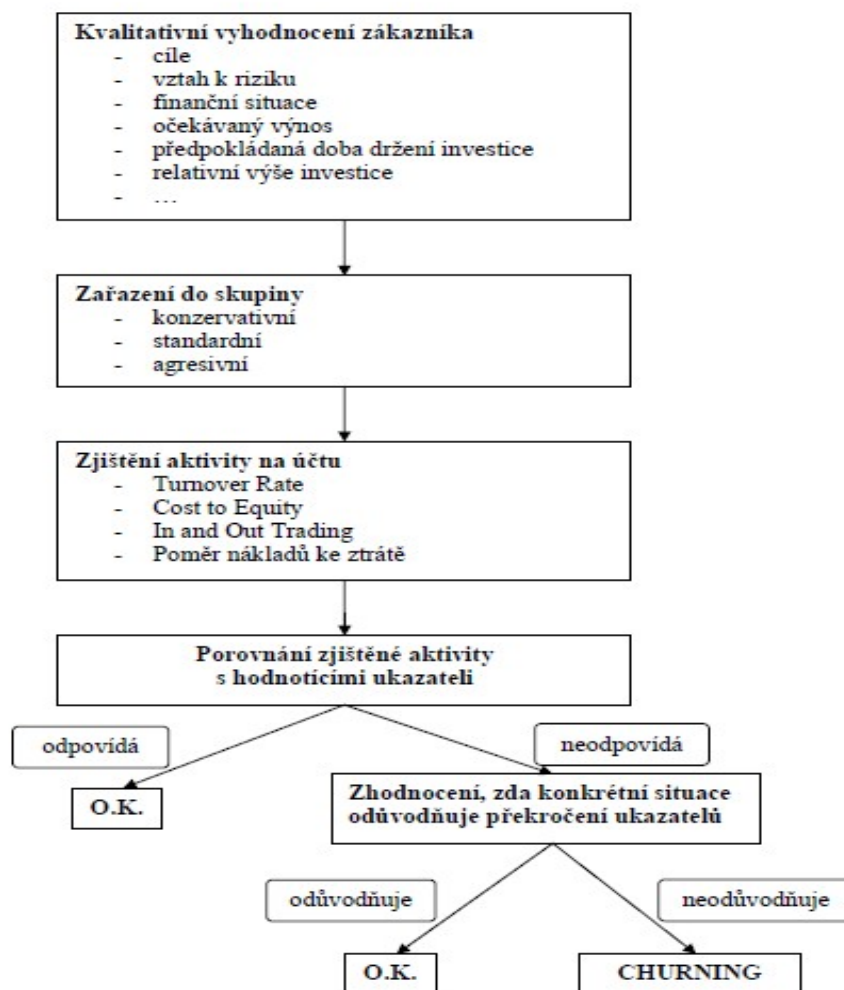
Ukazatel výše nákladů ve vztahu ke ztrátě zjišťuje jakou částí se provize, úroky, poplatky a další náklady na správu účtu podílely na celkové ztrátě. Ukazatel je počítán jako poměr mezi celkovými náklady placenými zákazníkem a ztrátou na účtu. Nadměrné

*obchodování je poté identifikováno, pokud je toto číslo velmi vysoké. To totiž znamená, že podstatnou část ztráty mají na svědomí náklady na správu účtu a nikoli kurzové ztráty. Obecně lze nadměrné obchodování spatřovat v situaci, kdy ukazatel převyšuje 50 %. Nedostatkem tohoto ukazatele je jeho nižší průkaznost. Velká kurzová ztráta způsobená poklesem trhů tento ukazatel zmenšuje a opticky tak snižuje i výši zákazníkovi účtovaných nákladů. Na druhou stranu zisk na účtu činí tento ukazatel neaplikovatelným, ačkoli i ziskové účty mohou být postiženy churningem.*⁸⁵

V tomto případě jsem si dovolil až dvoustránkovou citaci, neboť považuji systematické hledisko výkladu za důležité, a proto je vhodné uvádět výklad jako celek. Komise pro cenné papíry pak ke Stanovisku přiložila schéma posuzování churningu, které je dle mého názoru a aktuálního názoru bankovní rady stále použitelné:

⁸⁵ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. Informace k nadměrnému obchodování. Dostupné z WWW: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/churning.html

Schéma: Postup Komise pro cenné papíry při určování churningu



Obrázek 3: Schéma určování churningu

Nebudu nadále popisovat kvantitativní ukazatele a výpočet předpokladů pro churning. Zaměřím se rovnou na body, které nejsou přesně exaktně vymezeny, záleží tedy na konkrétním případě, a které budou v praxi zásadní pro konečné rozhodnutí, zda styl obchodování zákazníka je důsledkem porušení vynaložení odborné péče subjektem, který poskytuje investiční služby. Mechanické použití kvantitativních ukazatelů dle mého názoru nevyžaduje širší analýzu.

Pokud obchodování zákazníka bude vykazovat ukazatele indikující churning (turnover rate, cost to equity rate), budou dle mé interpretace výkladu pro konečné rozhodnutí zásadní:

- míra kontroly subjektu poskytujícího investiční službu nad účtem zákazníka,
- investiční profil zákazníka, finanční situace, potřeby a cíle zákazníka.

Tyto dva faktory jsou u každého zákazníka unikátní, a proto se budou muset u každého zákazníka zvlášť posuzovat a zohledňovat. Bez těchto poznatků dle mého názoru nelze bez dalšího (např. jen na základě evidence přijatých a předaných pokynů) určit, zda se jedná o nelegální praktiku churning.

Z uvedeného výkladu narozdíl od rozhodnutí č.j. 2011/3575/110 a Stanoviska nevyplývá, že se musí při konečném rozhodování zohlednit druh investičních instrumentů, s kterými zákazník obchoduje, případně tzv. obchodování na páku (margin)⁸⁶. Je totiž logické, že pokud např. zákazník obchoduje na páku, začne jeho obchodování často vykazovat překročení hodnot indikující churning, nicméně ani zdaleka se ne vždy musí jednat o nelegální nebo neetickou praktiku. Vzhledem k poměrně vysokým úrokům, které zákazník za půjčené finanční prostředky platí, by naopak dlouhé držení pákové pozice mohlo implikovat poskytování investičních služeb v rozporu s odbornou péčí.

6.1.1 K faktické kontrole nad účtem

Domnívám se, že největší kontroverze a nejasnosti v rámci problematiky churning jsou kolem posuzování faktické kontroly nad účtem. Zaznívají názory, že churning nelze provádět v rámci investičního poradenství a že se tato nelegální praktika vztahuje (nebo má vztahovat) pouze k poskytované službě obhospodařování majetku

⁸⁶ obchodování na páku (margin) je styl obchodování, kdy si zákazník od OCP nebo banky půjčí finanční prostředky pro nákup investičního instrumentu. Zákazník tak může např. nakoupit investiční instrument za trojnásobek svého vkladu, přičemž budoucí zisk i případná ztráta se násobí vzhledem k investici pouze za vklad trojnásobně. Z hlediska ZPKT jde o využívání investiční služby dle §4 odst. 3 písm. b).

zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání, a to dle ustanovení §4 odst. 2 písm. d) (tzv. „asset management“).

Argumentováno bývá tím, že pokud investor nevyužívá služby asset managementu a přijímá pouze investiční poradenství, na základě kterého se sám rozhoduje a případně na základě své úvahy zadává pokyn k obchodu, nemůže se jednat o churning, neboť zákazník rozhoduje sám, zda pokyn k obchodu zadá. Navíc nelze předpokládat, že zákazník nezná svůj ceník služeb. Zákazník si samozřejmě uvědomuje, že platí poplatky za realizované obchody.

Dle mého názoru výše popsané argumenty nepostrádají logiku a určitou relevanci v diskusi o podobě posuzování praktiky churning. Na druhou stranu je třeba si uvědomit, že vztah zákazníka s OCP, resp. IZ, není rovný. Zákazník nedisponuje potřebnou odborností, která je však vyžadována od OCP a IZ. Proto musí být investiční poradenství poskytováno takovým způsobem, aby nákladová složka obchodů (zaplacené poplatky) fakticky neznemožňovala dosáhnout ziskovosti celkového obchodování. To však v žádném případě neznamená, že investiční poradce nemá předávat pokyny iniciované klientem, které budou vykazovat znaky churningu (logicky mimo prvek faktické kontroly nad účtem).

ČNB tak naprosto správně vztahuje problematiku churning i k poskytování služby investičního poradenství, neboť si uvědomuje, že vzhledem k možné zákaznickově neodbornosti může velmi často investiční poradenství vykazovat znaky asset managementu. Takový stav není sám o sobě nežádoucí⁸⁷, investiční poradce si však musí být vědom etických a odbornostních požadavků na jeho osobu, zvláště pak požadavku poskytování investičních služeb s odbornou péčí.

Conditio sine qua non možnosti churningu u investičního poradenství je však ona faktická kontrola nad objemem a frekvencí obchodování na účtu zákazníka. Pokud

⁸⁷ k tomuto ČNB v rozhodnutí č.j. 2011/3575/110 uvádí: „Kontrola nad účtem zákazníka sama o sobě nemusí být nežádoucím jevem, neboť v zásadě lze hovořit o jiné formě jinak legálního obhospodařování individuálních portfolií. Proto, aby bylo možné konstatovat, že nadměrné obchodování je nežádoucí, musí být splněno několik podmínek současně. Pokud je investiční poradenství motivováno doporučit zákazníkovi obchod, který se v daném okamžiku jeví jako výhodný, nelze takovému doporučení nic vytknout, ani pokud by se zákazník bezmezně spoléhal na doporučení investičního zprostředkovatele a bezvýhradně se jím řídil.“

tedy z dokazování v konkrétním případě vyplyne, že zákazník se řídí investičním poradenstvím a kvantitativní ukazatele ukazují na přítomnost churningu, pro konečné posouzení bude nutné zjistit investiční profil zákazníka – jeho finanční zázemí, potřeby a cíle.

Ze smyslu všech dostupných materiálů, tj. Stanoviska, rozhodnutí č.j. 2011/3575/110 a výše uvedeného výkladu z webových stránek, totiž dovozují, že základní smysl existence problematiky churning je ochránit zákazníka, který si příliš neuvědomuje, že množství placených poplatků má samozřejmě vliv na možnost dosažení ziskovosti obchodování. Jde tak především o zajištění postihu jednání, kdy investiční poradce zneužívá neznalost a důvěru zákazníků k vlastnímu obohacení. Za churning není považováno obchodování splňující kvantitativní ukazatele churningu, pokud klient zadává pokyny k realizaci svých obchodů dobrovolně, samostatně a kvalifikovaně. Tyto tři prvky zadávání pokynů jako kritéria posuzování faktické kontroly nad zákaznickým účtem, tj. dobrovolnost, samostatnost a kvalifikovanost, lze najít v onom zásadním rozhodnutí o rozkladu (viz výše), přičemž je považují za zásadní.

Pokud zákazník sice zadává pokyny dobrovolně, avšak při zadávání pokynů k obchodům chybí zákaznickova samostatnost a kvalifikovanost, jsou splněny požadavky na faktickou kontrolu nad účtem a této situace nesmí investiční poradce využít ke svému obohacení prostřednictvím frekventovaného a nákladného obchodování, neboť by se jednalo o churning.

Z uvedeného pak vyplývá, že za churning by nemělo být považováno obchodování, když zákazníkovi obchody vykazují dle kvantitativních ukazatelů prvky nadměrného obchodování, nicméně zákazník prokázal svobodně v investičním dotazníku záměr uskutečňovat krátkodobé obchody, nehodlá investovat s dlouhodobým horizontem a je si vědom možných výhod ale i rizik tohoto aktivního obchodování se zpravidla „rychlejšími“ a rizikovějšími investičními instrumenty. Dá se dovozovat, že i když bude investiční poradce mít faktickou kontrolu nad objemy i frekvencí obchodování zákazníka, bude-li reflektovat toto poradenství zákazníkům investiční profil ve spojitosti s finančním zázemím, potřebami a cíli, nebude se jednat o churning i když kvantitativní ukazatele budou prvky churningu vykazovat.

K aktivnímu obchodování pak logicky budou sloužit investiční instrumenty s vysokou hodnotou beta.⁸⁸ Naproti tomu churningem by mělo být frekventované obchodování splňující i ukazatel cost to equity např. s akciemi společnosti McDonald's, když beta u této akcie činí k 23.1.2012 hodnotu 0,46⁸⁹, což znamená, že akcie nemají tendenci podléhat přílišným výkyvům. Pak bude zjevné, že investiční poradce poskytoval poradenství se záměrem maximalizovat výši poplatků hrazených zákazníkem, a to bez ohledu na smysl jím doporučovaných obchodů.

Velmi zásadní je formulace:

„K faktické kontrole nad objemem a frekvencí obchodování na účtu zákazníka může dojít i v případech, kdy má zákazník s obchodníkem uzavřenu komisionářskou smlouvu (tedy zákazník sám podává pokyny), a to v případě, že se zákazník u většiny svých obchodů řídí doporučeními obchodníka.“

Za praktikování churningu tak bude brán i případ, kdy se zákazník, za splnění všech ostatních výše uvedených podmínek, u většiny svých obchodů řídí doporučeními obchodníka (IZ). Zaměřím se na onu „většinu“ svých obchodů. V rámci požadavku na právní jistotu je dle mého názoru tato formulace poměrně nešťastná.

Budou splněny podmínky pro zachování faktické kontroly investičního poradce nad zákaznickým účtem tehdy, když se zákazník bude řídit doporučeními v 51 % obchodů? Nejspíše nikoli, nicméně mnohem vhodnější by dle mého názoru byla formulace například: „...a to v případě, že se zákazník v drtivé většině svých obchodů řídí doporučeními obchodníka“ nebo „...a to v případě, že se zákazník řídí doporučeními obchodníka. Pokud se zákazník pouze ve výjimečných případech neřídí doporučeními obchodníka (investičního poradce), nezakládá tento stav absenci faktické kontroly nad objemem a frekvencí obchodování.“

Míra faktické kontroly nad objemem a frekvencí obchodů totiž může být naprosto zásadní pro posouzení, zda v určitém konkrétním případě jde o neetickou a

⁸⁸ beta – ukazatel volatility konkrétního investičního instrumentu. Více např. viz *INVESTOPEDIA* [online]. 2012 [cit. 2012-01-23]. BETA. Dostupné z WWW: <http://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp#axzz1kHA2OX1L>

⁸⁹ zdroj: informační a analytická platforma Reuters Trader 3

nelegální praktiku churning. V praxi se snaží někteří investiční poradci chránit před nařčením z churningu tím, že zákazníkovi doporučují nákupy či prodeje investičních instrumentů v přesně daném objemu, avšak zadání limitní ceny⁹⁰ nechávají na zákazníkovi samotném. Snaží se tak vytvářet stav, kdy se zákazník dle jejich názoru emancipuje a nejde pak o faktickou kontrolu nad objemem a frekvencí obchodů.

Konstatuji, že rozhodně nejsem tohoto názoru. Kvalita faktické kontroly nad zákaznickovým účtem se dle mého názoru těmito praktikami naprosto nemění. Dokonce jsem toho názoru, že tyto praktiky odporují vynaložení odborné péče při poskytování investičních služeb, neboť zákazník, u kterého by jinak standardně docházelo k nesporné a plné kontrole nad objemem a frekvencí obchodů, postrádá kvalifikovanost a schopnost samostatně limitní cenu rozhodnout, neboť mu chybí potřebné znalosti a zkušenosti.

6.2 Churning a úprava v USA

Na úvod je zřejmě vhodné opět poznamenat, že USA, respektive tamní regulátor SEC, má s problematikou nelegálního využívání zákazníkovi nesamostatnosti a nekvalifikovanosti mnohem větší zkušenosti, než má ČR a její ČNB. Dle mého názoru by se měla převzít zákonná úprava, výkladové materiály i aplikační praxe právě z „mekky“ investičního zprostředkování, z USA. Nevidím totiž žádný relevantní kulturní, sociální a jiný důvod, pro který by měla být tuzemská úprava jiná. Vztah investičního poradce se zákazníkem vykazuje jak v USA, tak v ČR, shodných parametrů, tj. možnost střetu zájmů, požadavku na vynaložení odborné péče apod.

Považuji za správné, že v zásadě se tuzemská úprava a výklad churningu od úpravy a praxe USA neliší. Drobné rozdíly však existují. V USA je dle mého názoru přesněji vymezena problematika churningu, dokonce se badatel při analýze tamního postihování těchto praktik dozvídá, jak se snaží tamní obchodníci „vypoplatkovat“ zákazníka i bez praktikování nadměrného obchodování, a jak se s těmito praktikami

⁹⁰ limitní cena – maximální cena, za kterou je zákazník ochoten nakoupit investiční nástroj nebo minimální cena, za kterou je zákazník ochoten prodat investiční nástroj

vypořádávají tamní úřady (viz problematika reverzního churningu, která bude nastíněna v dalším výkladu). Následná analýza právní úpravy a její aplikace v USA má za cíl sloužit i jako obhajoba tuzemské úpravy a jako nástroj k odstranění některých rozdílných názorů relevantních subjektů v oblasti churningu.

6.2.1 Churning a excessive trading

Nejlogičtější je začít výkladem pojmu churning od SEC.⁹¹ SEC upozorňuje, že churning je porušení nařízení SEC Rule 15c1-7⁹² na základě zákona Securities Exchange Act of 1934. Dále se jedná o praktiku, která porušuje i pravidla samosprávné organizace FINRA⁹³, a to konkrétně FINRA Rule 2310, FINRA Rule 2310-2(b)(2). Nebudu zde citovat přesné znění onoho nařízení a výkladového materiálu SEC. Pro další analýzu tak poslouží odkazy uvedené v rámci poznámek pod čarou.

Ze zmíněných materiálů je však patrné, že praxe USA rozlišuje nadměrné obchodování (excessive trading) a churning. V rámci české praxe jde o synonyma. V rámci praxe USA se jedná o vztah širšího pojmu a jeho užší specifikace. Za samotné nadměrné obchodování je pak považována stejná praktika jako churning, nicméně odpadá u něj požadavek, aby investiční poradce jednal v úmyslu maximalizace svých provizí z obchodů. O nadměrné obchodování, nikoli o churning, pak v USA půjde v případě, kdy obchody budou mít ekonomický smysl, avšak přesto bude nákladová složka u zákazníka vzhledem k jeho investičnímu profilu a jeho potřebám a cílům

⁹¹ viz *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-01-23]. CHURNING. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/answers/churning.htm>

⁹² *The University of Cincinnati College of Law* [online]. 2012 [cit. 2012-01-23]. Rule 15c1-7. Dostupné z WWW: <http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule15c1-7.html>

⁹³ FINRA – Financial Industry Regulatory Authority, jedná se o největšího nezávislého regulátora všech institucí kapitálového trhu v USA. Hlavní náplní této organizace s povinným členstvím je ochrana investorů. Organizace FINRA uvádí, že dohlíží na 4460 brokerských společností, 160 485 poboček a 629 520 registrovaných „securities representatives“ (dalo by se srovnat s IZ fyzickou osobou v ČR), více na *FINRA* [online]. 2012 [cit. 2012-01-24]. About FINRA. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/AboutFINRA/>

neúměrná. Nadměrné obchodování je také mnohdy bráno jako jednání v rámci skutkové podstaty churningu.⁹⁴

Tento drobný rozdíl v praxi nebude hrát roli, neboť jak ČNB ve všech materiálech věnujících se churningu zdůrazňuje, musí se vždy posoudit konkrétní případ a konkrétní individualita zákazníka.

Pokud tedy například 80 letý zákazník hodlá využívat služeb investičního poradce, kterému oznámí záměr investovat pouze do instrumentů fixed income (dluhopisy, pokladniční poukázky apod.) a investiční poradce mu přesto poradí (nebo obhospodařovatel portfolia nakoupí) nákup akcií, kde je tradičně vyšší provize z objemu obchodu než u instrumentů fixed income, bude se dle praxe USA jednat o nadměrné obchodování -excessive trading, i když nepůjde o churning.

Dle české praxe by v tomto případě taktéž nešlo o churning, ale nešlo by ani o nadměrné obchodování (vzhledem k výkladu, že pojmy churning a nadměrné obchodování jsou synonyma), nicméně taktéž by se mělo jednat o porušení vynaložení odborné péče s podobnými důsledky jako v USA. Právní úprava, respektive výklad, churningu a nadměrného obchodování v USA je dle mého názoru přesto vhodnější, neboť více akcentuje požadavek na poznatelnost a pochopitelnost práva.

6.2.2 Aplikační praxe v USA

Veškeré kontroverze a diskuse ohledně relevantnosti problematiky churningu by měly jít stranou ve chvíli, kdy je zřejmé, že v USA se churning postihuje dosti přísně, samozřejmě i v případě churningu prostřednictvím faktické kontroly nad objemem i frekvencí obchodování v podání investičního poradce.

⁹⁴ viz např. *Mark J. Astarita*. [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. SECLAW. Churned or traded?. Dostupné z WWW: <http://www.seclaw.com/docs/598Churning.htm>

nebo

SECURITIES FRAUD & INVESTOR PROTECTION RESOURCE CENTER [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Legal Causes Of Action Against Brokers And Brokerage Firms. Dostupné z WWW: <http://www.securitieslaw.com/about/index.asp>

Postihování těchto nekalých praktik je zřejmě na vyšší úrovni právě vzhledem k dlouhodobější tradici poskytování služeb na kapitálovém trhu a také díky faktu, že tato problematika finančního práva není pro advokáty (případně jiné obecné zmocněnce či zákazníky samotné) ničím novým. V anglosaském světě obecně existují mnohé advokátní kanceláře nebo konzultační společnosti, které se specializují na zastupování svých klientů, kteří se cítí být poškozeni nekalou praktikou churning, přičemž žádají zpět zaplacené provize, případně pak náhradu škody.⁹⁵

Již výše zmíněná FINRA v tomto ohledu projevuje poměrně velkou aktivitu, což je patrné ze statistiky, kterou v listopadu roku 2011 zveřejnila:

Arbitration Cases Served by Controversy Involved

Type of Controversy*	2007	2008	2009	2010	November 2011
Margin Calls	45	64	128	83	72
Churning	133	212	306	270	210
Unauthorized Trading	174	248	478	397	258
Failure to Supervise	830	1,029	2,691	2,372	1,862
Negligence	891	1,602	3,405	2,698	2,074
Omission of Facts	275	1,201	2,453	1,941	1,480
Breach of Contract	953	1,658	2,802	2,184	1,771
Breach of Fiduciary Duty	1,616	2,836	4,206	3,162	2,393
Unsuitability	695	1,181	2,473	1,974	1,487
Misrepresentation	739	2,005	3,408	2,601	1,940
Online Trading	1	3	0	0	0

*Each case can be coded to contain multiple controversy types. Therefore the columns in this table cannot be totaled to determine the number of cases served in a year.

Obrázek 4: Summary Arbitration Statistics November 2011 – statistika arbitráží z listopadu 2011⁹⁶

⁹⁵ k ověření tohoto tvrzení stačí zadat do internetového vyhledávače spojení slov „churning attorney“, je evidentní, že potenciální poškozený má velký výběr ohledně svého případného zástupce

⁹⁶ dostupné z *FINRA* [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Summary Arbitration Statistics November 2011. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/AboutFINRADR/Statistics/index.htm>

Arbitráží, ať už veřejných či neveřejných, v oblasti churningu rostlo nejvíce v období rozpoutání finanční krize na podzim roku 2008. Je to logické. Frekventované obchodování je vždy více vyskytující se praktikou v době rozkolísaných, respektive volatilních finančních trhů. V období přicházejících obav o změnu ekonomického cyklu, tak jako na konci roku 2008 po pádu jedné z největších investičních bank USA Lehman Brothers Inc., začínají být zpravidla aktivnější i dlouhodobí nebo konzervativnější investoři.

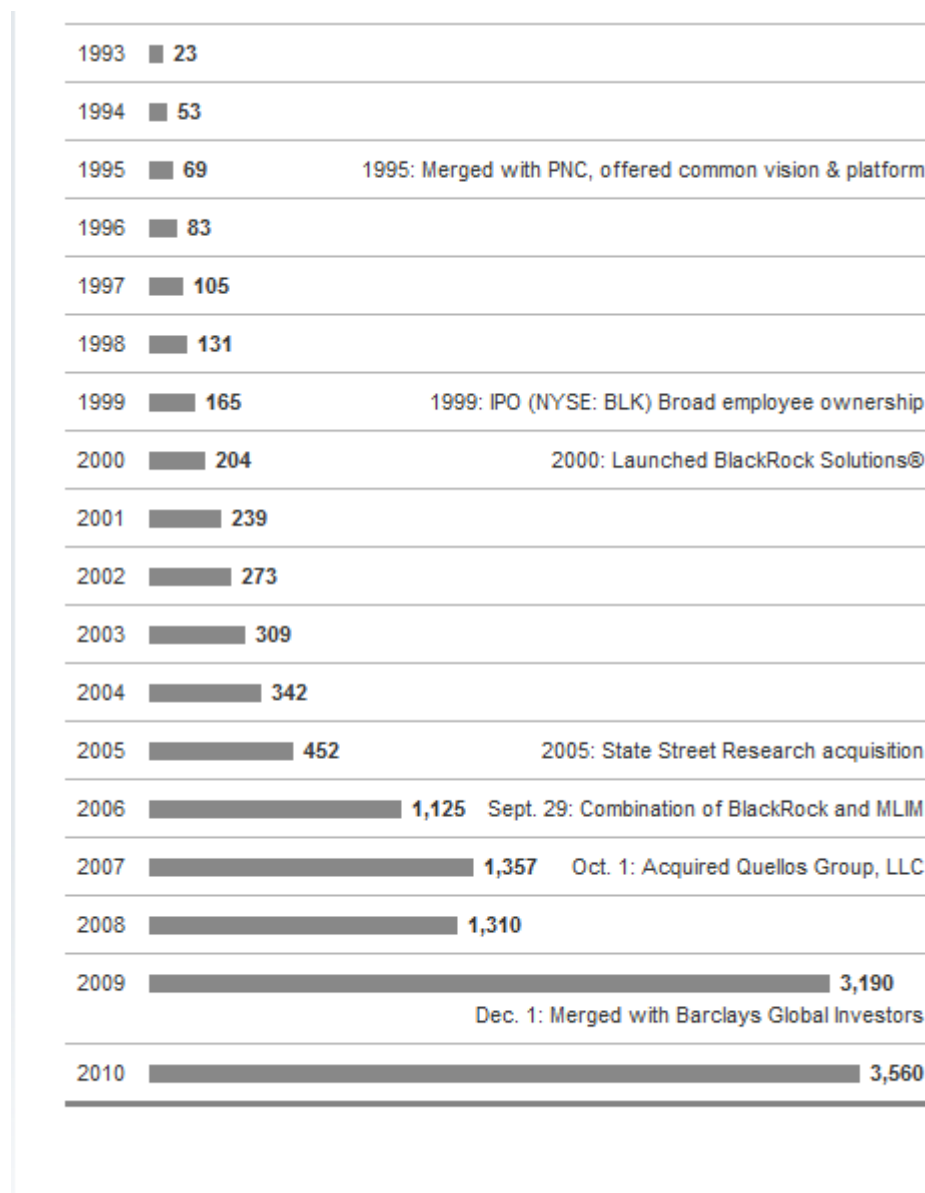
Již tento samotný fakt zřejmě zvýšil výskyt frekventovaného obchodování v roce 2008 a 2009, což indikovalo možné podezření na churning. Zvláště pak v situaci, kdy akciové tituly v tuto dobu zažívaly poměrně intenzivní propady. I když při posuzování churningu v žádném případě nehraje roli, zda je obchodování ziskové nebo ztrátové, logicky pak vzniká více podezření na churning ve chvíli, kdy zákazníci vykazující ztrátové obchodování hledají způsoby, jak získat prostředky zpět. Jednoduše řečeno, ve chvíli, kdy se frekventovanému obchodování nedaří vykazovat zisk, kompetentní orgány zaznamenávají zpravidla více podnětů k zahájení řízení ve jménu podezření z churningu.

Nejen frekventované obchodování jako přirozená reakce na volatilní finanční trhy (a navíc propady na trzích implikující ztráty zákazníků) bylo zřejmě důvodem, proč v tuto nestabilní dobu vykazovala FINRA větší aktivitu v oblasti churning. Nabízí se totiž i vysvětlení mnohem prostší. Subjekty kapitálového trhu v tu dobu celosvětově nezažívaly nejlepší období. Jednalo se o období nejistoty, a proto i když mnoho spekulativních zákazníků přicházelo, mnohem větší objem finančních prostředků díky snižování se majetku konzervativnějších investorů odcházel. Subjekty poskytující investiční služby tak měly zřejmě větší tendenci vykazovat frekventovanější obchodování, respektive poradenství vedoucí k frekventovanějšímu obchodování, v zájmu zlepšování svého nevalného hospodaření na úkor zákazníků.

Uvedená statistika tak dle mého názoru poměrně dobře ilustruje chování subjektů poskytujících investiční služby v závislosti na střetu zájmů, který je pro churning příznačný.

Abych dokázal odliv spravovaných prostředků v době finanční krize na konci roku 2008, uvádím statistiku spravovaného majetku jednoho z největších světových

poskytovatelů služby asset management (§4 odst. 2 písm. d) ZPKT), a to společnosti BlackRock, Inc.



Obrázek 5: assets under management - hodnota aktiv ve správě, společnosti BlackRock⁹⁷

Na obrázku je patrný velmi agresivní růst spravovaných aktiv společnosti BlackRock. Jen v roce 2008 došlo k poklesu spravovaných aktiv, a to meziročně o 47

⁹⁷ BlackRock, Inc. [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Assets Under Management. Dostupné z WWW: <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/History/index.htm>

mld. USD. Pro představu, díky akvizici Quellos Group, LLC v roce 2007 si společnost za 1,72 mld. USD (cena akvizice) připsala do správy cca 20 mld. USD, což byla hodnota aktiv ve správě přebírané společnosti. Je tedy patrné, že i na této věhlasné společnosti se projevil efekt zmenšeného objemu ve správě díky nestabilitě trhů. Vliv na ostatní menší společnosti poskytující služby na kapitálovém trhu musel být mnohdy zřejmě drastický.

6.2.3 Analýza vybraného rozhodnutí SEC

Z konkrétních rozhodnutí je pak možné zjistit, jak legálně definuje SEC churning. Odkazují tak na rozhodnutí v rámci správního řízení ve věci Timothy M. Gautney, Robert A. Bellia, Jr., and Erik S. Blum. (File No. 3-14069).⁹⁸

Bod 2. uvedeného rozhodnutí je zajímavý tím, že ilustruje přístup SEC ke kontrole subjektů poskytujících investiční služby na kapitálovém trhu. Pod bodem 2. SEC totiž konstatuje, že registrovaný representant společnosti Aura Financial Services, Inc. (dále jen „Aura“), Robert A. Bellia (dále jen „Bellia“), byl ode dne registrace u uvedené společnosti roku 2007 pod zvýšeným dohledem, neboť před nástupem do společnosti Aura pracoval pro dvanáct brokerských společností, přičemž jeho historie dodržování povinnosti dohledu nad svými podřízenými u FINRA nebyla dobrá.

Bod 3. vykazuje vymezení času, kdy mělo docházet k churningu na zákaznických účtech, přičemž je použito slovní spojení „*at least between*“. Pokud je tedy v rozhodnutí ČNB č.j. 2011/3575/110⁹⁹ uvedeno, že účastník řízení nesouhlasí s vymezením skutku spojením „*nejméně v období*“, přičemž argumentuje tím, že správní orgán má jasně a přesně vymezit postihované jednání, nikoli vyjadřovat svá

⁹⁸ *U.S. Securities and Exchange Commission [online].* 2012 [cit. 2012-01-25]. Administrative Proceeding File No. 3-14069 . Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/34-65124.pdf>

⁹⁹ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. ROZHODNUTÍ O ROZKLADU. č.j.2011/3575/110. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/download/20111212_capital_partners_rozhodnuti.pdf

neprokázaná přesvědčení, je třeba konstatovat, že ČNB v tomto ohledu nepochybila. Dále je v tomto bodě 3. odkaz na poznámku pod čarou, kde SEC definuje churning následovně:

„Churning is the excessive buying and selling of securities in a customer's account by a broker, for the purpose of generating commissions and without regard to the customer's investment objectives or interest or with the intent to defraud. For churning to occur, the broker must exercise control over the investment decisions in the account, either through a formal written discretionary agreement or otherwise, such as through the customer routinely accepting the broker's recommendations without question.“¹⁰⁰

Z překladu této definice churningu vyplývá, že ČNB chápe tuto praktiku v zásadě shodně. Na první pohled však přeci jen zaujme poslední věta uvedené definice, která říká, že kontrola nad účtem se projevuje například tím, že zákazník rutinně přijímá doporučení brokera bez otázek.

Na rozdíl od definice kontroly nad zákaznickovým účtem ze strany ČNB je zde popsána situace, kdy se zákazník řídí doporučeními bez otázek, zatímco ČNB považuje za splnění požadavku kontroly nad účtem i takový stav, kdy se zákazník řídí doporučením poradce ve většině případů. Usuzuji, že tato diference nemá v praxi význam, neboť pokud v podmínkách USA nebude naplněn požadavek na přijímání doporučení bez otázek a například bude naplněn pouze „ve většině případů“, půjde pak případně za splnění dalších podmínek o excessive trading (nadměrné obchodování), které je postihováno obdobně.

V bodě 4. SEC konstatuje, že překročení 20 % u ukazatele cost to equity indikuje podezření na churning. Zde je vhodné konstatovat, že se jedná o vyšší hodnotu, než stanovuje ČNB, která říká, že při překročení 12 % se za splnění ostatních podmínek jedná o churning i u spekulativních zákazníků. Jak tuto hodnotu vnímá FINRA? Tento

¹⁰⁰ Překlad: „Churning je nadměrné nakupování či prodávání cenných papírů brokerem na klientův účet s cílem generovat poplatky bez ohledu na zákazníkovi cíle a zájmy nebo s cílem defraudace. Aby byl naplněn churning, musí být ze strany brokera vykonávána kontrola nad investičními rozhodnutími zákazníka skrze formální ujednání nebo i jinak, například ve formě rutinního přijímání brokerských doporučení bez jakýchkoli otázek.“

samoregulační orgán ve své aplikační praxi využívá také ukazatel 20 %. Toto mé tvrzení dokazují odkazem na disciplinární řízení s IFTIKHAR UL HA (Disciplinary Proceeding No. ELI200402670)¹⁰¹ nebo také rozhodnutí proti Robert G. Cody, kde se ovšem FINRA odkazuje na již zaběhlou praxi i u řízení před SEC (Complaint NO. 200500318890).¹⁰² Z uvedeného vyplývá, že ČNB je při posuzování kvantitativního ukazatele cost to equity přísnější. Na druhou stranu je třeba objektivně konstatovat, že korektiv ve formě posuzování každého konkrétního případu může implikovat v zásadě shodnou praxi i v prvku přísnosti.

Následující body analyzovaného rozhodnutí se věnují zanedbání dohledu ze strany Belii. Ke zkoumání posuzování praktiky churning již není potřebné toto rozhodnutí SEC dále zkoumat.

6.2.4 Study on Investment Advisers and Broker-Dealers

V kontextu zkoumaného obsahu považuji za vhodné upozornit potenciální badatele na velmi poučnou studii, která je na základě ustanovení reformního zákona z roku 2010 (Section 913 of Title IX of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 - the “Dodd-Frank Act”) sestavena pracovníky americké SEC.

Jedná se o Study on Investment Advisers and Broker-Dealers.¹⁰³ Tato studie má za cíl zmapovat situaci kolem investičních poradců a obecně poskytovatelů investičních služeb retailové klientele. Zejména se má SEC na základě uvedeného předpisu zabývat otázkou efektivity současné legislativní regulace, přičemž má analyzovat i dopady případných změn na poskytování personalizovaných investičních služeb. Uvedený

¹⁰¹ FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Disciplinary Proceeding No. ELI200402670. Dostupné z WWW:

<http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@adj/documents/ohodecisions/p037787.pdf>

¹⁰² FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Complaint NO. 200500318890. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@adj/documents/nacdecisions/p121479.pdf>

¹⁰³ U.S. Securities and Exchange Commission [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

předpis a uvedená studie je tak vlastně projevem mnou již výše citovaného požadavku šéfa FED Bena Bernankeho na zlepšení identifikace a měření rizik.¹⁰⁴

Uvedená studie je skvělým prostředkem k porozumění současnému faktickému stavu poskytování investičních služeb retailovým zákazníkům v USA. Podrobně popisuje výkon investičního poradenství, současná úskalí a návrhy legislativních řešení v této oblasti. Vzhledem k rozsahu studie¹⁰⁵ nepovažuji za vhodné provádět podrobnou analýzu, případné badatele tak odkazuji na onu studii v originále, nicméně pro naplnění cílů této rigorózní práce popíšu některé další praktiky, které SEC ve studii popisuje a jsou příbuzné k praktice churning.

A které praktiky jsou příbuzné k praktice churning? SEC s touto praktikou samozřejmě spojuje excessive trading. Vztah churningu a excessive tradingu (nadměrného obchodování) byl nastíněn již výše. Další nelegální a neetickou praktikou vztahující se k problematice churningu je tzv. switching a reversní churning¹⁰⁶.

6.2.5 Switching

SEC popisuje praktiku switching takto:

*„Switching involves transactions in which shares of a particular security are redeemed and all or part of the proceeds are used to purchase shares of another security with the primary effect of benefiting the broker rather than the customer“.*¹⁰⁷

¹⁰⁴ Ben Bernanke [online]. 2009 [cit. 2011-10-11]. Central Banking and Bank Supervision in the United States. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090417a.htm>

¹⁰⁵ 208 str. A4

¹⁰⁶ str. 152 v *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

¹⁰⁷ str. 65 v *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

Překlad: „Switchingem se rozumí transakce, v rámci kterých jsou cenné papíry (akcie) prodány a za získané prostředky nebo za část z nich jsou nakoupeny jiné cenné papíry (akcie) s primárním cílem prospěchu brokera namísto zákazníka.

Z uvedeného vyplývá, že za switching považuje SEC styl obchodování, kdy za výtěžek z prodeje jednoho investičního instrumentu investiční poradce doporučuje zákazníkovi nákup jiného investičního instrumentu, přičemž neexistuje jiný racionální důvod této výměny v portfoliu zákazníka, nežli maximalizace provize ve prospěch poradce.

Příkladem z praxe budiž případ, kdy zákazníkovi je doporučován prodej akcií jedné bankovní společnosti, aby za obdržené peníze z prodeje obratem nakoupil akcie jiné bankovní společnosti, přičemž uvažujme, že se oba bankovní tituly od sebe fundamentálně zásadně neliší. Takový styl obchodování jistě značí minimálně podezření na switching. Konkrétní případ a okolnosti pak dotvoří posuzovací kritéria pro switching. Samozřejmě o switching nepůjde například v případě, kdy racionální důvody implikují potenciál růstu bankovního sektoru, přičemž první banka, jejíž akcie zákazník držel, ohlásí profit warning¹⁰⁸ z důvodu zhoršeného ocenění své dřívější akvizice. Pak výměna akcií v rámci sektoru může mít racionální základ a nemusí se jednat o switching.

Pro bližší zkoumání, jakým způsobem SEC na switching nahlíží, odkazuji na následující rozhodnutí: *aff' d Epstein vs. SEC* 2010 WL 4739749 (3rd Cir.2010), dále Release No. 43650 ve věci *Leslie E. Rossello* nebo Release No. 11065 ve věci *Charles E. Marland & Co.*

V české praxi se o switchingu příliš nehovoří, respektive jsem nezaznamenal o této praxi žádnou zmínku. Opět však musím konstatovat, že v praxi by měl být switching posuzován jako porušení povinnosti vynakládat odbornou péči, čímž se nejedná o legislativní či aplikační mezeru v českém regulačním prostředí. I v praxi USA se tak v případě problematiky switchingu jedná spíše o nástroj pro snazší identifikaci porušování vynaložení odborné péče.

¹⁰⁸ varování před neuspokojivými hospodářskými výsledky

6.2.6 Reversní churning

Podrobně popsanou praktiku „reverse churning“, nazývanou též „underutilization“, lze nalézt v Study on Investment Advisers and Broker-Dealers na str. 152 a n. v kapitole Costs to Retail Investors, including Loss of Investor Choice.¹⁰⁹ Tento fakt zmiňuji z toho důvodu, že SEC zařazuje tuto praktiku nikoli do nežádoucích praktik spojených s frekventovaným obchodováním, nýbrž do kapitoly věnující se způsobů odměňování subjektů poskytujících investiční služby. Z následujícího výkladu je zřejmé, proč tomu tak je.

Předně je pro popsání praktiky reversního churningu potřeba nastínit, jak bývají v USA odměňováni investiční poradci, resp. brokerské společnosti, kterých se na rozdíl od investičních poradců reversní churning týká. Zákazník buďto platí poplatek za realizovaný obchod (procentuální část z objemu obchodu nebo fixní poplatek za obchod) a nebo platí poplatek za vedení účtu, ve kterém je zahrnuto investiční poradenství a v rámci nějž je pak zpravidla mnohem nižší poplatek za případný realizovaný obchod.

Reversní churning spočívá v tom, že zákazníci zahrnutí v režimu vyššího poplatku za obchod a bezplatného vedení účtu, kteří však nevykazují přílišnou obchodní aktivitu, jsou převedeni na tzv. „fee based account“, tj. do režimu paušálně placených poplatků za vedení účtu za účelem generování vyšších poplatků v celkovém souhrnu.¹¹⁰ Zákazník je tak de facto trestán za malou obchodní aktivitu a generování malých provizí pro brokerskou společnost.

Důležité je, aby při určení reversního churningu bylo prokázáno, že motivem převedení zákazníka do fee based account režimu byl pouze vyšší zisk brokerské společnosti. Převedení zákazníka do tohoto režimu totiž samo o sobě nemusí být nelegitimní a nelegální praktikou. Pokud totiž naopak klient vykazuje vysokou

¹⁰⁹ str. 152 v *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

¹¹⁰ prostředků, resp. nástrojů pro takový převod je mnoho, např. prostřednictvím všeobecných obchodních podmínek, které jsou nedílnou součástí komisionářské či obhospodařovatelské smlouvy, přičemž tyto všeobecné obchodní podmínky jsou umístěny jen na webových stránkách společnosti, atd...

obchodní aktivitu, která odpovídá jeho investičnímu profilu, potřebám a cílům, může brokerská společnost v dobré víře vyhodnotit, že nákladová složka při režimu poplatku za obchod znamená pro zákazníka vysoké zatížení a nabídne tak klientovi přechod na paušální fee based account. Pak se samozřejmě bude jednat o žádoucí chování subjektu poskytující investiční službu.

Při pohledu na českou praxi v oblasti reversního churningu, musím konstatovat, že je situace obdobná switchingu. Mám tím na mysli, že jsem se nesetkal s diskusí, případně výkladovým či obdobným materiálem na téma reversní churning. Jsem si však téměř stoprocentně jist, že uvedená praktika dříve či později dorazí i do praxe poskytování investičních služeb v ČR. Regulátor by měl být připraven.

Study on Investment Advisers and Broker-Dealers uvádí, že jen v letech 2004 až 2009 uložila organizace FINRA pokuty za reversní churning v souhrnné výši 7 mil. USD, přičemž nařídila vrácení poplatků v hodnotě 9,5 mil. USD. Mezi pokutovanými byli dokonce i věhlasné společnosti jako Raymond James Financial, Inc.¹¹¹ nebo A.G. Edwards & Sons, Inc.¹¹²

Tato problematika se samozřejmě vztahuje i k IZ, neboť IZ může aplikovat různé poplatkové režimy. Tak například je odměňován provizí, kterou obsahuje všezahrnující poplatek hrazený zákazníkem za realizovaný obchod ve prospěch OCP, ale také může být odměňován paušálně na pravidelné bázi na základě dvoustranné dohody se zákazníkem.

6.3 Shrnutí

Jak jsem výše popsal, praktika nadměrného obchodování a s tím související praktiky jsou vykládány jako porušení vynaložení odborné péče. Výkladové materiály regulátora, rozhodovací praxe relevantních orgánů (ČNB a případně správních soudů)

¹¹¹ FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-27]. Disciplinary and Other NASD Actions. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@da/documents/disciplinaryactions/p014114.pdf>

¹¹² NYSE Euronext [online]. 2012 [cit. 2012-01-27]. News Releases. Dostupné z WWW: <http://www.nyse.com/press/1154686574106.html>

v oblasti těchto praktik jsou významným vodítkem pro budoucí žádoucí chování subjektů poskytujících investiční služby.

Dle mého názoru jde současná právní úprava i aplikační praxe v ČR správným směrem. V zásadě se neliší od úpravy a praxe v USA, přičemž drobné výjimky, které však v konečném důsledku nejsou zásadními, jsem popsal.

Pokud zobecním celou problematiku nadměrného obchodování a od detailů přejdu k podstatě problému, nelze jinak než konstatovat, že zcela postačí, aby subjekty poskytující investiční služby, regulátor a správní soudnictví ctilo nezbytné pravidlo férových poplatků vzhledem ke konkrétním potřebám a cílům zákazníka. Zní to poměrně vágně a vracím se tak vlastně k základní definici odborné péče (kvalifikované, čestné, spravedlivé jednání v nejlepším zájmu zákazníka), nicméně je třeba uvažovat tak, že popsané praktiky nadměrného obchodování, churningu, reversního churningu a switchingu rozhodně nejsou konečným výčtem.

Jedná se jednoduše o demonstrativní výčet jednání, které se za porušení odborné péče považují. Při ostatních krocích v rámci poskytování investičních služeb se vždy musí subjekt poskytující investiční služby ptát sám sebe, zda jedná férově a zda jeho jednání je ospravedlnitelné vzhledem k okolnostem případu.

Rozhodně by relevantní subjekty neměli chápat popsaná jednání jako zakázané praktiky, přičemž ostatní jednání, resp. praktiky budou povoleny. Právě pro nepředvídatelnost vynalézavosti poskytovatelů investičních služeb použil zákonodárce neurčitý pojem ve formě požadavku odborné péče, přičemž aplikační praxe dokázala již některá jednání porušující tento požadavek popsat.

Takto shrnuje celou problematiku nekalých praktik ve vztahu k poplatkům za služby i zmíněná Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, která konstatuje, že samosprávné organizace požadují férové a rozumné poplatky za služby s ohledem na relevantní okolnosti, konkrétně pak takto:

„SRO (self-regulated organization – pozn. autora) rules generally require broker-dealer prices for securities and compensation for services to be fair and reasonable taking into consideration all relevant circumstances.“¹¹³

Základní zásada teorie práva, že právo je minimum morálky, se zde promítá ve velkém rozsahu právě s ohledem na těžkou předvídatelnost jednání adresátů norem, respektive s ohledem na složitou identifikaci a měření rizik, přičemž relevantní orgány by měly požadavek vynaložení odborné péče a její konkretizaci ve výše popsaných jednání takto interpretovat.

Osobně chápu požadavek férového jednání k zákazníkovi následovně. Protože vyvstávají různé situace, při kterých může mít každý nastavenou osobní laťku férového jednání jinde (např. výši poplatku atd.), vždy by měl při rozhodování poskytovatel investiční služby hodnotit, zda by zvolil takové řešení i zákazník, který je samostatný a kvalifikovaný. V každém případě by totiž mělo postihování nadměrného obchodování, churningu, switchingu i reversního churningu chránit zákazníky před takovým jejich i dobrovolným jednáním, které by v případě své kvalifikovanosti zákazníci neakceptovali. Toto konstatování je dle mého názoru naprosto zásadní pro celou výše popsanou problematiku.

6.4 Návrh řešení

Domnívám se, že zvýšená represe je jen jednou z cest, jak co nejvíce eliminovat praktikování churningu. Pokud totiž represe bude to jediné, co bude působit na chování subjektů poskytujících investiční služby, nikdy se z churningu nestane ojedinělé chování či exces, který bude možné zaznamenat pouze zřídka.

¹¹³ str. 66 v *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

nebo také NASD Rule 2440 (Fair Prices and Commissions)

Překlad: „pravidla SRO obecně vyžadují, aby poplatky brokerů a zprostředkovatelů za služby, resp. ceny cenných papírů, byly stanovovány spravedlivě, rozumně a zahrnovaly veškeré relevantní okolnosti.“

Pokusím se o vlastní zkrácenou definici churningu (a obdobných praktik), z čehož vyplyne, jakým směrem by společnost měla postupovat za účelem eliminace zmíněného nelegálního jednání:

Praktika churning a jí obdobné praktiky jsou neetická a nelegální jednání poskytovatele investičních služeb, při kterých poskytovatel investičních služeb využívá zákazníkovi nekvalifikovanosti a nesamostatnosti k vlastnímu obohacení skrze neúměrnou odměnu účtovanou zákazníkovi za své služby.

Z této mé vlastní zkrácené definice vyplývá, že uvedené praktiky by byly neproveditelnými ve chvíli, kdy zákazník bude kvalifikovaný a samostatný a jeho obchodování tedy nebude vykazovat jen znaky dobrovolnosti. Pokud si zákazník bude vědom nákladovosti svého obchodování, a to se všemi důsledky onoho nákladového obchodování, a přesto bude jeho obchodování frekventované, nebude se jednat o nelegální a neetickou praktiku, neboť poskytovatel investiční služby nebude využívat odbornostní asymetrie mezi ním a zákazníkem. To vše samozřejmě za podmínky, že se nebude jednat o styl obchodování, který je praktikovaný proti vůli zákazníka (tj. zákazník nepodal pokyn na základě poradenství nebo nestanovil takovou investiční strategii v rámci asset managementu).

Dle mého názoru je tak *conditio sine qua non* pro eliminaci takových praktik osvěta. Touto osvětou nemyslím vzdělávání potenciálních investorů v oblasti analýz investičních příležitostí, způsobů obchodování a finanční analýzy, nýbrž osvěta v oblasti možných nelegálních a neetických praktik, na které by si měli dát zákazníci z daných důvodů pozor.

Jak jsem již výše uvedl, výkladový materiál na webových stránkách ČNB je jistě přínosnou věcí, nicméně pomáhá zákazníkům spíše v případě, že se cítí poškozeni. Pro toto konstatování nemám důkaz ani jiný uchopitelný odkaz, nicméně předpokládám, že zákazníci nečtou sdělení a výkladové materiály ČNB před započítáním jejich investování na kapitálových trzích.

Mám konkrétní představu, jak by ona osvěta v zájmu prevence praktiky churning měla vypadat. Poskytovatel investiční služby by měl mít povinnost seznámit

potenciálního zákazníka, nejdéle pak při uzavírání smluvního vztahu, o důsledcích placení poplatků ve vztahu k dosahování ziskovosti v rámci obchodování.

Regulátor by pak měl vytvořit unifikovaný dokument,¹¹⁴ jehož podepsání zákazníkem na důkaz srozumění by mělo být podmínkou pro poskytování investičních služeb. Zákazník by tak byl kvalifikovaný alespoň v tom, že si dobře uvědomuje, jaké důsledky má jeho případné aktivní obchodování a na jaké praktiky může narazit při využívání poskytovatele investičních služeb. V neposlední řadě by mělo takové opatření preventivní účinek i vzhledem k poskytovateli investiční služby, neboť by si dobře uvědomoval, že zákazník je v této oblasti informován a zcela jistě by mnohonásobně ubylo nejočividnějších excesů například v oblasti churningu.

Zákazník by totiž díky své informovanosti požadoval například od investičního poradce u každého svého obchodu konkrétní popsání důvodů k zadání onoho konkrétního pokynu, což ve spojitosti s povinností uchovávání záznamů komunikace vytváří silný preventivní prvek.

Jsem si zcela jist, že mnoho slušných a vyspělých subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu by nemělo s povinností předkládání takového dokumentu zákazníkům problém. V tomto směru by mohla ČNB jistě přitvrdit a chovat se aktivněji.

Dalším řešením nadměrného obchodování a zejména eliminací jeho důsledků, tj. vysoké nákladovosti obchodování, je dle mého názoru zařazení aktivních klientů do režimu již zmiňovaných „fee based accounts“. Jednání, které je nežádoucí u klientů neaktivních, jak jsem již popsal výše, může být ale na druhou stranu řešením proti důsledkům nadměrného obchodování. Tento můj názor opírám i o doporučení SEC:

„...conversion to fee-based accounts could result in lower costs and corresponding increased profitability for retail investors who trade often.“¹¹⁵

¹¹⁴ například by se mohlo jednat o dokument, který by obsahoval výkladový materiál z webových stránek ČNB ohledně nadměrného obchodování, na který již mnohokrát odkazují výše.

¹¹⁵ str. 153 v *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

Překlad: Převod na účty konstantně zpoplatněné (za vedení) by mělo vést k nižším nákladům a korespondovat se zvýšenou ziskovostí zákazníků, kteří obchodují často.

Pokud aktivní klient neplatí poplatky za uskutečněné obchody a platí za poskytnuté investiční služby paušální částku (např. na měsíční či roční bázi), odpadá příčinná souvislost mezi počtem obchodů a výší poplatků placených poskytovateli investiční služby. Dá se tedy konstatovat, že čím aktivnější klient je, tím více se mu tento poplatkový režim vyplácí, to vše samozřejmě za předpokladu, že poskytovatel investiční služby nesjednává výši poplatků individuálně v závislosti na aktivitě klienta. Poté by logicky uvedený efekt odpadl.

Jsem toho názoru, že režim „fee based account“ je velice vhodný zejména pro aktivní tuzemské zákazníky využívající služeb IZ. U aktivních zákazníků, kteří platí paušální částku ve prospěch IZ za investiční poradenství plus poplatky za realizovaný obchod ve prospěch OCP, naprosto zásadně odpadá podezření ze střetu zájmů mezi ním a IZ. Pokud je IZ odměňován paušálně a zákazníkovi poplatky za realizovaný obchod jsou plně ve prospěch OCP, nemá IZ jakýkoli zájem na vysokém počtu realizovaných obchodů. Odměna IZ se totiž neodvíjí od počtu zákaznických obchodů. Zájem na frekventovaném obchodování má pak jen OCP, který realizuje zákaznickovy pokyny předané OCP k realizaci od IZ, nicméně OCP v případě přítomnosti IZ zpravidla neposkytuje zákazníkovi investiční poradenství, a proto nehrozí podezření z faktické kontroly nad objemy a frekvencí obchodování, čímž by OCP mohl ovlivňovat vysokou nákladovost obchodování ve svůj prospěch.

Samozřejmě i v tomto modelovém případě může docházet k nadměrnému obchodování, nicméně vzhledem k zájmům jednotlivých zainteresovaných subjektů je zjevné, že by případné prohřešky v tomto směru vznikaly špatným vyhodnocením investičního profilu zákazníka, jeho cílů a potřeb, nikoliv pak z důvodu maximalizace zisku IZ z poplatků placených zákazníkem.

Jsem toho názoru, že jde o mnohem efektivnější způsob eliminace praktik nadměrného obchodování, než aktuální většinová praxe placení jednoho všezahrnujícího poplatku za realizovaný obchod ve prospěch OCP (kde je zahrnuta i provize pro IZ), kdy mnohdy jediným motivem nenucení zákazníka investičním poradcem k vysoké frekvenci obchodování může být obava z postihu za nadměrné obchodování. Investiční poradce tak zvažuje jednak obavu z postihu za nadměrné

obchodování a naproti tomu výši své odměny nebo odměny IZ, pro které vykonává svou činnost.

Při paušální částce placené zákazníkem ve prospěch IZ za investiční poradenství plus poplatků za realizované obchody, které však neobsahují provizi pro IZ, plně odpadá finanční motiv investičního poradce k iniciování vysokofrekvenčního obchodování.

Myslím si, že ČNB by měla mít tendenci tímto směrem uvažovat a prozatím minimálně vyjadřovat přání tohoto charakteru. Nástrojů má pro tento účel mnoho. Začít by mohla například úředním sdělením o přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb, kde by jasně uvedla, že pobídka ze strany OCP ve prospěch IZ ve formě provizí, jejichž výše je závislá na počtu zákaznických realizovaných obchodů, je ospravedlnitelná pouze v případě velmi konzervativních a neaktivních zákazníků. Šanci k tomu měla ČNB na konci roku 2011, kdy úřední sdělení ohledně pobídek vydala¹¹⁶, nicméně takový požadavek ono sdělení neobsahovalo.

Pro ilustraci uvádím schéma mnou navrhovaného režimu.

¹¹⁶ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-30]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY o podmínkách přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb a v kolektivním investování. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2011/download/v_2011_16_22111560.pdf



Obrázek 6: Schéma poplatkového režimu, který eliminuje motivy k praktice nadměrného obchodování. Zdroj: vlastní tvorba

6.5 Spolupráce dohlížených osob a ČNB

Je logické, že mezi dohlíženými subjekty a regulátorem, tj. ČNB, panuje napětí. V předchozích kapitolách jsem projevil snahu o obhajobu činnosti ČNB, a to například prostřednictvím srovnání s činností SEC, FINRA atd. Na druhou stranu by však ČNB měla projevit více korektnosti v tom směru, že přestane ve svých výkladových materiálech obviňovat subjekty poskytující investiční služby z nelegálních praktik na základě spekulací a svých domněnek. V 21. století by správní úřad v demokratickém právním státě neměl na svých webových stránkách zveřejňovat podobná prohlášení:

„Nadměrně obchodující obchodník zpravidla získává nové zákazníky velmi agresivním způsobem (např. formou telemarketingu).“¹¹⁷

¹¹⁷ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. Informace k nadměrnému obchodování. Dostupné z WWW: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/churning.html

Nerozumím souvislosti formy akvizice klientů s úrovní poskytovaných služeb a s morálním kreditem dohlíženého subjektu. Dle mého osobního názoru jsou tyto náznaky kolektivní viny minimálně nekorektní, navíc tímto způsobem získává své zákazníky naprostá většina OCP. Dá se říci, že takto získávají zákazníky všichni OCP kromě OCP vlastněných bankou. Ti mají logicky zajištěný jiný komfortní distribuční kanál.

ČNB by neměla v tomto směru zneužívat svého silně dominantního postavení, kdy se proti ČNB nikdo nebrání, neboť si jsou dohlížené subjekty vědomi obrovské moci této instituce a nechtějí na sebe upoutávat pozornost. Takovéto prvky kolektivní viny bývají typické pro nedemokratické právní řády, nikoli pro vyspělou demokracii, jakou ČR dle mého názoru je.

Navíc tímto způsobem ČNB dle mého názoru zcela zbytečně vytváří neúměrné napětí mezi ní a dohlíženými subjekty. Ti pak mají tendence¹¹⁸ nebrat regulátora jako svého partnera, nýbrž jako soupeře. Jistě, regulátor by měl mít vždy respekt a dohlížené subjekty by se měly mít před ním na pozoru, nicméně místo averze ve vztahu mezi ním a dohlíženými subjekty by ve společenském zájmu byla dle mého názoru vzájemná úcta a spolupráce ve spojení s přirozenou a legální autoritou regulátora. Dohlížené subjekty by si měly uvědomovat, že ČNB jako regulátor podnikání na kapitálovém trhu neplní funkci onoho nechtěného třetího škodícího subjektu, který má jediný cíl, a to kazit dohlíženým subjektům podnikání.

Dohlížené subjekty by měly brát ČNB jako potřebného partnera, který čistí kapitálový trh od nekalých praktik a zajišťuje, aby dohlížené subjekty měly zájem podnikat v rámci etiky a právních předpisů a aby se nestalo nevýhodným (z hlediska konkurenčního boje) dodržovat zákonná a morální pravidla. ČNB by však měla tyto vztahy vnímat obdobně. Je samozřejmostí, že její funkce je ochrana investorů, nicméně ona obrana by měla být korektní a netendenční.

¹¹⁸ chci upozornit na fakt, že osobně tyto tendence nemám

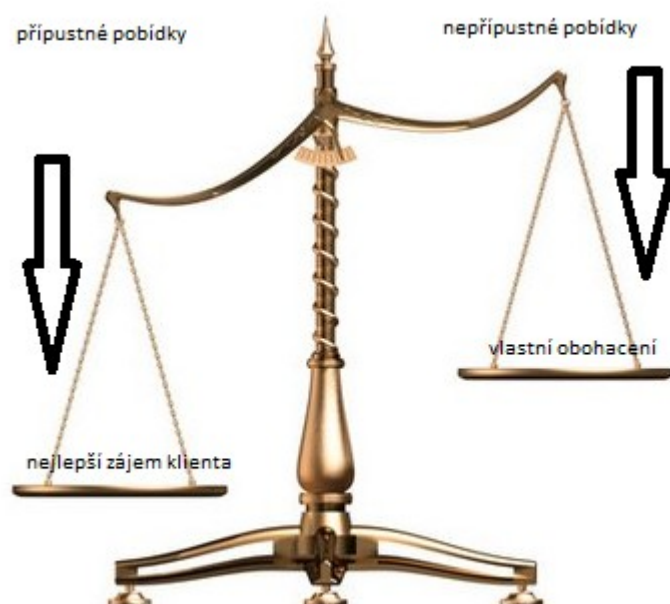
7 Pobídky

ZPKT k naplnění požadavku vynaložení odborné péče logicky obsahuje mnoho požadavků na chování poskytovatelů investičních služeb. Zásadním prostředkem k tomu, aby investiční služby byly poskytovány s odbornou péčí a aby nedocházelo k vysokému riziku praktikování výše popsaných nekalých praktik, je problematika přípustných a nepřípustných pobídek. ZPKT tak stanovuje v §15 odst. 3, že OCP nesmí při poskytování služeb přijmout, nabídnout nebo poskytnout poplatek, odměnu nebo nepeněžitou výhodu (dále jen „pobídka“), která může vést k porušení povinností vynaložení odborné péče dle §15 odst. 1 ZPKT.

Požadavky na kvalitativní charakter přípustných pobídek stanovuje vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb. Vzhledem k faktu potřeby výkladového materiálu v této oblasti existuje od 16. prosince 2011 také úřední sdělení ČNB o podmínkách přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb.¹¹⁹

Konstatuji, že problematika přípustnosti pobídek je dle mého názoru zcela zásadní pro korektní poskytování investičních služeb. Prostor věnovaný problematice pobídek v rámci této rigorózní práce rozhodně není dostatečný pro komplexní a hlubokou analýzu. Myslím si, že pobídky by měly být předmětem detailního zkoumání jak ze strany regulátora, tak ze strany jiných relevantních osob. Poskytování investičních služeb totiž velmi často provází možný střet zájmů, kdy poskytující subjekt může zvažovat na jedné straně nejlepší zájem zákazníka oproti míře vlastního obohacení. Nepřípustné pobídky jsou přitom velmi významným faktorem, který může motivovat poskytovatele služeb upozadit zájem zákazníka oproti zájmu vlastnímu.

¹¹⁹ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-30]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY o podmínkách přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb a v kolektivním investování. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2011/download/v_2011_16_22111560.pdf



**Obrázek 7: Vliv přípustnosti pobídek na rozhodování při činnosti poskytovatele investiční služby,
Zdroj: vlastní tvorba**

Téma přípustnosti a nepřípustnosti pobídek by jistě stačilo na celou jednu kvalifikační práci, přesto považuji s ohledem na požadavek komplexnosti této rigorózní práce stručný popis problematiky pobídek uvést.

7.1 Přípustnost pobídky dle prováděcího právního předpisu

Jak jsem již uvedl výše, požadavky na kvalitativní charakter přípustných pobídek stanovuje vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb. V konkrétnějším vyjádření pak §15 odst. 5 ZPKT provádí §15 uvedené vyhlášky.

Vyhláška v uvedeném ustanovení stanovuje, že pobídka je přípustná, pokud

- a) je hrazena zákazníkem, za zákazníka nebo je vyplácena zákazníkovi,
- b) je hrazena třetí straně či pro třetí stranu nebo poskytována třetí stranou či za třetí stranu a

1. zákazník byl před poskytnutím hlavní nebo doplňkové investiční služby jasně, srozumitelně a úplně informován o existenci a povaze pobídky a výši nebo hodnotě pobídky nebo způsobu jejího výpočtu, pokud ji nelze zjistit předem,¹²⁰
2. pobídka přispívá ke zlepšení kvality poskytované služby
3. pobídka není v rozporu s povinnostmi obchodníka s cennými papíry jednat v nejlepším zájmu zákazníka.

Přípustná je pobídka, která umožní poskytování investičních služeb nebo která je pro tento účel nutná, a jejíž povaha není v rozporu s povinnostmi obchodníka s cennými papíry jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníka (vynakládat odbornou péči).

7.2 Úřední sdělení o podmínkách přípustnosti pobídek

ČNB cítila potřebu dále vyložit obsah výše uvedených ustanovení zákonných a podzákonných právních norem, a proto vydala dle 23. prosince 2011 úřední sdělení o podmínkách přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb a v kolektivním investování.¹²¹

Případné badatele je však třeba odkázat zejména na dokument Evropského výboru regulátorů trhů s cennými papíry („CESR“), což je předchůdce dnešního Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy („ESMA“)¹²², ze kterého úřední sdělení čerpá.

¹²⁰ subjekt může údaje poskytnout v podobě souhrnného popisu hlavních podmínek pobídky, na žádost zákazníka však vždy sdělí též podrobnosti.

¹²¹ ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-31]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY o podmínkách přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb a v kolektivním investování. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2011/download/v_2011_16_22111560.pdf

¹²² CESR [online]. 2012 [cit. 2012-01-31]. Inducements under MiFID. Dostupné z WWW: http://www.esma.europa.eu/system/files/10_295.pdf

ČNB v úředním sdělení nastiňuje zejména způsoby vyhodnocování pobídek a jejich kvalitativní požadavky na přípustnost. Tímto výkladovým materiálem nenastiňuje nějaké další požadavky na poskytování investičních služeb, nicméně adresáti právních norem v oblasti pobídek poznají konkrétní příklady jednání, která považuje ČNB za přípustné a naopak.

Znovu konstatuji, že hlubší analýza problematiky pobídek, čili i tohoto úředního sdělení, by svým rozsahem stačila na samotnou kvalifikační práci. Ve vztahu ke zkoumanému předmětu této rigorózní práce vytýčím v následujících řádcích zejména ustanovení, která se týkají pobídek hrazených OCP ve prospěch IZ.

ČNB dle úředního sdělení člení pobídky na tyto kategorie:

- a) zákaznická pobídka, tj. pobídka, kterou poskytuje zákazník nebo třetí strana za zákazníka,
- b) provozní pobídka, tj. pobídka umožňující nebo nezbytná pro poskytování investičních služeb (platby za audit, účetnictví atd.)
- c) ostatní pobídky, tj. pobídky hrazené přímo či nepřímo třetí straně nebo od ní přímo či nepřímo přijímané, které nespádají pod kategorii B.

A právě do této třetí kategorie c) patří provize nebo poplatky hrazené OCP ve prospěch IZ.

Dle úředního sdělení tyto ostatní pobídky, a tedy i provize z realizovaných obchodů hrazené OCP ve prospěch IZ, jsou přípustné, pouze pokud jsou kumulativně splněny tyto podmínky:

- a) přispívají ke zlepšení kvality služby nebo činnosti
- b) nejsou v rozporu s povinností jednat v nejlepším zájmu zákazníka
- c) zákazník je před poskytnutím služby jasně, srozumitelně a úplně informován o existenci a povaze pobídky a výši nebo hodnotě pobídky nebo způsobu jeho výpočtu, pokud ji nelze zjistit předem.

Pokud všezahrnující poplatek, kdy poplatek hrazený zákazníkem ve prospěch OCP obsahuje i provizi IZ, podrobím těmito kritérii, konstatuji následující.

Ad a). Domnívám se, že tato konstrukce poplatku může opravdu přispět ke zlepšení kvality služby v tom směru, že za provizi IZ přijme od zákazníka pokyn a tento pokyn předá k realizaci OCP. Zvyšuje tak komfort klienta. První podmínka je tedy splněna a neimplikuje nepřípustnost pobídky, přičemž tento názor sdílím společně s ČNB.

Ad b). Podmínka uvedená pod písm. b) však dle mého názoru splněna není, v tom se však s názorem uvedeným v úředním sdělení liším. Výše jsem již uvedl, že tato konstrukce poplatkového režimu může motivovat investičního poradce k frekventovanému obchodování, přičemž investiční poradce má sice povinnost jednat v nejlepším zájmu zákazníka, nicméně investiční poradce může být stále v pokušení tuto povinnost nedodržovat, neboť jeho odměna nebo odměna IZ, pro které pracuje, se odvíjí od počtu realizovaných obchodů.

ČNB uvádí, že nepřípustnou je pobídka, jejímž cílem je ovlivnění poskytovatele (IZ), aby jednostranně pobízel zákazníka k nákupu určitého množství investičního nástroje v rámci nabízených produktů, nebo podněcoval zákazníka k příliš častému obchodování, např. tak, že výše pobídky se zvyšuje nadproporčně ve srovnání s rozsahem služeb poskytnutých zákazníkům. ČNB tak zjevně považuje za nepřípustnou pobídku například provizi, která má progresivní sazbu vzhledem k rostoucí výši realizovaného objemu obchodů. Nepřípustná dle ČNB je tak například pobídka stanovující, že pokud zákazníci IZ realizují obchody alespoň v určité výši objemu, procentuální sazba provize z celkové výše uhrazených poplatků se zvýší ve prospěch IZ.

Osobně jsem však toho názoru, že i neprogresivní procentuální sazba provize IZ z všezahrnujícího poplatku hrazeného zákazníkem ve prospěch OCP může motivovat investičního poradce IZ k nedodržení povinnosti jednat v nejlepším zájmu zákazníka. Znovu opakuji, že uvedené se vztahuje k zákazníkům, kteří jsou aktivní. Všezahrnující poplatek však může splňovat podmínky přípustnosti pobídek tehdy, pokud se bude jednat o zákazníka konzervativního, který má investiční horizont delší, než je řád měsíců, přičemž tento svůj cíl vyjádří jasně a srozumitelně již před zahájením poskytování investičního poradenství. U těchto zákazníků bych tak striktní nebyl.

Ad c). Jasně, srozumitelné a úplné informování o existenci a povaze pobídky a výši nebo hodnotě pobídky nebo způsobu jejího výpočtu je samozřejmě požadavkem legitimním. Jsem však přesvědčen o tom, že u nekvalifikovaných investorů nemá tento fakt informování bez dalšího příliš velkého významu. Pokud by však poskytovatelé investičních služeb byli nuceni seznamovat své zákazníky prostřednictvím unifikovaného dokumentu s výkladem nadměrného obchodování, jak jsem navrhl v kapitole 6.4, pak by požadavek obsažený pod písm. c) smysl měl.

8 Závěr

Za cíl této rigorózní práce jsem si vytkl analýzu současného stavu právní úpravy podnikání IZ, konfrontaci současné právní úpravy s praxí a formulaci vlastních návrhů řešení. Úkol to byl poměrně nelehký, zvláště pak s ohledem na dle mého názoru velkou absenci dříve zpracovaných odborných studií na toto téma. Na druhou stranu právě fakt absence dřívějšího zpracování problematiky dává této rigorózní práci šanci být pro společnost přínosem, neboť se nejedná o masově zpracovávanou problematiku s uceleným většinovým názorem na věc. Případní následující badatelé tak napříště budou mít díky této rigorózní práci minimálně inspiraci pro postup ve vědeckém zkoumání.

Na počátku práce byly vymezeny základní instituty, jejichž vymezení bylo nezbytné pro další vědeckou práci. Byla popsána regulace kapitálového trhu, její prameny, formy a zejména účel. Zabýval jsem se legálním vymezením pojmu IZ. V práci jsem popsal zákonnou úpravu práv a povinností tohoto subjektu. S IZ (a nejen s ním) velmi úzce souvisí institut vázaného zástupce. Jeho postavení, práva a povinnosti byly také popsány.

Zvýšenou pozornost jsem věnoval analýze vztahu mezi OCP a IZ. Předmětem mého zkoumání se stala zejména relevance kontroly souladu podnikání IZ s právní úpravou ze strany OCP. Z poměrně podrobné analýzy obchodních vztahů mezi IZ a OCP vyplynul závěr, že díky možnosti IZ spolupracovat s vícero OCP postrádá povinnost OCP kontrolovat své IZ efektivitu.

Pokud zákonodárce uvaluje na OCP povinnost zajišťovat soulad podnikání spolupracujících IZ s právním pořádkem, musí odstranit soutěžní jednání mezi jednotlivými OCP ve formě možnosti IZ spolupracovat s vícero OCP. Pokud by však IZ nemohl využívat vícero OCP, stával by se defacto vázaným zástupcem OCP. Z tohoto faktu pak vyplývá logický závěr, že buďto je nežádoucí existence IZ jako takového, nebo je irelevantní povinnost kontroly IZ ze strany OCP.

Za významného původce nelegálního chování subjektů současného kapitálového trhu považuji naprosto zásadní absenci dostatečných požadavků na subjekty při registraci IZ, a proto jsem této problematice věnoval celou kapitolu rigorózní práce.

Byly popsány současné legální požadavky kladené na subjekty, které žádají o registraci IZ. Učinil jsem zdůvodněné závěry, že tyto požadavky jsou nedostatečné, což vede k nelegálním a neetickým praktikám při poskytování investičních služeb. V zájmu konstruktivity jsem nastínil i řešení současného nevyhovujícího stavu. Především jsem navrhl vyšší požadavky na vzdělání, technické zabezpečení a analogicky s OCP i požadavek obchodního plánu subjektu.

V životě každého IZ je významný fakt veřejnoprávní kontroly jeho fungování. Tato kontrola je v právní terminologii nazývá dohledem (jde o zvláštní druh dozoru), který je vykonáván veřejnoprávním subjektem odlišným od státu v jeho samostatné působnosti¹²³. Vzhledem k všudypřítomnému faktu dohledu je věnováno této problematice taktéž poměrně hodně prostoru. Po vymezení pojmů dohled a dozor, obsahu právních vztahů při výkonu správního dozoru, procesních aspektů správního dozoru, zákonné úpravy správního dozoru nad kapitálovým trhem v ČR, předmětu dohledu nad kapitálovým trhem v ČR a řízení před ČNB jsem se věnoval v rámci této kapitoly problematice státní kontroly a jejímu vztahu ke správnímu řízení, který v praxi nebývá příliš zřejmý.

Bylo konstatováno, že pokud dělíme správní dozor na dvě fáze, a to na fázi zjišťování a hodnocení a na fázi uplatnění opatření k nápravě či sankcí (druhá fáze je logicky fakultativní), pak státní kontrola se vztahuje k fázi první, přičemž správní řízení k fázi druhé. Jednoznačně totiž ze zkoumání vyplynulo, že cílem státní kontroly není rozhodnutí o právech a povinnostech subjektu, a to na rozdíl od správního řízení, u kterého se dokonce jedná o jeho charakteristický prvek. Výsledkem státní kontroly je „pouze“ protokol.

Ač mně osobně tato problematika nepřišla příliš kontroverzní nebo nejasná, zdá se, že v praxi nejsou adresáti právních norem z těchto dvou doplňujících se řízení moudří (i proto se regulátor této problematice věnuje ve svých výkladových

¹²³ Kohajda, M. Dohled nad finančním trhem. In *Hendrych, D. a kol.* Právnícký slovník. 3. podstatně rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 154

materiálech), a tak jsem za účelem komplexnosti tuto kapitolu do rigorózní práce zařadil.

Vcelku obsáhle jsem se věnoval požadavku vynaložení odborné péče při poskytování investičních služeb. Je to dáno jednak významem tohoto institutu a jednak kontroverzností tohoto neurčitého právního pojmu. Byl analyzován pojem odborné péče a jeho zákonné zakotvení. Popsal jsem principy posuzování odborné péče ze strany regulátora. Byly definovány legální požadavky na odbornost osob, prostřednictvím kterých IZ poskytuje investiční služby.

Konstatoval jsem výtku k vyhlášce o odbornosti osob, a to kvůli absenci úpravy kvalitativních, resp. odbornostních požadavků kladených na osobu provádějící analytickou činnost, tj. analýzu investičních doporučení a investičních příležitostí. Soulad investičních doporučení a analýz investičních příležitostí s právem sice zajišťují různá zákonná i podzákonná ustanovení o střetu zájmů, dále vyhláška stanovující kritéria pro investiční doporučení (konkrétně vyhláška č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, ve znění pozdějších předpisů), nicméně bylo vyjádřeno, že toto je nedostatečný stav.

I když totiž analýza sloužící k marketingové činnosti či analýza, na základě které bude poskytováno investiční poradenství, bude zákonně konformní, bude znít korektně atd., neznamená to, že bude zabezpečena dostatečná předchozí zkušenost osoby, která uvedené dokumenty vytváří, což je pro úspěch dané analýzy (myšleno po stránce budoucího naplnění předpokládaného vývoje v analýze) mnohdy velmi zásadní.

Po kapitole věnující se odborné péči je zařazena kapitola obsahující analýzu problematiky nadměrného obchodování, churningu. Tyto nelegální praktiky totiž s požadavkem na vynaložení odborné péče velmi úzce souvisí, přesněji pak může být konstatováno, že praktikování nadměrného obchodování, churningu implikuje porušení požadavku na vynaložení odborné péče.

Nelegální a neetické praktiky nadměrného obchodování a churningu byly velmi podrobně analyzovány. Analýze byla podrobena zákonná ustanovení, výkladové materiály i rozhodnutí ve věci ČNB vztahující se k tématu. Za přínosnou považuji

především provedenou komparaci s právní úpravou a praxí v USA, co se týče těchto praktik.

Byly zjištěny různé odchylky v obou úpravách. Tak například v tuzemské úpravě a praxi je nadměrné obchodování považováno za synonymum k pojmu churning, čemuž tak v USA není. Dále při definici kvantitativních ukazatelů, na základě kterých je posuzováno podezření na churning, bylo zjištěno, že hodnoty, u kterých se jedná o churning i u spekulativních zákazníků, se liší. Tuzemská úprava se zdá být v tomto ohledu na první pohled přísnější (12 % vs. 20 % u ukazatele cost to equity).

Objektivně však třeba dodat, že vzhledem k charakteru těchto praktik a faktu, že jde o porušení požadavku vynaložení odborné péče, tedy že subjekt jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků, nemusí mít v praxi tyto odchylky vliv. Vždy je totiž třeba posuzovat konkrétní případy zvlášť, k čemuž se tuzemský regulátor hlásí.

Popsány byly také praktiky, které se v USA postihují, jsou svým charakterem podobné churningu, nicméně nejsem si vědom, že by ony praktiky byly v tuzemsku prozatím známé. Jedná se o tzv. „switching“ a „reversní churning“. Switchingem se v USA rozumí prodej jedněch cenných papírů, aby za získané finanční prostředky obratem nakoupily jiné cenné papíry, a to nikoli z důvodu klientova zájmu, avšak s cílem maximalizovat obohacení brokera z poplatků. Reversním churningem se pak rozumí nadměrné zpoplatnění vedení zákaznických účtů z důvodu nízké aktivity klienta implikující nízké příjmy brokera z poplatků za transakci. Nutno dodat, že zpoplatnění vedení zákaznického účtu při současném snížení poplatků za transakci může být správným a legálním prostředkem při vynakládání odborné péče u aktivních klientů, kterým tímto v konečném důsledku klesne nákladová složka jejich obchodování.

Nastínil jsem i konkrétní návrh řešení eliminace těchto nekalých praktik nadměrného obchodování (v širším slova smyslu). Byl vyjádřen závěr, že bez velmi intenzivní osvěty se boj regulátora a ostatních relevantních orgánů nestane efektivním. Vzhledem k jednoduchému získání registrace IZ nemá represe příliš významnou generálně preventivní ani individuálně preventivní funkci, proto se jeví jako nejvíce efektivní prostředek velmi intenzivní osvěta jako prevence proti nadměrnému obchodování. Osvěta by měla být prováděna unifikovaným dokumentem, který bude

obsahovat informace pro zákazníky o nadměrném obchodování a o vlivu placení poplatků na ziskovost obchodování. Tento unifikovaný dokument by musel IZ nebo OCP poskytovat zákazníkům nejpozději při podpisu smluvní dokumentace (při navazování smluvního vztahu). Subjekt poskytující investiční služby by pak nemohl využívat nekvalifikovanosti a neobornosti zákazníka k vlastnímu obohacení, na čemž jsou vesměs praktiky nadměrného obchodování založeny.

Byl také popsán další prostředek k eliminaci praktik nadměrného obchodování. Tím může být vedení aktivních klientů v tzv. režimu „fee based accounts“, tj. zákazník platí poměrně vysoký konstantní paušální např. měsíční poplatek se současným velmi nízkým, nebo nulovým, poplatkem za transakci. Klient pak přesně předem ví, kolik za služby zaplatí, přičemž je nejzásadnější, že odměna placená subjektu poskytujícímu investiční služby není v žádné souvislosti s počtem obchodů zákazníka. Nemohou pak vznikat žádná podezření na provádění obchodů bez ekonomického významu, tedy podezření na obchody jen pro poplatky.

Na závěr práce jsem se také krátce věnoval problematice přípustnosti a nepřípustnosti pobídek. Nastínil jsem zejména právní úpravu a s tím související výkladový materiál tuzemského regulátora. Právě pobídky mohou být velmi významným faktorem při zajišťování odborné péče při poskytování investičních služeb, proto by se jimi měly kompetentní orgány velmi intenzivně zabývat. Jsem toho názoru, že téma pobídek by si zasloužilo jednu celou kvalifikační práci, proto se v rámci této rigorózní práce jedná pouze o základní vymezení za účelem celistvosti zkoumání problematiky podnikání IZ.

Seznam použitých zkratek

AFIZ	- Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců České republiky, o.s.
CESR	- The Committee of European Securities Regulators
DPH	- daň z přidané hodnoty
ČNB	- Česká národní banka
EU	- Evropská Unie
FED	- Federal Reserve (americká centrální banka)
FINRA	- Financial Industry Regulatory Authority
IPO	- Initial Public Offering (primární nabídka akcií)
IZ	- investiční zprostředkovatel
LZPS	- zákon č. 2/1993 Sb., o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součásti ústavního pořádku České republiky
MiFID	- The Markets in Financial Instruments Directive - směrnice č. 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji
OCP	- obchodník s cennými papíry
SEC	- U.S. Securities and Exchange Commission
ZPKT	- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Seznam cizích slov

asset management	- správa portfolia, viz také §4 odst. 2 písm. d) ZPKT
broker	- cizí širší termín znamenající v českých podmínkách investiční makléř, investiční poradce nebo osoba jednající se zákazníky – vždy dle aktuálního kontextu
compliance	- pracovník prověřující soulad skutečnosti s právními předpisy
churning	- v českém významu jde o nadměrné obchodování
excessive trading	- nadměrné obchodování
profit warning	- varování před neuspokojivými hospodářskými výsledky
switching	- nelegální praktika příbuzná churningu

Použitá literatura

Anders Malm. The Euromoney MiFID Handbook 2008. Brighton: Wyndeham Grange Ltd., str. 74, ISBN 9781843743491

Bakeš, M. a kol. Finanční právo. 5. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2009, str. 576, ISBN 978-80-7400-801-6

CESR. MiFID: Consumer Guide. Paris: CESR. str. 11. ref. CESR/08-003

Chris Skinner (Editor).David Smith and Steve Leggett. The Future of Investing In Europe's Markets after MiFID. Chichester: John Wiley&Sons, Ltd., 2007 str. 261, ISBN 978-0-470-51038-4

Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha:ASPI, 2006, str. 360, ISBN 80-7357-164-1

Dědič,J. Právo cenných papírů a kapitálového trhu. 1. vydání. Praha: PROSPEKTRUM spol. s r.o., 2000, str. 552, ISBN 80-7175-084-0

Eliáš, K. K některým otázkám odpovědnosti reprezentantů kapitálových společností. Právník, 1999, č. 4.

Hendrych, D. a kol. Správní právo. Obecná část. 7. rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 875, ISBN 978-80-7400-049-2

Hoetzel, J. Československé správní právo – část všeobecná. Praha: Melantrich, 1937, str. 317-318

Jean-Pierre Casey and Karel Lannoo. The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?. ECMI Policy Brief. 2006. str. 7.

Kohajda, M. Dohled nad finančním trhem. In *Hendrych, D. a kol.* Právníký slovník. 3. podstatně rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 1481, ISBN 978-80-7400-059-1

Kotásek, Pihera, Pokorná, Raban, Vitek. Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 5. vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, str. 419, ISBN 978-80-7179-454-7

Musílek,P. Finanční trhy a investiční bankovníctví. Praha: ETC Publishing Praha, 1999, str. 852, ISBN 80-86006-78-6

Mikule, V., Císařová, D. K otázce rovnosti před zákonem. Právník, 1968, str. 511 n.

Novotný, O., Vanduchová, M., Šámal, P. a kol. Trestní právo hmotné. Obecná část. 6. vydání, Praha: Wolters Kluwer ČR, a.s., 2010, str. 584, ISBN 978-80-7357-509-0

Pavlát, V., Kubiček, A. Regulace a dohled nad finančními trhy. Praha: VŠFS, 2010. str. 228, ISBN 978-80-7408-036-4

Radvan, M. Právo kapitálového trhu. 1. vydání. Brno: Masarykova univerzita, 2010, str. 61, ISBN 978-80-210-5277-2

Veselá, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, a.s., 2007. str. 704, ISBN 978-80-7357-297-6

internetové zdroje:

Ben Bernanke [online]. 2009 [cit. 2011-10-11]. Central Banking and Bank Supervision in the United States. Dostupné z WWW: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090417a.htm>

BlackRock, Inc. [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Assets Under Management. Dostupné z WWW: <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/History/index.htm>

CESR [online]. 2012 [cit. 2012-01-31]. Inducements under MiFID. Dostupné z WWW: http://www.esma.europa.eu/system/files/10_295.pdf

ČNB [online]. 2011 [cit. 2011-10-18]. Pravomocná rozhodnutí v oblasti kapitálového trhu od 1.1.2009. Dostupné z

WWW: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/susr-list.html?cnbyear=&cnbsegment=300.320&cnbtype=400.410&cnbname=&cnbident=&cnbmark=&cnbzahf=&cnbzahf=&cnbmocf=&cnbmocf=&button_search=Hledat

ČNB [online]. 2011 [cit. 2011-12-12]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY k výkladu pojmu důvěryhodnost a odborná způsobilost. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2010/download/v_2010_11_21210560.pdf

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-18]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY k rozsahu potřebných znalostí osob, pomocí kterých obchodník s cennými papíry a další osoby své činnosti. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_09_21209560.pdf

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-30]. ÚŘEDNÍ SDĚLENÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY o podmínkách přípustnosti pobídek při poskytování investičních služeb a v kolektivním investování. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2011/download/v_2011_16_22111560.pdf

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-05]. Komise pro cenné papíry. Vztah správního řádu a zákona o státní kontrole. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_stanovisek_KCP/download/get_dms_file242.pdf

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. Komise pro cenné papíry. Posuzování odborné péče Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/kolektivni_investovani/download/metodika_odbp_20041015.pdf

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-15]. ROZHODNUTÍ O ROZKLADU. č.j.2011/3575/110. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/download/20111212_capital_partners_rozhodnuti.pdf

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-17]. Metodické a výkladové materiály. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obchodnici_s_cp_inv_zprostredkovatele/metodiky_vyklady.html

ČNB [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. Informace k nadměrnému obchodování. Dostupné z WWW: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/charging.html

David Rozumek [online]. 2011 [cit. 2011-12-12]. Vrchní hlídač trhů z ČNB: Kontrol bude násobně víc. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2011/cl_11_11091_2_rozumek_mfdnes.html

FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-24]. About FINRA. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/AboutFINRA/>

FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Summary Arbitration Statistics November 2011. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/AboutFINRADR/Statistics/index.htm>

FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Disciplinary Proceeding No. ELI200402670. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@adj/documents/ohodecisions/p037787.pdf>

FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Complaint NO. 200500318890. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@adj/documents/nacdecisions/p121479.pdf>

FINRA [online]. 2012 [cit. 2012-01-27]. Disciplinary and Other NASD Actions. Dostupné z WWW: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@da/documents/disciplinaryactions/p014114.pdf>

Komise pro cenné papíry [online]. 2012 [cit. 2012-01-19]. STANOVISKO CHURNING. Dostupné z WWW: http://www.gfo.cz/files/get_dms_file347.pdf

INVESTOPEDIA [online]. 2012 [cit. 2012-01-23]. BETA. Dostupné z WWW: <http://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp#axzz1kHA2OX1L>

Mark J. Astarita. [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. SECLAW. Churned or traded?. Dostupné z WWW: <http://www.seclaw.com/docs/598Churning.htm>

Ministerstvo financí [online]. 2007 [cit. 2011-10-13]. Důvodová zpráva MiFID. Dostupné z WWW: <http://mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/kap_trh_cr_31915.html?year=2007

NYSE Euronext [online]. 2012 [cit. 2012-01-27]. News Releases. Dostupné z WWW: <http://www.nyse.com/press/1154686574106.html>

SECURITIES FRAUD & INVESTOR PROTECTION RESOURCE CENTER [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Legal Causes Of Action Against Brokers And Brokerage Firms. Dostupné z WWW: <http://www.securitieslaw.com/about/index.asp>

The University of Cincinnati College of Law [online]. 2012 [cit. 2012-01-23]. Rule 15c1-7. Dostupné z WWW: <http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule15c1-7.html>

U.S. Securities and Exchange Commission [online]. 2012 [cit. 2012-01-23]. CHURNING. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/answers/churning.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Administrative Proceeding File No. 3-14069 . Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/34-65124.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission [online]. 2012 [cit. 2012-01-26]. Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 2010. Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission [online]. 2012 [cit. 2012-01-25]. Administrative Proceeding File No. 3-14069 . Dostupné z WWW: <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/34-65124.pdf>

Abstrakt

Tato rigorózní práce analyzuje právní aspekty podnikání investičního zprostředkovatele. Právní úprava je konfrontována s praxí a jsou navrhována vhodná řešení. Jsou vymezeny základní pojmy investičního zprostředkování, jako jsou investiční zprostředkovatel či vázaný zástupce, a to v kontextu jejich vzájemných vztahů a povinností.

Rigorózní práce se zaměřuje na vztahy vznikající mezi investičním zprostředkovatelem a obchodníkem s cennými papíry. Zejména je analyzována relevance kontroly investičního zprostředkovatele ze strany obchodníka s cennými papíry.

Práce také popisuje nedostatky v požadavcích na žádající subjekty při procesu registrace investičního zprostředkovatele. Tento fakt má významné důsledky v praxi při podnikání investičních zprostředkovatelů.

Případný badatel v práci nalezne také analýzu současného dohledu (dozoru) nad kapitálovým trhem v ČR. Vymezena je také problematika postupů v rámci státní kontroly. Obsažena je také analýza vztahu správního řízení a státní kontroly.

Velká část práce se také zaměřuje na požadavek vynaložení odborné péče s akcentem na nadměrné obchodování, respektive churning. Rigorózní práce zahrnuje srovnání tuzemské legislativy a praxe s legislativou a praxí v USA. Jsou navržena řešení, která mají ambici eliminovat tyto neetické praktiky.

Na konci práce je zařazena problematika přípustnosti a nepřípustnosti pobídek. Tato oblast se stává v poslední době stále aktuálnější, a to díky zvýšenému zájmu regulátora o tuto problematiku. Práce obsahuje základní analýzu požadavků regulátora na poskytované pobídky. Vyjádřen je i vlastní názor na onu věc.

Abstract

This thesis analyzes the legal aspects of investment intermediary business. Legislation is confronted with the practice and appropriate solutions are proposed. In work are defined basic concepts of investment intermediation, such as investment agent or tied agent, in the context of their mutual relations and obligations.

Rigorous work focuses on the relationship of investment intermediary firms and brokerage firms. In particular, it examined the relevance of supervision by a trader in securities.

Work also described the lack of requirements for the registration of an investment intermediary firm. This fact has very important consequences in the practical business of an investment intermediary.

Potential researcher also can find analysis of the current supervision over the capital market in Czech Republic. The issue of practice under state control is also defined. In the work is also included the analysis of the relationship of administrative proceedings and state control.

Much of work is dedicated to the professional care with respect to excessive trading or churning. Rigorous work includes a comparison of domestic legislation and practice with the legislation and practice in the USA. Custom solutions are designed with ambition to eliminate this unethical practices.

At the end of the work is included the issue of admissibility and inadmissibility of incentives. This area has recently become more acute, due to increased regulatory interest in this issue. The work includes basic analysis of the regulator's requirements for provided incentives. In the thesis is also expressed my own view at this object.

Klíčová slova:

Investiční zprostředkovatel, vázaný zástupce, registrace investičního zprostředkovatele, dohled nad kapitálovým trhem, státní kontrola, odborná péče, nadměrné obchodování, churning, pobídky.

Key words:

Investment intermediary, tied agent, registration of investment intermediary firms, capital market supervision, state control, professional care, excessive trading, churning, incentives.