

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA**

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Vliv směrnice MiFID na kolektivní investování v České republice

**Impact of MiFID on Collective Investment Schemes
in the Czech Republic**

Konzultant: JUDr. Petr Kotáb

Zpracovatel: Mgr. Darina Lišuchová

Červen 2011

Prohlašuji, že jsem předkládanou rigorózní práci vypracovala samostatně za použití zdrojů a literatury, které jsou v ní řádně uvedeny. Prohlašuji dále, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Mgr. Darina Lišuchová

Abstrakt:

Předmětem rigorózní práce „Vliv směrnice MiFID na kolektivní investování v České republice“ je srovnání právní úpravy kolektivního investování před implementací směrnice MiFID a popis změn legislativy po její implementaci. Úvod je zaměřen na historii finančních trhů a kolektivního investování, včetně historie a vývoje legislativního rámce kolektivního investování na evropské úrovni.

Druhá část práce je zaměřena na analýzu právní úpravy kolektivního investování před implementací MiFID, popisuje vybraná ustanovení zákona o investičních společnostech a investičních fondech a návazných právních předpisů. Zmiňuje i některé mediálně známé kauzy vztahující se ke kolektivnímu investování, k jeho počátkům a vývoji.

V dalších částech této rigorózní práce autorka popisuje proces implementace směrnice MiFID do české legislativy, jakož i právní stav po implementaci MiFID. Autorka dále rozebírá jednotlivé oblasti úpravy – např. klasifikaci zákazníků, pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům, ochranu majetku zákazníka, práva a povinnosti regulátora, ochranu investorů a další. Důraz je kladen na dopad směrnice MiFID přímo na kolektivní investování.

Závěrečná část je zaměřena na zhodnocení pozitivních i negativních dopadů implementace směrnice MiFID do českého právního řádu a na výhledy v oblasti legislativy upravující kolektivní investování do budoucna, i s ohledem na nedávnou finanční krizi.

Abstract:

The subject elaborated upon in the thesis “Impact of MiFID Directive on collective investment schemes in the Czech Republic” consists of a comparison between legal regulation of collective investment schemes before MiFID implementation and a description of changes of legislation after the MiFID implementation. The introduction focuses on the history of financial markets and collective investment schemes, including history and development of legislative framework of collective investment schemes on the European level.

The second part focuses on an analysis of regulation of collective investment schemes before MiFID implementation, and describes selected provisions of the Act on Investment Companies and Investment Funds and subsequent regulations. It also highlights some of the well-known cases relating to the collective investment schemes, their origins and development.

In the following sections the author elaborates on implementation of MiFID into Czech legislation, as well as regulation after MiFID implementation. The author further analyses individual fields of regulation – e.g. client classification, rules of conduct towards clients, client’s assets protection, rights and obligations of the regulator, protection of investors, and others, with emphasis on the direct impact of MiFID on collective investment schemes.

The final part evaluates positive and negative impacts of MiFID implementation into the Czech legal order, and the outlook of new legislation regulating collective investment schemes into the future with consideration of recent financial crisis.

Poděkování:

Na tomto místě bych ráda poděkovala JUDr. Petru Kotábovi, který mně při psaní mé rigorózní práce vedl a svými připomínkami přispěl k jejímu zpracování. Dále bych ráda poděkovala Nikol Peschlové a Lukáši Damborskému za cenné rady a pomoc při zpracování některých specifických otázek a také své sestře Heleně Lišuchové za pomoc při obstarávání materiálů.

Obsah:

Úvod.....	7
1. Počátky a vývoj finančních trhů na našem území	14
2. Kolektivní investování v ČR před účinností MiFID	18
3. Proces implementace MiFID do českého práva.....	29
4. Kolektivní investování v ČR po implementaci MiFID.....	33
4.1 Organizační požadavky.....	33
4.1.1 Podmínky povolení a činnosti společnosti.....	33
4.1.1.1 Evropský pas a směrnice UCITS.....	35
4.1.1.2 Investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce.....	40
4.1.2 Požadavky na organizaci a provoz společnosti	45
4.1.2.1 Řídící a kontrolní systém	45
4.1.2.2 Řízení střetu zájmů	51
4.1.2.3 Outsourcing	63
4.1.2.4 Ochrana majetku zákazníků	65
4.1.2.5 Pravidla archivace a uchování dat	69
4.2 Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům.....	70
4.2.1 Kategorizace zákazníků	70
4.2.2 Pravidla komunikace se zákazníky	72
4.2.3 Zjišťování potřeb zákazníka při poskytování hlavní investiční služby	75
4.2.4 Podávání zpráv zákazníkům.....	76
4.3 Regulační požadavky	79
4.3.1 Informační povinnosti vůči České národní bance	79
4.3.2 Hlášení obchodů	79
4.4 Dohled nad finančním trhem.....	81
4.5 Ochrana investora	86
4.6 Centrální depozitář	93
5. Dopady finanční krize.....	96
Závěr	100
Seznam použité literatury:.....	107

Úvod

Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS (dále jen MiFID), byla přijata dne 21. dubna 2004. Jejím cílem bylo sjednotit prostředí na Evropských kapitálových trzích a připravit pro konečné investory harmonizovanější a následně i finančně méně nákladné prostředí. Přijetí směrnice MiFID znamenalo pro jednotlivé účastníky kapitálového trhu značné změny. Jednou z nejdůležitějších byla změna samotné podstaty vztahů mezi jednotlivými stranami – investory a jejich obchodníky, investičními bankami a centrální bankou.^{1, 2}

Historii MiFIDu odstartovala směrnice o investičních službách – Investment Services Directive (dále jen ISD), která byla přijata v roce 1993 a byla prvním legislativním předpisem, který se snažil o vytvoření jednotného evropského rámce investičních služeb. Tato směrnice setrvala dlouhou dobu ve stádiu příprav a byla v důsledku značných odlišností kapitálových trhů jednotlivých členských států politicky velmi kontroverzní. Státy byly povinny tuto směrnici implementovat do roku 1995, ne všechny však tento termín dodržely.³

Nejzávažnější odlišností mezi členskými státy bylo, že některé trhy cenných papírů koncentrovaly obchody s akciemi na jednom místě – burze cenných papírů, zatímco jiné povolily určitý stupeň soutěže mezi obchodními místy. Názorové rozdíly při přípravě směrnice mezi členskými státy vyústily v úpravu, která stanovila možnost volby mezi koncentrací a soutěží. ISD upravila také pravidla pro obchodování, nicméně omezila se pouze na velmi obecná ustanovení, která mohly členské státy doplnit o další požadavky.⁴

1 Ministerstvo financí ČR. Důvodová zpráva ke změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu v souvislosti s MiFID. Dostupné na www.mfcr.cz, 17. 4. 2007. [cit. 31. 1. 2010].

2 Česká národní banka. MiFID. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html [cit. 31. 1. 2010].

3 Informace v rámci celoevropské spolupráce při implementaci MiFID ve společnosti Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Březen 2007.

4 FSA. Background information. Dostupné na <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/mifid/background/index.shtml>, [cit. 31. 1. 2010].

ISD vůbec poprvé zavedla princip evropského pasu, neboli jednotné licence, která je založena na vzájemném uznávání regulace mezi orgány dohledu nad finančními trhy. Poskytovatel služeb, který získá licenci k podnikání v jednom členském státě, může volně poskytovat služby v jiných členských státech, a to pod dohledem svého domovského orgánu dohledu a za podmínek stanovených v domovské zemi. Odpadá tak podmínka získat licenci v jiných členských státech a operovat pod jejich pravidly. Tento princip je také aplikován na některé finanční produkty, jako jsou např. fondy kolektivního investování nebo cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaných trzích a veřejně nabízených v zemích EU. Čeští obchodníci tak podléhají pouze českým zákonům a dohledu České národní banky. Tento princip se recipročně uplatní na zahraniční poskytovatele investičních služeb, kteří mají jednodušší přístup na český kapitálový trh.⁵

V té době probíhal v EU Akční plán finančních služeb (Financial Services Action Plan – FSAP). Tento ambiciózní plán si dal za cíl nejen dokončit legislativní rámec pro fungování evropských finančních trhů, ale zavedl také nový, flexibilnější systém tvorby a aplikace evropského práva – tzv. Lamfalussyho proces. Výsledkem mělo být zmodernizování evropského regulatorního rámce a radikální prohloubení integrace evropských kapitálových a finančních trhů, postavené zejména na větší harmonizaci práva členských států a na rozšíření principu evropského pasu.⁶

Lamfalussyho proces v praxi znamená následující:

- první úroveň tvoří na úrovni EU rámcové směrnice, které stanoví obecné principy, na úrovni ČR zákony a vyhlášky;
- druhou úroveň tvoří na úrovni EU nařízení a směrnice, které upřesňují principiální pravidla. Nařízení jsou v členských státech přímo závazná, směrnice jsou transponovány do českého práva prostřednictvím zákonů a vyhlášek;
- na třetí úrovni jsou závazná doporučení ESMA, regulatorní a výkladové standardy, výměna informací a zkušeností mezi subjekty v rámci EU, spolupráce jednotlivých orgánů dohledu. Na národní úrovni se jedná o vyhlášky, úřední

5 Cavendish Group International Limited, Financial Solutions International, The MiFID Handbook 2006. Featuring contributions from: Goldman Sachs, European Commission, SWIFT, Reuters, FESE, BBA, Nordea, BdB, Euro-MTF. Published in association with the European Banking Federation, 2007.

6 Markets in Financial Instruments Directive – MiFID. Dostupné na <http://www.mifidirective.com/>, [cit. 20. 11. 2010].

sdělení, výkladová stanoviska ČNB, standardy a doporučení, harmonizovaná rozhodovací praxe;

- čtvrtou úroveň tvoří v rámci EU vynucování implementace a dodržování pravidel EU (peer review, expertní hodnocení), na národní úrovni jsou to aktivity Evropské komise ověřující a vynucující harmonizovanou implementaci.⁷

Protože bylo jasné, že ISD se nestane silným podnětem k evropské integraci trhů s cennými papíry, Evropská komise publikovala v listopadu 2000 Sdělení o aktualizaci ISD (93/22/EEC). Komise se vyslovila v tom smyslu, že ISD potřebuje modernizaci s cílem vyhovět požadavkům nového prostředí v oblasti trhu s cennými papíry. Tržní síly, umocněné jednotnou měnou, hnaly poptávku po integrovaném finančním trhu. Informační technologie způsobily převrat v obchodních praktikách a připravily tak cestu pro vznik nové generace poskytovatelů služeb.

Komise zahájila důkladný proces konzultací (včetně Sdělení), který zahrnoval tři kola a trval od listopadu 2000 do poloviny roku 2002. V červenci 2001 Komise publikovala své Předběžné cíle (Preliminary Orientations) a v březnu 2002 druhé Sdělení. V důsledku tohoto konzultačního procesu se Komise usnesla, že je nutné přijmout novou Směrnici o finančních trzích (MiFID), která by upravovala následující oblasti: zdokonalení pasu pro investiční firmy, rozšíření služeb a produktů upravených směrnicí, posílení úpravy obchodních činností, odstranění pravidel koncentrace obchodů na jednom místě, zvýšení požadavků na transparentnost a zesílení regulované přeshraniční spolupráce.

Nejkontroverznějším ustanovením bylo odstranění pravidel pro koncentraci obchodů a požadavky na transparentnost. Státy, které uplatňovaly koncentraci, trvaly na tom, že pokud by toto pravidlo mělo být odstraněno, pak musí být zavedena přísná pravidla pro transparentnost, a naopak, státy, které již uplatňovaly soutěžní principy, neviděly

⁷ Husták, Zdeněk. Přednáška MiFID: Dohled, regulace a ochrana. Seminář Právo bankovních institucí a legislativa v investičních službách organizovaný Institute for International Research. Praha. 14. 4. 2011.

nutnost pro zavádění transparentnosti před uzavřením obchodu (pre-trade transparency) a považovaly transparentnost po uzavření obchodu (post-trade) za dostačující.⁸

Tato rozdílná hlediska byla diskutována v rámci Evropské bankovní federace (dále jen FBE). Její odpověď Komisi na Sdělení byla v tom smyslu, že od účinnosti ISD již neexistuje potřeba pro uplatňování pravidla koncentrace a že detailní nařízení transparentnosti, zejména s ohledem na rychlý vývoj na evropských finančních trzích není nutné a mohlo by dokonce být kontraproduktivní.⁹

V září 2002 Komise představila návrh směrnice MiFID, který rušil pravidlo koncentrace, ale zachoval silný princip transparentnosti po uzavření obchodu (post-trade transparency). Na návrh Itálie však bylo během projednávání do směrnice včleněno ustanovení zavádějící povinnost transparentnosti před uzavřením obchodu pro investiční společnosti obchodující na vlastní účet. Návrh byl publikován 19. listopadu 2002. První čtení v Evropském parlamentu proběhlo v září 2003, druhé čtení a schválení směrnice pak 21. dubna 2004. 30. dubna 2004 byla směrnice MiFID publikována v Úředním věstníku. Implementace do národních právních řádů měla proběhnout do dvou let, následně byl ale termín posunut do konce roku 2007.¹⁰

Směrnice MiFID radikálně změnila poskytování investičních služeb a obchodování s finančními nástroji v celé EU. Základním cílem této směrnice bylo zjednodušení a podpora přeshraničního poskytování služeb a zvýšení konkurence mezi obchodníky s cennými papíry, bankami i samotnými trhy. To vše při zajištění vysoké ochrany investorů a transparentnosti trhu.

MiFID oproti předchozí směrnici ISD rozšířil sféru své působnosti jak na služby, tak na investiční nástroje.¹¹ Podílové listy/akcie fondů kolektivního investování byly regulovány již směrnicí ISD. V průběhu konzultací směrnice MiFID probíhala řada diskusí, zda kolektivní investování zahrnout pod MiFID či ponechat úpravu pouze na UCITS směrnici (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

⁸ FSA. Background information. Dostupné na

<http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/mifid/background/index.shtml>, [cit. 31. 1. 2010].

⁹ European Banking Federation. Dostupné na <http://www.ebf-fbe.eu/>, [cit. 20. 11. 2009].

¹⁰ Compliance Journal – Revue pro otázky compliance, 02/2007, vydává Complex, s.r.o. Praha. 2007.

¹¹ Jennings, Mike. Bankovnictví. MiFID – Are you within the scope? Who would fall under MiFID? 15. 12. 2006. Dostupné na http://www.deloitte.com/view/en_CZ/cz/industries/fsi/issues-trends/mifid/20e33b531a2fb110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm [cit. 31.1.2011].

Directives 2001/107/EC a 2001/108/EC). Protože je investiční společnost spravující podílový fond první linií obrany vůči investorovi, měla by být subjektem odpovídající regulace, aby bylo zajištěno, že plní povinnosti, které má vůči investorům a podílníkům.¹²

Směrnice MiFID bohužel nastavila úpravu kolektivního investování poněkud nejasně. Podle článku 2 odst. 1, písm. h) jsou subjekty kolektivního investování (collective investment undertakings) z působnosti MiFID vyňaty. Ovšem článek 4 odst. 1 odrážka 17 a Příloha I část C směrnice definuje podílové listy/akcie jako finanční instrumenty, které pod MiFID spadají. Toto nejednoznačné vymezení by způsobilo problémy při přeshraničním poskytování investičních služeb na základě evropského pasu.

Distribuci cenných papírů kolektivního investování lze však podřadit pod hlavní investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů ve smyslu ustanovení § 4 odst. 2 písm. a) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“). Tato skutečnost je výslovně potvrzena v Úředním sdělení Evropské komise, str. 5: „Touto službou (rozuměj přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů) je i zprostředkování koupě podílových listů (či obdobných cenných papírů) vydávaných standardním fondem (nebo obdobným fondem kolektivního investování otevřeného typu) zákazníkům.“¹³

Na úrovni české legislativy je úprava následující: při poskytování služeb přímo souvisejících s kolektivním investováním se investiční společnost neřídí ZPKT, ale zákonem o kolektivním investování č. 189/2004 Sb. (dále jen „ZKI“). Pokud však investiční společnost poskytuje investiční služby podle § 15 odst. 3 a 4 ZKI, považuje se za poskytovatele investičních služeb, který musí splňovat požadavky směrnice MiFID, zejména požadavky týkající se pravidel jednání se zákazníky, vedení deníku obchodníka, odbornosti osob, pomocí kterých společnost vykonává své činnosti, a informační povinnosti (s výjimkou hlášení obchodů). V souvislosti s výše uvedenou investiční službou je investiční společnost dále povinna zavést pravidla pro výkon činnosti obchodníka s cennými papíry jinou pověřenou osobou a pravidla pro ochranu majetku zákazníka. Vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného

¹² European Commission. Draft Working Paper DG Markt D4. ESC Discussion Paper, UCITS review. 3. 3. 2005. [cit. 2. 2. 2010].

¹³ Husták, Zdeněk. Přednáška: MiFID: Dohled, regulace a ochrana. Seminář Vliv směrnic EU na národní legislativu. Institute for International Research. Praha. 14. dubna 2011. [cit. 2. 5. 2011].

podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu, se vztahuje pouze na kolektivní investování investičních společností, činnosti podle § 15 odst. 3 a 4 ZKI jsou upraveny ve vyhlášce č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb.¹⁴

Zákazníci a investoři profitují z nových pravidel, která jim nabízí vysoký a moderní standard ochrany a informovanosti. Poprvé se tak na evropské úrovni sjednotila pravidla provádění pokynů (best execution, client order handling). Například pro pokyny drobných zákazníků musí obchodníci hledat taková obchodní místa, která jim nabídnou nejlepší podmínky ve vztahu k ceně finančního nástroje a nákladů na jeho obchodování.¹⁵

V důsledku směrnice MiFID je regulace obchodníků s cennými papíry v rámci Evropského hospodářského prostoru do značné míry sjednocena a právní úprava ochrany investorů a jejich majetku je téměř shodná ve všech členských státech. Jednotnou aplikaci směrnice MiFID kontroluje Výbor evropských dohledových orgánů (Committee of European Securities Regulators – CESR, od 1. ledna 2011 ESMA – European Securities and Markets Authority), který publikuje metodiky, jež dále působí směrem ke sjednocování přístupu k aplikaci evropských norem.¹⁶

Díky směrnici MiFID nastala zvýšená konkurence mezi regulovanými trhy - burzami a jinými obchodními systémy, zejména vícestrannými obchodními systémy (MTFs), které mohou být provozovány jak burzami, tak obchodníky s cennými papíry. Obchodníci mohou dále nově využít možnosti „systematicky internalizovat“ pokyny svých klientů, což znamená, že budou moci ve větší míře provádět pokyny obchodování na vlastní účet. Tato situace však znamenala potenciální problém tříštění informací, protože by pokyny nebyly koncentrovány na jednom místě. Problém byl ve vztahu k akciím přijatým k obchodování na regulovaných trzích vyřešen tak, že všechny tři typy obchodních systémů – regulované trhy, MTFs a internalizátoři, podléhají podobným

14 Česká národní banka. Odůvodnění vyhlášky, kterou se mění vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyhlasaky/download/oduvodneni_vyhlasaka_283_2008.pdf. [cit. 4. 3. 2010].

15 European Commission, White Paper, Financial Services Policy 2005-2010. Dostupné na http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf. [cit. 4. 3. 2010].

16 ESMA. European Securities and Markets Authority. <http://www.esma.europa.eu/> [online]. [cit. 4. 3. 2010].

požadavkům na zveřejňování informací v před a po obchodní fázi (pre- and post-trade transparency).

Další důležitou novinkou bylo rozšíření definice finančních nástrojů a investičních služeb. Obchodníci tak mohou poskytovat přeshraniční služby ve vztahu k téměř všem formám finančních, komoditních a jiných derivátů. Kromě výše uvedeného směrnice MiFID zařadila investiční poradenství k hlavním investičním službám a finanční analýzu k vedlejším investičním službám, přidala komoditní deriváty k finančním instrumentům, zavedla detailnější požadavky na provozování obchodních aktivit včetně nových aktivit s ohledem na konflikt zájmů a best execution, posílila vymáhání pravomocí regulátorů a sdílení informací.¹⁷

O výše uvedených změnách bude pojednáno podrobněji v dalších částech této práce. Při zpracování autorka vycházela z volně dostupných materiálů, jejichž seznam je uveden na konci práce, jakož i z její téměř sedmileté praxe v oblasti finančních trhů a zkušeností s přímou implementací směrnice MiFID v rámci společnosti Credit Suisse a uplatňování směrnice MiFID ve společnosti ING Investment Management. Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. měla licenci k obhospodařování podílových fondů, jakož i k obhospodařování majetku zákazníka na základě smlouvy. ING Investment Management CR, a.s. má statut obchodníka s cennými papíry a svou činnost vykonává na základě licence na obhospodařování majetku zákazníka.

Při psaní rigorózní práce vycházela autorka jak z úpravy v zákoně o kolektivním investování, tak ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu a z dalších relevantních zákonů a podzákoných norem. Kromě těchto zdrojů autorka využila i interní předpisy společností, ve kterých pracovala a na jejichž přípravě se v rámci své pracovní činnosti podílela. Téma MiFID a kolektivní investování, ačkoli na první pohled není přímá souvislost zjevná, autorka zvolila záměrně s cílem blíže prozkoumat oblasti, kde se kolektivní investování řídí stejnými pravidly jako poskytování investičních služeb obchodníky s cennými papíry.

17 Compliance Journal – Revue pro otázky compliance, 02/2007, vydává Complex, s.r.o. Praha. 2007. [cit. 6. 3. 2010].

1. Počátky a vývoj finančních trhů na našem území

Bez kapitálových trhů si dnes lze jen stěží představit fungování vyspělých ekonomik. Počátky obchodování s cennými papíry sahají již do 12. - 13. století. Prvními obchodníky s cennými papíry se stali italští kupci, kteří na předem určených místech směňovali krátkodobé cenné papíry za peníze. K založení první burzy došlo v roce 1531 v Antverpách a posléze byly zakládány burzy i v dalších evropských městech. Obchodování na těchto burzách se zpravidla omezovalo na dluhopisy, akcie přibýly na organizovaný trh na počátku 17. století v Holandsku. Cenné papíry kolektivního investování vznikly až o více než dvě století později, kdy byly v polovině devatenáctého století ve Francii a Skotsku založeny první investiční fondy.

Do stejné doby lze zařadit i utváření našich kapitálových trhů. V roce 1855 byla ve Šlikově paláci na Národní třídě v Praze založena prozatímní burza a v roce 1871 vznikla Pražská bursa pro zboží a cenné papíry. Český burzovní trh se však zrodil do dramatického období. V průběhu následujícího století bylo obchodování zastaveno v důsledku první světové války a po jeho obnovení trh hluboce zasáhlo zhroucení burzy v New Yorku následované globální hospodářskou krizí. Druhá světová válka opět přerušila chod burzy a její opětovné otevření mělo jen krátké trvání do příchodu centrálně plánovaného hospodářství.¹⁸

Raná fáze rozvoje českých kapitálových trhů byla těsně spjata s politikou kupónové privatizace, kdy se nově vznikající akciový trh stal instrumentem její realizace. Po založení Burzy cenných papírů v roce 1992 bylo na akciový trh uvedeno skoro dva tisíce veřejně obchodovatelných cenných papírů společností participujících v kupónové privatizaci.¹⁹

Do doby kupónové privatizace spadá také počátek českého kolektivního investování. Fondy se v průběhu privatizace staly řešením pro nezkušené investory, kteří nechtěli investovat své prostředky do některé z privatizovaných společností přímo. První vlny privatizace se zúčastnilo více než 400 fondů, které získaly přibližně 73 % celkového

18 Finance.cz [online]. Letmý pohled do historie. Finance media a.s. Dostupné na <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/historie/>. [cit. 7.9.2009].

19 Król, Jiří. Ministerstvo financí ČR, odbor Analýzy a rozvoje finančního trhu. Vliv evropské integrace na vývoj kapitálových trhů v ČR.

majetku přiděleného pro první vlnu, ve druhé vlně připadlo 353 fondům 65 % privatizovaného majetku. Zatímco první vlny kupónové privatizace se směly zúčastnit pouze investiční fondy, které měly formu akciové společnosti, ve druhé vlně již směly participovat i podílové fondy, tedy subjekty bez právní subjektivity.²⁰ Podílové fondy měly v privatizaci podíl na majetku pouze 22 %.

V průběhu času se ukázalo, že drtivá většina těchto společností nemá předpoklady k dlouhodobému působení na veřejných trzích. Došlo ke skupování majoritních podílů a koncentraci vlastnictví v privatizovaných podnicích, které bylo provázeno netransparentními obchodními praktikami. V této době se dostal do povědomí lidí termín „tunel“, neboť na mnoho fondů byla uvalena nucená správa, na některé byl vyhlášen konkurz a byly následně zlikvidovány.²¹

Protože tyto procesy probíhaly v prostředí ještě nedokonalého právního a regulatorního rámce, byla důvěra investorů (zejména zahraničních) v akciové trhy do značné míry otřesena. Druhá polovina devadesátých let tak znamenala pro český kapitálový trh stagnaci.

Státní orgány reagovaly na vzniklou situaci postupným zpřesňováním a zpřísnováním legislativy a posilováním dohledu nad kapitálovým trhem. V roce 1998 byla založena Komise pro cenné papíry jako nezávislý orgán dohledu a regulace kapitálového trhu. K 1. dubnu 2006 došlo k integraci dohledu nad finančním trhem do České národní banky, čímž ČNB převzala agendu Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizovým dohledem a dohledem nad institucemi elektronických peněz.²²

Po dokončení privatizace se stabilizoval počet subjektů a došlo k ozdravení jejich finanční situace. Pražská burza v roce 1998 zavedla obchodní systém SPAD, který

20 Finance.cz [online]. Historie kolektivního investování. Finance media a.s. Dostupné na <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/historie/>. [cit. 7.11.2010].

21 Šedivá, Blanka. Přednáška kolektivní investování. Dostupné na http://home.zcu.cz/~sediva/kpt/pred_11.pdf. [cit. 7.11.2010].

22 Komise pro cenné papíry. Informace Komise pro cenné papíry zasláná společnosti Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s., květen 2006.

zajišťoval prostřednictvím market makerů obchody s vybranými nejlíkvnějšími tituly. Tento systém si rychle získal důvěru investorů.²³

Na přelomu tisíciletí byla ukončena fáze zrodu českého kapitálového trhu. Do té doby také spadá výraznější rozvoj podílových fondů, v roce 2001 byla přijata novela zákona o investičních společnostech a investičních fondech, která umožnila působení zahraničních fondů kolektivního investování na území České republiky na základě povolení Komise pro cenné papíry.

Zároveň byla nastartována fáze konvergenční, kdy Česká republika musela před vstupem do EU transponovat celé *acquis communautaire* týkající se finančních trhů. Mezi tím ale docházelo v EU k realizaci Akčního plánu finančních služeb (viz. výše). Jak bylo zmíněno výše, výsledkem mělo být zmodernizování evropského regulatorního rámce a pokud ne dokončení, tak alespoň radikální prohloubení integrace evropských kapitálových a finančních trhů, postavené zejména na větší harmonizaci práva členských států. Rok 2004 se stal zlomovým rokem v oblasti českého kolektivního investování, kdy došlo ke snížení daní u fondů, zvýšení ochrany investorů a rozšíření nabídky fondů i investičních možností.²⁴

Česká republika při vstupu do EU přistupovala do prostředí přibývajících evropské legislativy a dynamicky se měnícího trhu, který reagoval na odstraňování bariér mezi členskými státy. V ČR tak dochází k formální integraci do EU – to se projevuje zejména transpozicí práva EU a adaptací lokálních subjektů trhu na tuto situaci, a zároveň v současné integraci do entity, která sama prochází procesem radikální reformy a u níž dochází k celkovému prohlubování jednotného trhu. Pozitivním faktem bylo, že po stagnaci z let 2000 - 2003 nastoupil silný ekonomický růst a stoupala aktivita na domácích a globálních kapitálových trzích. Na českém kapitálovém trhu došlo k prvním primárním emisím – Zentiva, Orco, ECM, Pegas Nonwovens nebo AAA.²⁵

23 Król, Jiří. Vliv evropské integrace na vývoj kapitálových trhů v ČR, 1. října 2010.

24 Erbenová, Michaela. Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky. Příspěvek do Sborníku konference VŠFS „Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor“, 14. a 15. 6. 2005. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/erbenova_20050614_regulator_konference_VSFS.pdf. [cit. 19. 10. 2009].

25 Česká bankovní asociace. Výroční zpráva České bankovní asociace, 2006 – 2007. [cit. 19. 10. 2009].

1. listopadu 2007 měla na území celé EU vstoupit v platnost směrnice MiFID. V České republice byla implementace opožděna a MiFID vstoupil v ČR v platnost až 1. ledna 2008.

2. Kolektivní investování v ČR před účinností MiFID

Jak již bylo zmíněno výše, rozvoj kolektivního investování nastal v souvislosti s kupónovou privatizací. V tomto období postupně docházelo ke zdokonalování právní úpravy kolektivního investování. Prvotním počinem legislativní úpravy této oblasti byl zákon o investičních společnostech a investičních fondech č. 248 z roku 1992 (dále jen „ZISIF“), v roce 2004 byl přijat zákon o kolektivním investování č. 189/2004 (dále jen „ZKI“). Tato právní úprava umožnila v oblasti kolektivního investování podnikání dvou subjektů, a to investičních společností a investičních fondů.

Již ZISIF pevně vymezil předmět podnikání investiční společnosti a investičního fondu pouze na kolektivní investování. Investiční fond je definován jako právnická osoba s předmětem podnikání kolektivní investování. Investiční fond se v základních parametrech řídí obchodním zákoníkem. Předmět podnikání není možné v průběhu existence a činnosti změnit, přičemž tento fond je možné založit pouze na dobu určitou, která musí být stanovena ve statutu fondu. Obchodní firma musí obsahovat označení „uzavřený investiční fond“. Povolení k zahájení činnosti vydávala Komise pro cenné papíry. Z důvodu ochrany investorů je zakázáno omezení převoditelnosti akcií, vydávání zatímních listů, prioritních akcií a dluhopisů, fond také nesmí uzavírat smlouvu o převodu zisku či smlouvu ovládací.

Investiční společnost je podle ZISIF právnická osoba, jejímž předmětem podnikání je také kolektivní investování, které spočívá buď ve vytváření a obhospodařování podílových fondů nebo v obhospodařování investičních fondů, a to na základě smlouvy o obhospodařování. Investiční společnost může mít pouze formu akciové společnosti. Stejně jako investiční fond, i investiční společnost potřebuje povolení Komise pro cenné papíry. Avšak na rozdíl od investičního fondu je toto povolení vydáváno na dobu neurčitou.

Investiční společnost může obhospodařovat i podílové fondy jiné společnosti, a to na základě smlouvy o obhospodařování. Kromě toho může také na základě povolení regulátora obhospodařovat majetek individuálních investorů.

ZISIF stanovil, že investiční společnost získává prostředky od investorů vydáváním podílových listů k jednotlivým podílovým fondům, které spravuje. K vytvoření

podílového fondu potřebuje investiční společnost povolení od Komise pro cenné papíry. O toto povolení žádá investiční společnost, protože podílový fond nemá právní subjektivitu. Podílový fond je souborem majetku, který patří všem podílníkům tohoto fondu, a to v poměru podle vlastněných podílových listů. Zvláštní předpisy pak upravují podmínky, které musí investiční společnost splnit při obhospodařování podílových fondů, jako je např.:

- ochrana investorů – vedení majetku jednotlivých podílových fondů odděleně od majetku společnosti;
- organizační uspořádání – osoby vykonávající jednotlivé činnosti v investiční společnosti musí být nezávislé. Jedná se o to, že funkce portfolio manažera musí být vykonávána jinou osobou, než je administrátor portfolia atd. Již ZISIF a navazující prováděcí předpisy přesně vymezily neslučitelnost funkcí. Stejně tak musí být nezávislou osobou compliance officer, který kontroluje dodržování zákonů a veškerých interních předpisů a postupů stanovených v souladu s legislativou. Aby se zamezilo chybě nebo zneužití pravomoci, je nutné při vykonávání jednotlivých činností dodržovat princip čtyř očí – jeden pracovník úkon vykoná, druhý ho zkontroluje.

Podílový fond může mít buď formu otevřeného, nebo uzavřeného podílového fondu. Otevřený podílový fond nemá omezený počet účastníků ani dobu trvání. Naopak uzavřený podílový fond může být založen pouze na dobu maximálně 10 let a neodkupuje zpět podílové listy svých podílníků. Ti je tak mohou pouze prodat třetím osobám.

Podílový list je cenný papír, který vyjadřuje podíl jeho vlastníka na majetku podílového fondu. S podílovým listem je spojeno právo na zpětný odkup na žádost podílníka, na vyplacení podílu na zisku z hospodaření fondu a podíl při případné likvidaci fondu. Podílový list musí obsahovat název podílového fondu, jmenovitou hodnotu, formu, datum vydání nebo emise. V případě listinného podílového listu také číselné označení podílového listu a podpisy osob oprávněných jednat jménem společnosti.

Podílové fondy se dělí na standardní a speciální fondy kolektivního investování. Standardní fondy plně odpovídají požadavkům práva Evropských společenství, konkrétně směrnici 85/611/EHS, tzv. UCITS směrnici. UCITS fondy jsou vždy

otevřené podílové fondy a mohou působit ve všech zemích EU na základě evropského pasu.

Speciální fondy nespĺňují požadavky směrnice UCITS a jsou upraveny specificky v zákoně o kolektivním investování. Jedná se například o speciální fond fondů, fond kvalifikovaného investora nebo nemovitostní fondy, které však byly zavedeny do našeho právního řádu později, až novelou zákona o kolektivním investování z roku 2005.

Podle typu instrumentů, do kterých fond investuje, výnosu a rizika se fondy dělí dále na:

- fondy peněžního trhu, které investují do krátkodobých dluhopisů nebo využívají termínovaných vkladů. Tyto fondy jsou nejméně rizikové s nižším výnosem;
- dluhopisové fondy, které investují do středně a dlouhodobých dluhopisů, riziko je střední;
- smíšené fondy, které investují jak do akcií, tak do dluhopisů a nástrojů peněžního trhu, mají dlouhodobý investiční horizont a vyšší investiční riziko;
- akciové fondy jsou nejrizikovější, ale také mají nejvyšší výnosy.²⁶

Tehdejší právní úprava ještě neobsahovala takovou míru ochrany investora, jako je tomu dnes, po implementaci MiFID a následných evropských předpisů. Avšak již ZISIF obsahoval ustanovení, že investiční společnost je povinna dávat přednost zájmům podílníků fondů, jejichž majetek spravuje, před zájmy vlastními a zájmy svých společníků, zaměstnanců, členů představenstva a dozorčí rady. Dále ZISIF stanovil, že společnost nesmí z obhospodařovaného majetku poskytovat půjčky ani dary, ani jej používat k úhradě závazků, které s činností spojenou s obhospodařováním tohoto majetku bezprostředně nesouvisí. Odpovědnosti za způsobenou škodu se společnost nemohla zprostit (§ 5a odst. 3 – 6 ZISIF).

§ 14 ZISIF stanovil pravidla pro obhospodařování majetku v podílovém fondu investiční společnosti. Odstavec 2 tohoto paragrafu stanovil, že společnost nesmí

²⁶ Bakeš/Karčíková/Kotáb/Marková a kolektiv. Finanční právo. 5. upravené vydání, C.H.Beck. 2009. Kapitola XXII. Subjekty finančního trhu, str. 454 - 472.

operace v podílovém fondu provádět prostřednictvím majetkově nebo personálně propojené osoby. Část šestá ZISIF byla celá věnována ochraně podílníků a akcionářů.

Ani tato ochranná ustanovení však nedokázala zabránit zneužití informací a postavení v obchodním styku (tunelování) manažery mnoha fondů, okradení jejich akcionářů či podílníků a tím i poškození pověsti rozvíjejícího se finančního trhu v České republice jak doma, tak zejména v zahraničí. Zajímavou otázkou je, zda by této činnosti mohla zabránit v současnosti platná právní úprava vycházející z MiFIDu, pokud by v té době již byla v platnosti. Je samozřejmé, že v průběhu let se vyvíjela nejen úprava v oblasti kolektivního investování, ale i v ostatních oblastech práva, v tomto případě zejména práva obchodního. Autorka se zaměřila striktně na oblast úpravy kolektivního investování, protože rozsah a téma rigorózní práce nedává prostor k širší právní analýze.

Trestná činnost spojená s investičními fondy způsobila škodu v řádech stovek miliónů až miliard korun.²⁷ Autorka by na tomto místě považovala za užitečné připomenout některé příklady.

Nejznámější kauzou je bezesporu případ Harvardských fondů, jejichž podílníkům byla způsobena škoda 16 miliard korun. Prezident Harvardských fondů VK a jeho spolupracovník BV podle obžaloby v letech 1995 – 1997 převáděli majetek z Harvardských investičních fondů a Sklo Unionu Teplice. Oba byli obviněni z podvodu a porušování povinností při správě cizího majetku a jsou stíháni jako uprchlí.²⁸

V případě KTP Quantum, zkrachovalého náhodského obchodníka s cennými papíry, vylákali manažeri této společnosti od klientů 3,5 miliardy korun.

CS Fondy – způsobená škoda činí 1,39 miliard korun. V únoru 2007 pražský soud definitivně odsoudil čtyři obžalované za podvod. Odsouzení se v roce 1997 podíleli na pochybném převodu majetku CS Fondů v hodnotě přes 1,23 miliard korun. Za tento majetek fond získal téměř bezcenné akcie.

V případě Private Investors byl obviněn ze zpronevěry bývalý prokurista a dva spolumajitelé společnosti. Jsou podezřelí z toho, že obchodovali s americkými cennými

27 ČTK. Nejznámější vytunelované investiční fondy. 19. 8. 2008. Dostupné na <http://www.penize.cz/investice/43614-nejznamnejsi-vytunelovane-investicni-fondy>. [cit. 21. 1. 2011].

28 Tamtéž.

papíry za peníze asi 3 000 klientů bez jejich vědomí. Společnost Private Investors oznámila úpadek v květnu 2001, v červnu vstoupila do konkursu.

V kauze Progres Invest vylákali zakladatelé této firmy pod slibem až dvacetinásobného zhodnocení nejméně půl miliardy od zhruba 21 000 klientů.²⁹

Autorka považuje za užitečné zmínit zde podrobněji kauzu CS fondů, protože názorně ukazuje na nedostatečná legislativní opatření v době po kupónové privatizaci. Kauza CS fondů začala v únoru 1997, kdy tuto firmu koupila ruská firma KosMos. Nedlouho poté byl celý majetek fondů, 1,2 miliardy korun, převeden na účet makléřské firmy UMANA u Plzeňské banky. UMANA za to CS fondům prodala údajně lukrativní akcie podniku Drůbež Příšovice. Na základě údajů z obchodního rejstříku měla společnost Drůbež Příšovice zapsáno ke dni 27. června 1996 710 kusů akcií na majitele ve jmenovité hodnotě 500.000 Kč³⁰, což dohromady znamená základní jmění v hodnotě 335.000.000 Kč. Z Plzeňské banky byly peníze okamžitě převedeny do pražské pobočky rakouské banky Girocredit a následně na několik účtů firem ve Švýcarsku, USA, Lichtenštejnsku a na Gibraltar.

Převodu těchto prostředků do zahraničí mohl zabránit tehdejší šéf Finančně analytického útvaru ministerstva financí (dále jen „FAÚ“), který měl na starosti sledování podezřelých převodů peněz. Na odeslání podezřelého objemu peněz jej upozornila banka Girocredit, přes jejíž účty byly peníze odesílány. Z odůvodnění v rozsudku Nejvyššího soudu ČR, ze dne 28. 3. 2006 vyplývá, že Finančně analytický útvar (dále jen „FAÚ“) obdržel od banky Girocredit v pátek 7. 3. 1997 po poledni oznámení o neobvyklém obchodu – platební příkaz na převod částky 1.232.010.000 Kč do zahraničí za nákup akcií Družstvo Příšovice k tíži CS podílových fondů. Na základě tohoto oznámení Ministerstvo financí ČR pozastavilo provedení platebního příkazu a využilo prodloužení lhůty dané zákonem na celkem 72 hodin. V úterý 11. 3. 1997 bylo bance Girocredit oznámeno, že FAÚ oznámení nepodal, neboť z dotazu na Ministerstvo

29 ČTK. Nejznámější vytunelované investiční fondy. 19. 8. 2008. Dostupné na <http://www.penize.cz/investice/43614-nejznamnejsi-vytunelovane-investicni-fondy>. [cit. 21. 1. 2011].

30 Ministerstvo spravedlnosti ČR. Obchodní rejstřík a sbírka listin. Dostupné na <http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?sysinf.vypis.CEK=226914&sysinf.vypis.rozsah=uplny&sysinf.@typ=transformace&sysinf.@strana=report&sysinf.vypis.typ=XHTML&sysinf.vypis.klic=bfa0521c0793774fcc908a314e6aef68&sysinf.spis.@oddil=B&sysinf.spis.@vlozka=1635&sysinf.spis.@soud=Krajsk%FDm%20soudem%20v%20%DAst%ED%20nad%20Labem&sysinf.platnost=21.01.2011>. [cit. 21. 1. 2011].

spravedlnosti ČR útvar zjistil, že předmětná lhůta běží i v době pracovního klidu, čímž došlo k jejímu překročení. Z těchto důvodů provedla banka transfer finančních prostředků již před vypršením prodloužené lhůty a v důsledku toho došlo ke snížení hodnoty podílových listů CS fondů.³¹

Fondy poté skončili v nucené správě, následně je ještě v roce 1997 převzala investiční společnost AKRO, včetně všech soudních sporů. Bývalé CS fondy byly transformovány do nynějších otevřených podílových fondů AKRO. Po úpadku Plzeňské banky byla investiční společnost AKRO soudem uznána pohledávka ve výši 2,1 miliardy korun. Tato pohledávka vznikla tím, že Plzeňská banka v roce 1997 zanedbala svou funkci depozitáře bývalých CS Fondů a umožnila tak odčerpání prostředků z fondu do zahraničí.³²

V případě byli odsouzeni: JM, tehdejší majitel firmy UMANA, který tento obchod zprostředkoval, VN, druhý jednatel firmy UMANA, TR, makléř firmy UMANA, VJV, předseda představenstva CS fondů, který sloužil skupině jako bílý kůň.³³

Případ však pokračoval dál a byly obviněny další osoby. Celý podvod údajně připravili bývalí šéfové zaniklé finanční skupiny Motoinvest a členové představenstva Plzeňské banky PT a JD, EF a JN z představenstva CS Fondů a jednatel firmy Crassus PM.³⁴

V roce 2009 soud rozhodl, že stát nemusí platit investiční společnosti AKRO miliardu korun, o které ho společnost žalovala kvůli nesprávnému úřednímu postupu notáře při vyhotovení notářského zápisu. Ministerstvo financí mělo zaplatit za to, že v roce 1997 nezastavilo převod peněz podílníků fondů do zahraničí a nezabránilo tak největšímu podvodu v dějinách českého bankovníctví.³⁵ AKRO ihned podala dovolání k Nejvyššímu soudu v Brně. (č.j.: 35Co 379/2005-544). Podle informací dostupných na

31 Nejvyšší soud ČR. Rozhodnutí NS 23 Cdo 4119/2007. Dostupné na

http://www.nsouid.cz/JudikaturaNS_new/judikatura_prevedena2.nsf/WebSearch/37757E8BB84C3AFAC1257810003545F9?openDocument. [cit. 16. 1. 2011].

32 Cianews.cz. Akro prodává miliardovou pohledávku za Plzeňskou bankou. 27. 5. 2003. Dostupné na <http://zpravy.kurzy.cz/68793-akro-prodava-miliardovou-pohledavku-za-plzenskou-bankou/>. [cit. 16.1.2011].

33 Pokorný, Marek. Ihned.cz. Kvůli tunelu CS fondů jde před soud úředník, který mohl krádeži zabránit. Dostupné na <http://domaci.ihned.cz/c1-38233150-kvuli-tunelu-cs-fondu-jde-pred-soud-urednik-ktery-mohl-kradezi-zabranit>. [cit. 16.1.2011].

34 Urbánek, Vladimír. Soud uzavřel kauzu CS Fondů tresty na 21 let. 28. 2. 2007. Dostupné na <http://zpravy.kurzy.cz/130855-soud-uzavre-kauzu-cs-fondu-tresty-na21-let/>, [cit. 16.1.2011].

35 ČTK. Česko nebude platit miliardu za vytunelované CS fondy. 3. 9. 2009. Dostupné na <http://e15.cz/domaci/udalosti/stat-podle-nemusi-zaplatit-is-akro-miliardu-za-cs-fondy>. [cit. 16. 1. 2011].

stránkách společnosti AKRO (ke dni 3. 6. 2011) bylo toto dovolání předáno dne 17. 1. 2011 jinému soudci, který dosud ve věci nerozhodl.³⁶

Nyní autorka podrobněji rozebere jednotlivé kroky a tomu odpovídající porušení právních předpisů. Tím, že byl schválen převod finančních prostředků za akcie Drůbež Příšovice, což byly nelikvidní a veřejně neobchodovatelné akcie, které fondy nesměly kupovat, došlo k porušení § 17 odst. 1 písmeno e) ZISIF, který stanovil, že majetek ve fondu může být tvořen pouze veřejně obchodovatelnými akciemi.

Současně byl porušen i § 17a ZISIF, který stanovil pravidla odborné péče při obhospodařování fondů. Konkrétně nebyla dodržena následující ustanovení:

- odst. 1 – fond je povinen koupit cenný papír jen za nejnižší cenu, za kterou by jej bylo možné při vynaložení odborné péče koupit. K tomu nedošlo, CS fondy koupily akcie Drůbež Příšovice za nesmyslně vysokou cenu 1,2 miliardy korun;
- odst. 2 písmeno b) – jednající osoby jednájí čestně, odpovědně a ve prospěch akcionářů či podílníků obhospodařovaných fondů;
- odst. 2 písmeno c) – jednající osoby veškeré obchody provádějí za nejlepších podmínek (cena, termíny, úrokové sazby, úvěrová rizika apod.), které jsou prokazatelně doloženy;
- odst. 2 písm. e) – dokumentují způsob provedení obchodů, kontrolují objektivnost evidovaných údajů a předchází riziku finančních ztrát.

ZKI v § 75 stanoví pravidla jednání při obhospodařování majetku fondu kolektivního investování, která jsou v podstatě totožná s výše uvedenou úpravou v ZISIF. Podrobnější pravidla stanoví vyhláška č. 235/2009 Sb., o investičních nástrojích, do kterých může investovat standardní fond, která se detailně zabývá druhy investičních nástrojů vhodných pro standardní podílové fondy. Dalším důležitým předpisem upravujícím tuto oblast je vyhláška č. 604/2006 Sb., o používání technik a nástrojů k efektivnímu obhospodařování majetku standardního fondu a speciálního fondu, který shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti. Vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu upravuje tuto oblast velmi detailně, na rozdíl

36 AKRO investiční společnost, a.s. Aktuální informace pro podílníky bývalých CS fondů. 16. 2. 2011. Dostupné na http://www.akro.cz/aktualita.php?id_akt=186. [cit. 1. 6. 2011].

od předchozí úpravy v ZISIF. Zvláště propracovanými částmi je po implementaci směrnice MiFID střet zájmů a činnosti compliance a interního auditu. Vyhláška č. 115/2007 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování podrobně rozvádí veškeré povinnosti depozitáře, které byly v ZISIF upraveny poněkud vágně.

§ 29a ZISIF upravuje v odst. 1 písm. a) povinnost stanovit a vypracovat pravidla vnitřního provozu a mechanismus vnitřní kontroly. Autorka je toho názoru, že ačkoli tato pravidla mohla být vypracována v souladu s legislativou, uskutečnění podvodu zabránit stejně nemohla, protože ten spáchali nikoliv řadoví pracovníci, ale členové řídicích orgánů. Kontrolní orgány jako compliance officer a dozorčí rada vykonávají v tomto případě své kontrolní funkce až ex-post, proto by stejně převodu peněz nemohli zabránit.

Kdo však tomuto převodu zabránit mohl a měl je depozitář fondů. § 32 ZISIF stanovil kontrolní funkce depozitáře. V kauze CS fondů došlo k porušení následujících povinností depozitáře:

- kontrolovat, zda cenné papíry v majetku investičního fondu jsou pořizovány, zcizovány a oceňovány v souladu se zákonem a statutem (odst. 1 písm. a));
- kontrolovat, zda jsou do majetku fondu pořizovány pouze majetkové hodnoty stanovené zákonem a zda jsou dodržována omezení a rozložení rizika stanovená zákonem a statutem (odst. 1 písm. d));
- pokud pokyn fondu odporuje zákonu, je depozitář povinen neprovést takový pokyn a neprodleně o tom informovat investiční fond a Komisi pro cenné papíry (odst. 2).

Depozitář CS Fondů, Plzeňská banka, dále porušil povinnost vyplývající z § 32 odstavce 5, ze kterého vyplývá, že pokud zjistil nebo měl důvodné podezření, že při výkonu činností investičních fondů může dojít k poškození zájmů akcionářů těchto fondů, měl možnost pozastavit účastníkům nakládání s účty cenných papírů ve Středisku cenných papírů, a to na dobu tří dnů. Současně měl o tomto opatření informovat Komisi pro cenné papíry, která by následně rozhodla o předběžném opatření.

Z výše uvedeného vyplývá, že ani podrobnější a přísnější regulace oblasti kolektivního investování by nepomohla zabránit vytunelování CS Fondů. Ale nelze popřít, že důkladnější uplatňování kontrolních mechanismů a důsledné dodržování platných právních předpisů jak v CS Fondech, tak v Plzeňské bance, a dokonce i na Finančním analytickém útvaru ministerstva financí by tomu zabránit mohlo.

Ačkoli od té doby vývoj legislativy velmi pokročil, je riziko zpronevěry u investic zvláště u drobných investorů stále frekventované téma. U otevřených podílových fondů je toto riziko sníženo na minimum, a to v důsledku striktního oddělení majetku fondů od majetku investiční společnosti, jehož dodržování je ověřováno každoročně finančním auditem zajišťovaným externí auditorskou společností. U velké části investičních společností na našem trhu je auditorem jedna ze společností „Velké čtyřky“ – Ernst & Young, Pricewaterhouse Coopers, Deloitte nebo KPMG.

S investováním jsou spojeny tři typy rizik – tržní, kurzové a úvěrové. Tržní riziko znamená kolísání kurzů akcií a dluhopisů na trzích, kde jsou tyto cenné papíry obchodovány – tzv. volatilita. Toto riziko se nedá eliminovat. V rámci něho investorovi do otevřených podílových fondů hrozí, že tržní hodnota investované částky výrazně klesne. Investor má možnost podílové listy prodat, ale dostane mnohem méně, než do nich původně vložil. Kurzové riziko závisí na kolísání kurzu jednotlivých měn, ve kterých jsou denominované cenné papíry v portfoliu fondu. Toto riziko se dá ošetřit měnovým zajištěním.

Úvěrové riziko vyjadřuje pravděpodobnost selhání poskytovatele investiční služby. V případě kolektivního investování se riziko dělí na riziko zpronevěry a riziko likvidity. Riziko likvidity znamená, že poskytovatel investiční služby ztratí schopnost dostát svým závazkům. Obsah pojmu rizika zpronevěry je zřejmý.

V současné době je možné nakoupit podílové listy nebo akcie fondů několika způsoby prostřednictvím přímé investice – nákup fondů v bance, která prodává své fondy nebo fondy jiných společností, a to přímým zasláním finančních prostředků přímo na účet fondu u depozitáře. Dále je možný nákup prostřednictvím nezávislého investičního zprostředkovatele, který sjedná přesměrování finančních prostředků z účtu investora na účet fondu u depozitáře.

Depozitářem jsou v současné době zpravidla renomované banky, které mají zahraničního vlastníka a jejichž interní kontrolní mechanismy neumožní zneužití prostředků na účtech fondů. Depozitář kontroluje veškeré finanční toky, nákupy a prodeje cenných papírů a dodržování investiční strategie jednotlivých fondů. Depozitář je zodpovědný za to, že fond použije majetek pouze v souladu se statutem fondu.

V případě, že se investiční společnost, která spravuje fond, dostane do ekonomických potíží, nejčastějším způsobem řešení situace je, že ji převezme jiná investiční společnost. Ta existující fondy převezme a pokračuje v jejich činnosti, nebo je sloučí s vlastními fondy. Investor tak nepřijde ani o tržní hodnotu ani o likviditu svých podílových listů či akcií. V případě, že investiční společnost nikdo nepřevzme, správce konkurzní podstaty prodá akcie a dluhopisy z portfolia fondu na regulovaném trhu za aktuální tržní cenu a peníze vyplatí investorům.

Investor je chráněn i v případě, že se do ekonomických potíží dostane depozitář. Výkon funkce depozitáře přejde na jinou banku. Svěřené účty cenných papírů nejsou v majetku banky, má je pouze ve správě, to znamená, že by nevstupovaly do konkurzní podstaty. Jediné riziko, kterému investor v tomto případě čelí, je ztráta likvidity v horizontu dnů či týdnů, pokud by portfolio manažer nemohl ihned po pádu depozitáře s cennými papíry na účtech podílových listů nakládat.

Dalším způsobem nákupu podílových listů je bankovní úschova cenných papírů. Tento způsob používají banky v případě movitých klientů, kteří nakupují do portfolia fondy různých investičních společností. V tomto případě má klient u banky veden peněžní účet a majetkový účet cenných papírů. Na peněžní účet složí hotovost a pověří banku nákupem vybraných fondů.

Investor je v tomto případě proti kreditnímu riziku chráněn následovně: v případě, že banku, která zprostředkovává nákup a úschovu cenných papírů, převezme jiná banka, pro klienta nenastane prakticky žádná změna. Ve druhém případě je banka subjektem insolvenčního řízení. Peněžní účet klienta bude spadat do majetkové podstaty, účet cenných papírů však ne. Z hodnoty na peněžním účtu dostane klient vyplaceno z fondu pojištění vkladů minimálně 90 %, maximálně do výše 25 tisíc eur. Účtu cenných papírů se insolvenční řízení nedotkne, neboť tam jsou cenné papíry pouze v úschově. Může

nastat komplikace s okamžitým prodejem cenných papírů krátce po vyhlášení pádu banky, ale žádné vyšší riziko klient nepodstupuje.

Stále oblíbenějším se stává nákup fondů přes obchodníka s cennými papíry. Nejaktivnější v tomto směru je na našem trhu Brokerjet České spořitelny, který nabízí množství fondů od různých investičních společností. Výhodou jsou nižší vstupní poplatky. Investor má zřízen majtkový a peněžní (vypořadací) účet, který je veden u České spořitelny. V případě, že se obchodník s cennými papíry dostane do ekonomických potíží, majetku klienta se to opět přímo nedotkne, protože jeho majetek je oddělen od majetku společnosti.³⁷

³⁷ Stuchlík, Roman. Podílové fondy a riziko zpronevěry aneb co když to někdo ukradne? Časopis FOND SHOP 13/2006. Vydává MONECO, spol. s r.o. Brno. 2006.

3. Proces implementace MiFID do českého práva

Implementace MiFID do českého práva byla zdlouhavá. V souvislosti s MiFID došlo též k transpozici Směrnice Komise 2006/73/ES, ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice. Přímo aplikováno bylo prováděcí Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí MiFID. Členské státy měly transponovat MiFID do své národní legislativy do 31. ledna 2007 s datem účinnosti od 1. listopadu 2007. Měly tak disponovat legisvakační lhůtou v délce devíti měsíců na přizpůsobení se novým povinnostem.

V důsledku komplikované implementace MiFID byla však překročena transpoziční lhůta o více než rok a půl a fakticky tak došlo ze strany ČR k porušení komunitárního práva. Evropská komise dokonce podala žalobu k Evropskému soudnímu dvoru pro porušení povinnosti implementovat MiFID, ČR tento spor prohrála a byla jí v září 2008 uložena náhrada nákladů soudního řízení. Žádná další sankce již uložena nebyla, protože Česká republika již v té době proces implementace směrnice MiFID završila.

Evropská komise svou žalobu opírala o povinnost každého členského státu implementovat právo EU v rámci stanoveného období do své národní legislativy. Na základě Smluv (článku 258 Smlouvy o fungování EU, článku 141 Smlouvy Euratom) je Evropská komise odpovědná za to, že je právo EU řádně aplikováno ve všech členských státech. Pokud některý z členských států povinnost uvést národní legislativu do souladu s právem EU poruší, Komise má prostředky na ukončení tohoto porušování, a pokud je to nutné, odkáže případ k Evropskému soudnímu dvoru.

Porušení výše uvedené povinnosti členským státem může spočívat buď v činnosti, nebo nečinnosti. V rámci procedury o rozporu národní legislativy s právem EU, kterou iniciuje Komise, je první fází „řízení o porušování“ (Infringement proceedings). Cílem této fáze, předcházející vlastnímu řízení, je dát členskému státu možnost dobrovolně se podřídit ustanovením Smlouvy. V rámci této fáze může Komise provést vyšetřování.

Dopis s úředním oznámením reprezentuje první fázi předcházející řízení, během které Komise žádá na členském státu, aby poskytl své vyjádření ke zjištěnému problému

v aplikaci práva EU.³⁸ Další fází je odůvodněné stanovisko, ve kterém Komise zdůvodní svůj postup vůči členskému státu. Následující fází je podnět podaný k Soudu.³⁹

Do transpozičních prací na směrnici MiFID se od počátku zapojily profesní asociace Česká bankovní asociace (dále jen „ČBA“), Asociace pro kapitálový trh (dále jen „AKAT“) a Asociace fondů a asset managementu ČR (dále jen „AFAM“), které iniciovaly směrem k Ministerstvu financí a ČNB vytvoření společných odborných týmů. Společná pracovní skupina ČBA a AKAT, zřízená jejich výkonnými orgány, zajišťovala zpracování společných připomínek a stanovisek ke všem předmětným materiálům zajišťujícím transpozici evropské směrnice. Společná stanoviska byla vypracována jak ke konzultačním materiálům MF, tak k vlastní novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Současně probíhala standardní spolupráce s ČNB na přípravě sekundární legislativy.

Novela zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, která implementovala směrnici MiFID, byla předložena Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR jako sněmovní tisk 420 v únoru 2008. Po projednání ve výborech a plénu Poslanecké sněmovny byl návrh zákona 7. května 2008 schválen. 5. června 2008 návrh zákona schválil Senát ČR a 19. června 2008 jej podepsal prezident republiky. Zákon byl vyhlášen ve Sbírce zákonů v částce 74 pod číslem 230/2008 Sb. s účinností od 1. července 2008. Nicméně bylo stanoveno přechodné období do 1. ledna 2009. Od tohoto data musely dotčené subjekty na kapitálovém trhu plně vyhovovat požadavkům stanoveným novelou zákona ZPKT.

Proces implementace směrnice probíhal u většiny subjektů finančního trhu, na které se MiFID vztahuje, rychleji než proces implementace do české legislativy. V době implementace MiFID již byla majoritní část subjektů na českém finančním trhu privatizována a měla zahraničního vlastníka, ve většině případů z některého státu EU. Implementace směrnice byla řízena z centrální společnosti, které řídily proces implementace ve všech svých entitách v celé Evropě globálně. Autorka vychází z vlastní zkušenosti při implementaci MiFID ve firmě Credit Suisse. V rámci

38 Komise Evropských společenství. 25. výroční zpráva Komise o kontrole uplatňování práva Společenství (2007). 18. 11. 2008. Dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0777:FIN:CS:PDF>. [cit. 28. 4. 2011].

39 Evropská komise. Uplatňování práva EU. Porušení práva Společenství. 9. 12. 2009. Dostupné na http://ec.europa.eu/eu_law/infringements/infringements_en.htm. [cit. 28. 4. 2011].

pracovních skupin, které připomínkovaly návrhy českých zákonů a vyhlášek, se autorka setkávala s profesionály z dalších společností a situace byla stejná v České spořitelně, KB, ČSOB a dalších.

S implementací směrnice se začalo již na podzim roku 2005 a 1. listopadu 2007, kdy nabyl MiFID účinnosti, byly výše uvedené společnosti v souladu s požadavky směrnice. To znamená, že předběhly implementaci směrnice v ČR o více než rok. Toto zpoždění na straně českého státu způsobilo, že některé interní předpisy musely být znovu měněny, protože český zákonodárce zvolil odlišnou terminologii např. při klasifikaci zákazníků.

Tímto vznikl stav, kdy platná právní úprava ještě nedosahovala úrovně regulace legislativy EU, ovšem interní předpisy společností již ano. Z pohledu českého práva a zejména z pohledu českých soudů se jedná o situaci nepřiliš jasnou. S ohledem na judikaturu ES se lze dovolat samostatně účinků směrnice, pokud je stát v prodlení s její transpozicí (navíc se stát nemůže domáhat přímého účinku směrnice, aby tím omluvil svou nedbalost při procesu transpozice). Problém by však zřejmě nastal s českými soudy a soudci, kteří by se mohli vydat cestou opačnou, tedy že pokud směrnice dosud není transponována, není účinná.⁴⁰

Z judikatury Evropského soudu však vyplývá opačné stanovisko, a sice že členské státy nemohou spoléhat na ustanovení, obyčeje a postupy ve svém právním řádu, aby tím ospravedlnily své selhání být v souladu s povinnostmi v termínech stanovených ve směrnících ES, natož pak ospravedlnit pozdní nebo neúplnou transpozici evropských předpisů. Pro příklady soudních rozhodnutí viz. Věc C303/90 Komise versus Nizozemské království ECR I-4739 odstavec 9 nebo Věc C-139/97 Komise versus Itálie ECR I-605, odstavec 9 až 11.⁴¹

Obdobná situace jako při implementaci směrnice MiFID nastala s implementací směrnice UCITS IV, jež je účinná od 1. července 2011, avšak Poslanecká sněmovna návrh zákona schválila až dne 6. 5. 2011 a Senát ho schválil na své 9. schůzi dne 9. 6.

40 Zdroj: Konzultace se zástupci AK Munková, Zoufalý a partneři, dne 13. 4. 2011.

41 CURIA. Judikatura Soudního dvora, Tribunálu a Soudu pro veřejnou službu. Dostupné na http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/ [online], [cit. 28. 4. 2011].

2011.⁴² Kromě toho zákon implementující tuto směrnici stanoví přechodné období pěti měsíců. Zdá se, že přístup společností podnikajících na finančním trhu v České republice je zodpovědnější než přístup státu samotného a jeho příslušných orgánů.

42 Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR. Sněmovní tisk 276 – novela zákona o kolektivním investování – EU. Dostupné na <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=6&T=276>. [cit. 1. 6. 2011].

4. Kolektivní investování v ČR po implementaci MiFID

4.1 Organizační požadavky

4.1.1 Podmínky povolení a činnosti společnosti

Poskytování investičních služeb na území ČR upravuje zákon o kolektivním investování č. 189/2004 Sb. ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZKI“) a zákon o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který v důsledku implementace směrnice MiFID zavedl rozdělení investičních služeb na hlavní a doplňkové investiční služby. Mezi hlavní investiční služby patří:

- přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů;
- provádění pokynů;
- obchodování s investičními nástroji na vlastní účet;
- obhospodařování majetku zákazníka;
- investiční poradenství;
- provozování mnohostranného obchodního systému;
- upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání;
- umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.

Z výše uvedených činností se investiční společnosti týká provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka, upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání a obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj a investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, a pokud k tomu má investiční společnost relevantní licenci od ČNB.

Činnost investiční společnosti se primárně řídí zákonem o kolektivním investování, což vyplývá z ustanovení §1 ZKI. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu primárně stanoví legislativní rámec činnosti obchodníků s cennými papíry.

Ve specifických případech se však na investiční společnost vztahují i ustanovení ZPKT. Jedná se o případ, kdy investiční společnost poskytuje službu obhospodařování majetku podle § 15 odst. 3 a 4. V takovém případě se považuje za poskytovatele investičních služeb a musí tedy splňovat požadavky směrnice MiFID, zejména ty, které se týkají

pravidel jednání se zákazníky, vedení deníku obchodníka, odbornosti osob, pomocí kterých investiční společnost vykonává své činnosti, a informačních povinností. Službu obhospodařování majetku poskytuje většina investičních společností na českém finančním trhu. Pokud investiční společnost tuto službu neposkytuje, vztahuje se na ní MIFID z titulu faktu, že mezi hlavní investiční služby podle ZPKT patří přijímání a předávání pokynů (§ 4 ZPKT), do kterého spadá i nabízení fondů kolektivního investování.

Situace ovšem není na první pohled jednoznačná. Článek 2 směrnice 2004/39/EC stanoví výjimky, na které se MiFID nevztahuje. Podle odstavce 1 písm. h) se tato směrnice nevztahuje na fondy kolektivního investování a penzijní fondy, ať již jsou na komunitární úrovni regulované nebo ne, a dále se nevztahuje na depozitáře a správce těchto fondů. Ovšem na investiční poradenství nebo na obhospodařování majetku pro jednotlivé klienty se tato výjimka neuplatní a tyto činnosti tedy budou podléhat režimu stanovenému směrnicí MiFID.

Při úvahách o aplikaci MiFID na kolektivní investování je nutné také zohlednit směrnici UCITS (85/611/EEC), neboť některá ustanovení směrnice MiFID, vztahující se na obhospodařování majetku zákazníka, investičního poradenství a úschovy a správy podílových listů, se aplikují bez výslovného zmocnění směrnicí MiFID.⁴³

Doplňkovými investičními službami je dle nového rozdělení:

- úschova a správa investičních nástrojů;
- poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem;
- poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností nebo převodů podniků;
- poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí;
- provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb;

43 Odpověď na dotaz na Europe Direct: citizen_reply@edcc.ec.europa.eu. 18. 4. 2011. ID 176. Exemptions (Internal reference 21.2) collective investment undertakings. Dostupné také na <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=176>. [cit. 1. 6. 2011].

- služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů;
- služba obdobná investiční službě, která se týká majetkové hodnoty, k níž je vztažena hodnota opce, future, swapu nebo jiného investičního nástroje navázaného na komodity, a která souvisí s poskytováním investiční služby.

Z výše uvedených doplňkových investičních služeb se investiční společnosti týká úschova a správa investičních nástrojů, provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb a služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů.

4.1.1.1 Evropský pas a směrnice UCITS

Poskytování investičních služeb na území členských států EU upravuje hlava III. ZPKT v paragrafech 21 až 27. Možnost pasportingu je jedním z hlavních projevů realizace volného pohybu služeb. O principu evropského pasu bylo pojednáno výše. Možnost přeshraničního výkonu všech hlavních investičních a doplňkových služeb ve smyslu MiFID se však poprvé přiznává bankovním i nebankovním obchodníkům s cennými papíry. Banky tak nedovozují toto své oprávnění z jednotné bankovní licence, ale primárně přímo ze směrnice MiFID.

Samotná procedura tzv. pasportování je také upřesněna a maximálně zjednodušena – u nebankovních obchodníků se jedná o splnění oznamovací povinnosti, kdy obchodník informuje svého regulátora o členských státech, kde má záměr pasportovat, a o plánu činnosti, v případě pobočky také o její adrese a osobách odpovědných za vedení pobočky. Do jednoho měsíce od doručení oznámení lze realizovat pas. Tato praxe velmi ulehčila a zjednodušila distribuci zahraničních podílových fondů na území ČR.

Zcela zásadní revoluční novinka se týká povinnosti zohledňovat při pasportingu lokální právní normy hostitelského státu. Předchozí ISD směrnice požadovala respektovat lokální právní úpravu. Protože MiFID téměř neumožňuje místní odchylky v regulaci výkonu investičních služeb a předpokládá tedy opravdu identický právní režim v rámci EU, přichází s konceptem, že při pasportingu formou přeshraničního poskytování služeb bez založení pobočky není pasportující obchodník vázán povinnostmi zohledňovat lokální

prováděcí regulaci, zejména co se týká pravidel jednání se zákazníky. V tomto případě obchodník pasportuje s sebou i svou vlastní domácí regulaci.

V případě pasportingu formou pobočky se však s ohledem na úzkou lokální souvislost působení požaduje, aby národní prováděcí normy, především ve smyslu pravidel jednání se zákazníky a tržní transparency, zohledněny byly, a to včetně dohledu místního regulátora. Z toho vyplývá, že poskytování investičních služeb bez zřízení pobočky bude zpravidla méně nákladné a bude realizováno formou internetových kanálů. S tím je spojena snazší možnost dovození relativně bezproblémové aplikace nabízení služeb formou „execution only“.

Nejrozšířenějšími zahraničními fondy kolektivního investování distribuovanými na území České republiky jsou fondy lucemburské, které se distribuují ve více než 150 státech světa. Lucembursko má ze všech států Evropské unie nejpropracovanější lokální legislativu týkající se kolektivního investování. Důvodem je, že Lucembursko jako první země EU v roce 1988 transponovala evropskou směrnici o subjektech kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (Směrnici UCITS 85/611/EHS). To dalo Lucembursku nespornou výhodu ovládnout velkou část trhu UCITS - fondů, které mohou být za podmínky splnění určitých kritérií volně obchodovány přes hranice (v rámci EU).⁴⁴ Autorka by zde ráda podrobněji zmínila historický vývoj směrnice UCITS.

I přes nesporné výhody plynoucí ze směrnice UCITS, stále existovala odlišná pravidla pro nabízení fondů UCITS, jakož i omezená definice povolených investic do UCITS fondů, což ztěžovalo jejich nabízení přes hranice jednotlivých členských států. Proto se od začátku 90. let pracovalo na novelizaci a větší harmonizaci právní úpravy napříč Evropou. Tyto diskuse vedly k návrhu směrnice UCITS II, která však byla nakonec opuštěna jako příliš ambiciózní plán poté, co se Rada ministrů nebyla schopna dohodnout na jednotném postoji.⁴⁵ V červenci 1998 publikovala Evropská komise nový návrh. V prosinci 2001 byla přijata směrnice UCITS III, která sestává ze dvou základních směrnic – směrnice produktové a směrnice řídicí. Řídicí směrnice se zabývá především investičními společnostmi a jejich spravováním majetku. Hlavním cílem

44 Hoffmann, Robert. Association of Luxembourg Fund Industry. The regulation and Structure of Collective Investment Vehicles outside the United States. Dostupné na <http://www.aei.org/EMStaticPage/1318?page=Summary>. Květen 2006. [cit. 22.9.2010].

45 Commission de Surveillance du Secteur Financier. www.cssf.lu/en/laws-and-regulations/legislation/ [online]. [cit. 4. 4. 2011].

bylo chránit investory a zajistit bezpečné zhodnocování prostředků. Novinkami na poli kolektivního investování bylo zavedení nových pravidel pro outsourcing a úplně nového dokumentu - zjednodušeného statutu, který má investorům poskytnout základní a nejdůležitější informace, které jsou obsaženy v běžném statutu. Zásadní změnou byla úprava kapitálové přiměřenosti, která je závislá na výši spravovaného jmění. Kromě pevně stanovených hranic základního kapitálu, který se musí při založení investiční společnosti pohybovat od 730 tisíc eur po 2,5 milionu eur, je stanovena i horní hranice základního kapitálu podle objemu majetku pod správou. Další podmínkou také je, že výše vlastního kapitálu musí činit minimálně čtvrtinu fixních nákladů investiční společnosti, které vykazala v minulém roce. Toto vše má jediný cíl – vyšší ochranu majetku a zájmů investorů.^{46,47}

Produktová směrnice rozšiřuje spektrum, rozmezí a typy investičních instrumentů, které mohou investiční společnosti nakupovat do svých portfolií. UCITS III povolil investice do derivátů, které byly do té doby zakázané, a zvýšil limity pro konkrétní druhy instrumentů. UCITS III se snažil vyvážit na jedné straně snahy o větší prostor pro management investičních společností při správě majetku, na druhé straně zavádí přísnější omezení s cílem vyšší ochrany klientů.

Hlavním cílem směrnic UCITS je zrušení omezení a rozdílných přístupů v oblasti investování ve státech EU, harmonizace kolektivního investování a ulehčení schvalovacích a povolovacích procesů. Jedná se o sjednocení pravidel současných několika skupin (SICAV, Investment funds, Unit Trust) pod jednu společnou legislativu. Z pohledu investorů a investičních společností se dají cíle nových směrnic rozdělit do čtyř bodů:

- Směrnice se snaží předcházet konfliktům zájmů mezi manažery fondů a investory, nastavuje taková pravidla, aby manažeři nestavěli svoje vlastní cíle před zájmy investorů.
- Určení rozsahu závazků – cílem tohoto bodu je nastavení takových jednotných podmínek, při kterých bude dostatečně zaručena ochrana investorů, kteří využijí možnosti křížových prodejů mezi jednotlivými státy.

46 ČNB. www.cnb.cz [online]. [cit. 26. 7. 2010].

47 Zdroje společnosti AKAT ČR. Dostupné na www.akatcr.cz [online]. [cit. 26. 7. 2010].

- Dalším požadavkem je sblížení kontrolních předpisů a postupů kontrolních orgánů.
- Zvýšení transparentnosti fondů a zlepšení informovanosti investorů, které se týká především struktury nákladů fondů, o nichž by měli mít investoři větší přehled. Legislativa zavedla standardizovaný způsob výpočtu celkových nákladů fondu (TER – Total Expense Ratio), které fondy povinně zveřejňují ve statutu.⁴⁸

UCITS IV, směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, dále prohlubuje harmonizaci právní úpravy standardních fondů. Ministerstvo financí ČR navrhlo novelu ZKI a předložilo ji vládě 3. listopadu 2010, Návrh ZKI byl projednán v pracovních komisích Legislativní rady vlády. 6. května 2011 byl návrh schválen Poslaneckou sněmovnou a Senát jej schválil 9. června 2011.⁴⁹

Základní snahou směrnice UCITS IV byla větší konsolidace v oblasti podnikání standardních fondů kolektivního investování. Vysoký počet těchto fondů není pro jednotný trh optimální a důsledky této neefektivity se přenáší na konečné investory prostřednictvím neustále vzrůstajících nákladů. Směrnice tudíž zavádí možnost spojování standardních fondů, přeshraniční obhospodařování standardních fondů a spojování majetků, tzv. asset pooling. Asset pooling přináší pro zúčastněné strany řadu výhod – úsporu v nákladech na obhospodařování, v administrativních nákladech, a větší výnosy díky lepším možnostem diverzifikace portfolia a rizika.

Pokud probíhá asset pooling v rámci jednoho státu, nevzniká problém odlišnosti právních úprav. Pro případ přeshraničního asset poolingů zavádí UCITS IV master-feeder strukturu.⁵⁰

Zavedení struktury fondů master-feeder (český termín je „řídící standardní fond“ a „podřízený standardní fond“) by mělo umožnit tzv. pooling obhospodařovaného majetku, to znamená, že podřízený fond by shromažďoval prostředky od investorů a

48 Urbánek, David. Bielik, Igor. UCITS III – nové regule v Evropě. Časopis FOND SHOP. 14. 9. 2004. Dostupné na http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_uci. [cit.22. 1. 2011].

49 Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR. Novela zákona o kolektivním investování. Sněmovní tisk 276/0, část č. 1/2. Dostupné na <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=276&CT1=0>. [cit. 2. 6. 2011].

50 Commission de Surveillance du Secteur Financier. www.cssf.lu/en/laws-and-regulations/legislation/ [online]. [cit. 4. 4. 2011].

následně by je investoval do řídicího fondu (nemusel by dodržovat principy diverzifikace portfolia, ale naopak by investoval více než 85 % svého majetku do cenných papírů vydávaných řídicím fondem). Řídicí fond by takto shromážděné prostředky z několika podřízených fondů dále investoval při dodržení standardních pravidel diverzifikace. Tímto by bylo dosaženo snížení nákladů na obhospodařování majetku. Nespornou výhodou je, že podřízený fond může být založen v jiném státě než řídicí fond a investor tak bude mít možnost komunikovat ve svém jazyce a zároveň profitovat z nižších nákladů.⁵¹

Nově by také měla být zavedena možnost, aby investiční společnost se sídlem v jiném členském státě EU v ČR vytvářela a obhospodařovala standardní fondy kolektivního investování.

Dalšími důležitými změnami, které UCITS IV zavádí, je sjednocení klíčových informací předkládaných investorům standardních fondů do jednotného dokumentu, tzv. sdělení klíčových informací (Key Investor Information). Hlavním cílem KII je informovat investory o rizicích, nákladech a očekávaných výsledcích při investování do standardních fondů. Poskytnuté informace by měly být přiměřené skutečným potřebám a chápání investorů a měly by umožňovat efektivní a snadné srovnání mezi jednotlivými fondy.

Poslední novinkou je zakotvení plného pasu investičních společností a zjednodušení systému s tím spojené notifikace. Podstatou je, že investiční společnost se sídlem v jednom členském státě může obhospodařovat standardní fondy nacházející se v jiném členském státě, to znamená, že pasportovány mohou být všechny činnosti spadající pod kolektivní obhospodařování portfolia. Zde však vzniká konflikt dvou právních řádů – právního řádu investiční společnosti a právního řádu fondu. Směrnice stanoví pravidlo, že investiční společnost se bude řídit normami svého domovského státu v záležitostech vnitřní organizace a ohlašovacích (reportingových) povinností, právní normy domovského státu fondu se budou aplikovat na řízení a fungování tohoto fondu. Tímto pravidlem je ošetřeno, že vnitřní organizace investiční společnosti bude podléhat pouze pravidlům svého domovského státu a nebude hrozit riziko vzájemně si odporujících

51 Ministerstvo financí ČR. Konzultační materiál MFČR Transpozice směrnice UCITS IV. Únor 2011. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/UCITS_IV_KM.pdf. [cit. 3. 4. 2011].

požadavků více právních řádů. V omezeném rozsahu však investiční společnost bude právnímu řádu fondu podléhat, a to s ohledem na povinnosti přizpůsobit svou vnitřní organizaci v rozsahu, ve kterém ovlivňuje zřízení a fungování standardního fondu.⁵²

4.1.1.2 Investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce

MiFID nově zavedl institut vázaného zástupce, ke kterému se úzce váže institut investičního zprostředkovatele. Investiční zprostředkovatel, upravený v ZPKT v paragrafech 29 až 32, je osoba, která je oprávněná poskytovat pouze investiční službu přijímání a předávání pokynů nebo investiční poradenství, a to pouze v souvislosti s investičními nástroji. Pokyny předává bance, obchodníkovi s cennými papíry, investiční společnosti nebo jiné osobě oprávněné veřejně nabízet a vydávat své cenné papíry fondu kolektivního investování v ČR. Investiční zprostředkovatel nepřijímá peněžní prostředky ani investiční nástroje zákazníků. Musí být zaregistrovaný u ČNB.

Na investičního zprostředkovatele se vztahují ustanovení zákona upravující odbornost osob, pomocí kterých vykonává své činnosti obchodník s cennými papíry. Taktéž je investiční zprostředkovatel povinen poskytovat investiční služby s odbornou péčí, to znamená, že jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků. Stejně tak se na něho vztahují povinnosti k zajištění obezřetného poskytování investičních služeb a informační povinnosti vůči ČNB, upravené v § 32 odst. 7 ZPKT. Za účelem poskytnutí investiční služby je investiční zprostředkovatel povinen získat od zákazníka informace o jeho finanční situaci, o zkušenostech v oblasti investic do investičních nástrojů a o záměrech, kterých chce danou investiční službou dosáhnout. Získání těchto informací většinou probíhá formou vyplnění investičního dotazníku. Vyplnění dotazníku závisí na vůli zákazníka, nicméně je nutné ho informovat, že zodpovězení konkrétní otázky může představovat podmínku uzavření smlouvy nebo přijetí pokynu a poučit ho o důsledcích odmítnutí poskytnutí informace, eventuálně poskytnutí nepravdivé či neúplné informace. Na základě informací získaných z investičního dotazníku proběhne vyhodnocení klienta a posouzení vhodnosti požadovaných investičních služeb. Při poskytování investičních služeb je investiční zprostředkovatel povinen informovat zákazníka o postupu uplatňování reklamací a

⁵² Ministerstvo financí ČR. Transpozice směrnice UCITS IV: zásadní novinky. Konzultační materiál Ministerstva financí ČR, Legislativa finančního trhu. Únor 2010. [cit. 2. 4. 2011].

stížností, jakož i srozumitelným způsobem informovat o způsobu svého odměňování. Investiční zprostředkovatel musí poskytovat zákazníkům rovné a spravedlivé zacházení a zabránit střetu zájmů mezi ním a ostatními jeho zákazníky.

Každá investice je spojena s určitou úrovní rizika, proto je nezbytné, aby investiční zprostředkovatel pravdivě a komplexně informoval klienta o vlastnostech daného investičního nástroje, zejména o druhu, charakteristice a riziku investičního nástroje, ke kterému se pokyn vztahuje, o aktuálním kurzu nebo ceně, za kterou se investiční nástroj obchoduje, o poplatcích souvisejících s poskytnutím investiční služby. Zvláštní důraz je nutné klást na informování zákazníka, že návratnost investice ani předpokládané výnosy nejsou zaručené. Bohužel zkušenosti značné části českých investorů jsou zatím malé, proto jsou stížnosti klientů na nízké výnosy, eventuálně ztrátu části investovaných finančních prostředků, poměrně časté, ačkoli jsou předem informováni o závislosti návratnosti investic na mnoha faktorech, které správce investičních prostředků nemůže ovlivnit, což v plné míře prokázala finanční krize z minulých let.

Autorka sama se ve své praxi ve společnosti ING Investment Management setkala se stížností klienta, který požadoval navrácení finančních prostředků investovaných do podílového fondu. Hodnota jeho podílových listů v důsledku finanční krize značně poklesla a klient nechtěl pochopit, že investice je dlouhodobá záležitost a že pokud nechá své prostředky zainvestované, v souvislosti se zlepšujícím se vývojem na finančních trzích bude jeho investice opět narůstat. Klient chtěl vrátit veškeré své původně investované finanční prostředky, v čemž mu společnost nemohla vyhovět. Poukázáním na to, že ve smlouvě podepsal, že si je vědom rizikovosti investice a chápe, že návratnost není zaručena, bylo dosaženo jediného – klient prohlásil ING Investment Management za neseriózní instituci a odprodal všechny své podílové listy.

Autorka z toho vyvozuje, že informovanost a hlavně všeobecné povědomí široké veřejnosti o fungování finančního trhu a jeho produktech je stále ještě na nízké úrovni. Nezanedbatelný je i fakt, že většina veřejnosti stále ještě není připravena vzít na sebe odpovědnost za své činy, ať už se jedná o podstupování rizika při investování na finančních trzích, nebo například přijetí odpovědnosti za své materiální zabezpečení a své zdraví, což ovšem není předmětem této práce.

Investiční zprostředkovatelé jsou sdruženi v USF – Unii společností finančního zprostředkování a poradenství. USF na svých stránkách (www.usfcr.cz) uveřejnila svůj Etický kodex, jehož dodržování monitoruje.

Pokud klient není spokojen se službou poskytnutou svým poradcem, byl poškozen, nebo se tak domnívá, a v rámci reklamačního řízení se mu nedostalo odpovídajícího řešení, má následující možnosti:

- obrátit se na ČNB, popřípadě na soud;
- obrátit se na příslušné zájmové organizace, asociace a komory.

Vzhledem k délce soudního řízení v ČR se bude zřejmě většina investorů se svými stížnostmi obracet na profesní organizace nebo na ČNB.

Nově zavedený institut vázaného zástupce (tied agent) je upraven v paragrafech 32a až 32d ZPKT. Činnosti vázaného zástupce jsou širší než povolené činnosti investičního zprostředkovatele. Vázaný zástupce je oprávněn na základě písemné smlouvy se zastoupeným jeho jménem zařídit, popřípadě i uzavřít, obchody týkající se hlavní investiční služby, pokud je zastoupený k jejich poskytování oprávněn. Dále je oprávněn poskytovat investiční poradenství týkající se investičních nástrojů a propagovat investiční služby, které je zastoupený oprávněn poskytovat. Na rozdíl od investičního zprostředkovatele, může tyto činnosti vykonávat pouze pro jednu osobu, tedy zastoupeného. Zastoupeným je obchodník s cennými papíry, osoba, která má povolení k poskytování investičních služeb v ČR od orgánu dohledu jiného členského státu EU, zahraniční osoba, která má sídlo mimo EU a která poskytuje služby v ČR prostřednictvím organizační složky, a investiční zprostředkovatel. Požadavky na vázaného zástupce jsou stanoveny v § 32b. Seznam vázaných zástupců vede ČNB.

Za krátkou dobu působení vázaných zástupců se již vyskytly případy zneužití klientů vázanými zástupci, které snížily důvěru veřejnosti v tento nově zavedený institut. Mediálně nejznámější je zřejmě případ JW, vázaného zástupce BFC Capital pracující pro Capital Partners. ČNB vyšetřovala JW za porušení zákona o podnikání na kapitálovém trhu. V průběhu vyšetřování společnost BFC Capital zrušila svou registraci

a změnila představenstvo i majitele. V pozadí tohoto případu stojí provizní systém, tedy systém odměňování vázaných zástupců.⁵³

Vázaní zástupci jsou odměňováni provizemi z poplatků zaplacených jimi spravovanými investory. Jejich cílem by mělo být rozšiřování kmene klientů, s nimiž obchodují na kapitálových trzích. Mnohem rychlejším způsobem je dle některých vázaných zástupců přesvědčit klienty, aby obchodovali co nejčastěji. Není složité přinést méně zkušenému investorovi několik argumentů, proč je to správné, a podpořit tento postoj názorem některého analytika. Jak již autorka zmínila výše, znalosti většiny veřejnosti v oblasti finančního práva a investic jsou stále ještě značně omezené, takže investor není schopen objektivně tyto informace posoudit a důvěřuje vázanému zástupci, kterého považuje za odborníka.

Na tomto místě autorka zanalyzuje případ BFC Capital. Základem tamního provizního systému bylo získávání nových peněz. V případě, že vázaný zástupce nezískal nové peníze od klienta, měl nárok na minimální provizi 10 % z poplatků zaplacených klientem. Pokud vázaný zástupce přinesl nové peníze, pak provize závisela na objemu investovaných peněz, mohla dosáhnout až 22 % z poplatků za uskutečněné obchody klienta. To nutilo vázané zástupce neustále přesvědčovat klienty, aby uskutečňovali transakce, v některých případech i desítky transakcí denně.⁵⁴

25. února 2010 vydala ČNB rozhodnutí č.j. 2010/1602/570 ve věci JW:

- poskytoval neoprávněně hlavní investiční službu podle ustanovení § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT, tj. obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání, když v období od 21. 8. 2008 do 4. 5. 2009 podával na základě své volné úvahy pokyny k obchodům s investičními nástroji jménem a na účet obce Dolní Bojanovice;

53 ČNB. Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/1602/570 ze dne 25. února 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2010/1345/110 ze dne 29. dubna 2010, sp. zn. Sp/2009/162/573. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_162_573.pdf. [cit. 6. 10. 2010].

54 Zámečník, Petr. Investice. Churning, aneb jak motivovat vázané zástupce k odírání klientů. 19. 8. 2010. Dostupné na <http://www.investujeme.cz/clanky/churning-aneb-jak-motivovat-vazane-zastupce-k-odirani-klientu/>. [cit. 6. 10. 2010].

- poskytoval zákazníkovi neúplné, nepravdivé, zavádějící a klamavé informace o stavu jeho obchodování, hodnotě majetku a výši zhodnocení, resp. ztráty, a to prostřednictvím zpráv zaslaných elektronickou poštou. Tím porušil pravidla komunikace se zákazníkem týkající se investičních služeb nebo investičních nástrojů, a to zákaz používat nejasné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé informace podle ustanovení § 15a odst. 1 ZPKT. Vzhledem k tomu, že se jednalo o neprofesionálního zákazníka, měl JW zajistit, aby obsah komunikace byl dostačující, přesný a nezdůrazňoval pouze potenciální výnosy na úkor objektivních informací o podstatném riziku, které může být s investiční službou nebo s investičním nástrojem spojeno, a aby obsah komunikace nezastíral, nezlehčoval nebo nezamlčoval důležité skutečnosti, informace nebo upozornění.

Výše uvedeným se JW dopustil správního deliktu podle ustanovení § 164 odst. 1 písm.

a) tím, že neoprávněně vykonával nebo nabízel činnost podle ZPKT, a dále se dopustil správního deliktu podle § 157 odst. 2 písm. b) ZPKT – porušil povinnosti informovat ČNB. Za tyto správní delikty mu byla uložena pokuta.⁵⁵

Nelze bohužel předpokládat, že uvedené společnosti jsou jediné, které mají tímto způsobem nastavenou provizní motivaci. Na trhu existují i společnosti, které své vázané zástupce provizně motivují na základě dosažených výsledků na klientově účtu.

A dostáváme se zpět k tomu, na co již autorka výše v textu upozornila: odpovědnost a znalosti klienta. Je to klient, kdo uzavírá obchody. Vázaný zástupce podle znění zákona nesmí obchody ani doporučit, může pouze předat doporučení obchodníků s cennými papíry a bank. Klient nese zodpovědnost za vývoj svých investic. Pokud chce tuto zodpovědnost přenést na někoho jiného, měl by kontaktovat přímo společnost poskytující asset management – obchodníka s cennými papíry nebo investiční společnost.

⁵⁵ ČNB. Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/1602/570 ze dne 25. února 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2010/1345/110 ze dne 29. dubna 2010, sp. zn. Sp/2009/162/573. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_162_573.pdf. [cit. 6. 10. 2010].

4.1.2 Požadavky na organizaci a provoz společnosti

4.1.2.1 Řídící a kontrolní systém

Požadavky na organizaci a provoz investiční společnosti stanoví ZKI, podrobné náležitosti pak vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu, ve znění pozdějších předpisů, a také vyhláška č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů.

Na základě výše uvedených předpisů je investiční společnost povinna zavést účinný a efektivní systém vnitřní kontroly, který je nedílnou součástí řízení společnosti. Podporuje a napomáhá dosažení strategických a obchodních cílů společnosti a omezuje rizika, kterým je společnost vystavena. Jednotlivé úrovně systému vnitřní kontroly tvoří kontrolní činnost prováděná vedoucími zaměstnanci, kontrolní činnost prováděná každým zaměstnancem při výkonu pracovní činnosti a specializovaná kontrolní činnost compliance officera a interního auditu. Systém vnitřní kontroly zahrnuje neustálé sledování měnícího se prostředí, včetně hodnocení obsažených rizik a následné přizpůsobování organizačních struktur, kapacit, vybavení, postupů a činností. Předmětem kontrolní činnosti je dohled nad dodržováním obecně závazných právních předpisů, regulatorních opatření, etických a obchodních standardů, interních předpisů společnosti i povinností vyplývajících ze smluvních vztahů.

V čele řídicího systému společnosti stojí představenstvo. Kromě toho, že představenstvo odpovídá za celkový rámec systému vnitřní kontroly, jeho tvorbu, zavádění a funkčnost, řeší také selhání systému, odpovídá za evidenci těchto selhání a informování regulátora. Zároveň schvaluje a kontroluje preventivní nápravná opatření systému, uložená společnosti regulátorem, případně vzešlá z vlastní kontrolní činnosti. Představenstvo společnosti odpovídá za vytvoření předpokladů pro nezávislý a objektivní výkon funkce compliance a interního auditu.

Z důvodu posílení zájmu členů představenstva na řádném fungování společnosti, navrhla Evropská komise v roce 2010 regulaci oblasti odměňování vedoucích pracovníků a vybraných skupin zaměstnanců finančních institucí. Hlavním důvodem bylo zabránit vzniku další finanční krize a zabránit tomu, aby si vrcholné vedení

finančních institucí vyplácelo odměny z prostředků poskytnutých státem na sanaci těchto finančních institucí.

Směrnice CRD III, Capital Requirements Directive, byla do českého právního řádu implementována novelou vyhlášky ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry. Autorka by zde ráda zmínila vlastní názor, jakož i názory odborné veřejnosti, na tento druh regulace, protože se jí tato regulace přímo dotýká a implementovala ji do interních předpisů společnosti ING Investment Management (C.R.).

Cílovou skupinou této úpravy je vrcholné vedení společností a dále vybrané skupiny zaměstnanců, jejichž činnosti mají významný vliv na rizikový profil společnosti. Podstatou regulace je, že zásady odměňování musí podporovat řádné a efektivní řízení rizik, jsou v souladu se strategií dané společnosti a odráží hospodářské výsledky této společnosti. Mediálně proslulé roční bonusy zaměstnanců finančních institucí se podle nové úpravy musí skládat z fixní a pohyblivé složky a musí být rozloženy do několika let, aby se předešlo podstupování nepřiměřeného rizika s cílem dosažení co nejvyšších výnosů za co nejkratší období. Pohyblivá složka odměny je tvořena akciovými nebo jinými nepeněžitými nástroji.

Tato úprava, která nebyla regulátorem ani zákonodárnými orgány nijak medializovaná, vzbudila v dotčených profesních kruzích intenzivní výměnu názorů. Česká bankovní asociace v rámci připomínkového řízení nastínila některé problémy navržené úpravy:

- Navržená výplata části pohyblivé složky odměny v akciích či obdobných nástrojích by zapříčinila neadekvátní administrativní a finanční náklady, nehledě na fakt, že není známa žádná studie, která by potvrzovala, že vyplácení části odměny v akciích společnosti má pozitivní vliv na obezřetné chování zaměstnanců.
- Ceny akcií obchodovaných na veřejných trzích podléhají různým vlivům a výkyvům, na něž nemá zaměstnanec žádný vliv. Motivační aspekt tohoto druhu odměny se tedy vytrácí.
- Toto nastavení odměňování skýtá rizika např. neobezřetného chování z hlediska ovlivnění aktuálních cen akcií a riziko insider tradingu.

- Dalším problémem je, jak ošetřit výplatu části odměn v akciích společnosti, když společnost má jediného akcionáře. V případě ING Investment Managementu je to ING Investment Management Europe, což je holandská společnost. Jaké akcie by potom zaměstnanci ING Investment Managementu v ČR dostali? Akcie holandské ING? Vzhledem k faktu, že velká část finančních institucí v ČR má zahraničního vlastníka, bylo by vhodné tuto oblast důkladněji zanalyzovat a navrhnout odpovídající řešení.
- Nejvhodnějším nástrojem se tedy jeví pouhé odložení výplaty části variabilní složky odměny. Nicméně je třeba vyřešit, jak postupovat v případě, že zaměstnanec podá výpověď. Bude mít nárok na odměnu, která vznikla kupříkladu před třemi lety? Ze současné praxe autorka usuzuje, že se tomuto budou společnosti bránit a budou se snažit tuto povinnost obejít. Je pochopitelné, že není nutné motivovat zaměstnance, který ze společnosti odchází. Na druhou stranu, pokud již zaměstnanci byla tato odměna přiznána, vzniká mu na ní nárok. Zde autorka vidí dva problémy – opět se ztrácí motivace stávajících zaměstnanců, když budou za svou práci odměněni až v horizontu tří nebo dokonce pěti let. Druhým rizikem je vysoké množství soudních sporů v případech zaměstnanců končících pracovní poměr, kterým však zaměstnavatel odmítne zaplatit již dříve přiznanou odměnu.
- Neposledním nevyřešeným problémem této regulace je, jak se odložená odměna zdaní – bude se to již za rok, ve kterém nárok vznikl, nebo až při výplatě odměny? A jak bude ošetřeno zabránění dvojímu zdanění při prodeji akcií, které byly součástí variabilní složky odměny? Na tyto otázky k dnešnímu dni (20. červnu 2011) nebyly dány uspokojivé odpovědi.⁵⁶ Podle posledních informací z asociace AKAT by měla ČNB vydat stanovisko k této problematice v červnu 2011.

Snaha Evropské komise zabránit další finanční krizi regulací odměňování ve finančních institucích není podle autorky nejlépe zvoleným řešením. Tento názor vyjádřila i Česká bankovní asociace ve výše uvedeném stanovisku. Nejsilnějším argumentem je, že čeští bankéři nezavinili vznik finanční krize, ani nečerpali státní prostředky na sanaci bank,

⁵⁶ Česká bankovní asociace. Připomínky k návrhu vyhlášky, kterou se mění vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry. Praha, 2010.

proč by tedy měli touto regulací postiženi? Na jednu stranu je pochopitelný princip plošné regulace finančního sektoru napříč EU, Evropská komise nemůže vydat předpis platný pouze pro finanční instituce některých států. Nicméně na druhou stranu je možné „inspirovat se“ přístupem Slovenska, které se v rámci Evropské měnové unie odmítlo finančně podílet na pomoci Řecku, a to z důvodu, že se na vzniku řecké finanční krize nepodílelo a že nemá důvod dotovat bohaté penze Řeků, kteří odcházejí do důchodu o 10 let dříve, než obyvatelé Slovenska s nesrovnatelně nižšími příjmy.

Podle názoru autorky je tato směrnice pouze „momentálním“ řešením situace, protože veřejnost se, zčásti právem, cítí poškozena činností finančních institucí a následnou finanční krizí, která měla dopad na všechny. Ovšem současná situace je taková, že není připravena návazná legislativa, tudíž implementace směrnice CRD způsobí větší problémy, než jaké bude mít pozitivní dopady. Další otázkou je motivace zaměstnanců vykonávat zodpovědné funkce ve finančních institucích. Vedení risk managementu, kontrolních funkcí a vedení celé instituce vůbec zodpovědné funkce jsou, tudíž je zde motivace na místě. Jenom budoucnost ukáže, jak se toto opatření osvědčí v praxi.

Dalším článkem kontrolního systému je dozorčí rada. Ta projednává zejména zprávy z kontrol provedených interním auditem, události operačního rizika, zprávy oddělení compliance, zprávy oddělení řízení rizik a o svých poznatcích informuje představenstvo.

Vedoucí zaměstnanci odpovídají za tvorbu, funkčnost a účinnost systému vnitřní kontroly v rámci vlastního pracovního zařazení, odpovídají za plánování a provádění kontrol a realizaci preventivních opatření.

Důležitým článkem kontrolního systému společnosti je compliance officer. Compliance officer je nezávislý a podléhá přímo pověřenému členovi představenstva. Autorka této práce vykonává činnost compliance officera již sedmým rokem, proto v této části popisuje povinnosti compliance officera s ohledem na své osobní zkušenosti. Mezi povinnosti compliance officera náleží široký rozsah činností, některé z nich jsou rozvedeny níže:

1. Úkolem compliance officera je monitorovat novou legislativu týkající se nejen finančních trhů, ale i upravující obchodní vztahy, občanskoprávní vztahy a oblast pracovního práva. V případě vydání nové legislativy je provedena

kontrola interních předpisů a tyto jsou uvedeny do souladu s novým právním předpisem. Současně je nutné také monitorovat nové předpisy skupiny ING a zajistit, aby interní směrnice české společnosti byly v souladu s těmito politikami a nařízenými. V případě rozdílu má přednost česká legislativa. Nové předpisy nebo aktualizace stávajících předpisů jsou předkládány ke schválení představenstvu společnosti.

2. Aby byl zajištěn soulad činností společnosti s interními předpisy a potažmo s českou legislativou, compliance officer připravuje a prezentuje školení pro všechny zaměstnance společnosti. Na těchto školeních jsou zaměstnanci informováni o nových právních předpisech, nových interních předpisech a o eventuálních změnách pracovních procesů tak, aby tyto byly v souladu se změnami legislativy.
3. Úkolem compliance officera je také provádět kontrolu dodržování těchto interních předpisů a stanovených pracovních procesů. V průběhu roku compliance officer provádí měsíční kontroly obchodů uzavíraných portfolio manažery na jednotlivých portfoliích klientů, kde se kontroluje nejen dodržování investičních limitů stanovených zákonem, eventuálně smlouvou, ale i to, zda jsou obchody uzavírány se schválenými protistranami, zda byla dodržena best execution, zda je v pořádku cena. Veškeré tyto údaje se ještě ověřují s telefonickou nahrávkou uzavření obchodu mezi portfolio manažerem a makléřem. Dále compliance officer na roční bázi kontroluje například nastavení benchmarků na jednotlivých portfoliích, soulad dokumentů odesílaných klientům s nastavením ve smlouvách, provádí due diligence distributorů podílových fondů i klientů, kontroluje výroční zprávu a další.
4. Další oblastí činnosti je vedení evidence osobních obchodů jednotlivých zaměstnanců uzavíraných na jejich vlastní účet nebo účet osob jim blízkých. Každý osobní obchod zaměstnance musí compliance officer nejprve posoudit a schválit, pak teprve může být osobní obchod zaměstnancem uzavřen.
5. Další evidencí, kterou je compliance officer pověřen vést, je „Watch List“ a „Restricted List“, které slouží k ochraně vnitřních informací a potažmo k ochraně trhu před manipulací či narušením průhlednosti.

6. Úkolem compliance officera je také komunikovat se státními orgány, zejména s Českou národní bankou, podílet se na přípravě materiálů a být kontaktní osobou pro případ dohlídky ČNB na místě. To samé se vztahuje i na interní audit. Dále compliance officer připravuje návrhy opatření v souvislosti se stížnostmi klientů podanými na společnost a podílí se na vyřízení těchto stížností.

K tomu, aby mohl compliance officer vykonávat výše uvedené činnosti, je oprávněn pasivně vstupovat do všech informačních systémů společnosti a získávat z nich nezbytné údaje, vstupovat na jednotlivá pracoviště ve společnosti a požadovat poskytnutí jakýchkoli informací a dokladů. Informace o zjištěných závažných skutečnostech podává compliance officer přímo představenstvu společnosti, které je jeho přímým nadřízeným orgánem. Písemné zprávy celému představenstvu jsou většinou předkládány v měsíčních intervalech.^{57, 58}

Důležitost compliance officerů roste. S rostoucí regulací finančních trhů vzrůstá objem kontrolních činností, které compliance officeři vykonávají. Compliance officeři a auditoři jsou jedny z mála profesí, jejichž postavení, na rozdíl od analytiků nebo portfolio manažerů, díky finanční krizi posílilo.

Poslední složkou kontrolního systému je interní audit. Interní audit ověřuje a hodnotí systém řízení, účinnost vnitřního kontrolního systému, systém řízení rizik, pracovní postupy a identifikaci rizik, vedení účetnictví, úplnost, průkaznost a správnost evidencí, efektivnost informačních toků, pravdivost a věrohodnost účetních, statistických a provozních informací, dodržování povinností stanovených právním řádem a vnitřními předpisy, výkon compliance. Stejně jako compliance officer je interní audit oprávněn pasivně vstupovat do informačních systémů společnosti a získávat z nich údaje nezbytné k výkonu své činnosti, vstupovat na jednotlivá pracoviště společnosti, požadovat od zaměstnanců společnosti, externího auditu a externích expertů poskytnutí informací a dokladů nezbytných pro výkon své činnosti, požadovat vyjádření ke zjištěním a podnětům a požadovat od vedoucích zaměstnanců zprávy o odstranění zjištěných nedostatků a realizaci uložených preventivních a nápravných opatření.

57 Lišuchová, Darina. ING Investment Management (C.R.), a.s. ING IM Operations Manual, účinný od 1. dubna 2010.

58 Lišuchová, Darina. ING Investment Management (C.R.), a.s. ING IM Compliance Manual, účinný od 1. ledna 2011.

Interní audit je povinen jednou ročně vypracovat souhrnnou zprávu o činnosti a uskutečněných kontrolách, zjištěných nedostatcích, navržených preventivních a nápravných opatřeních a jejich realizaci, předkládá je k vyjádření vedoucím pracovníkům a s jejich vyjádřením je předkládá představenstvu a dozorčí radě společnosti. Veškeré činnosti související s výkonem interního auditu musí být vykonávány odborně, nezávisle, objektivně a čestně.

Z výše uvedeného vyplývá, že by každá společnost měla mít svého interního auditora. V případě malých společností, jako byl Credit Suisse Asset Management nebo ING Investment Management, kde počet zaměstnanců nepřesahuje dvacet, je možné funkci interního auditora outsourcovat. Protože společnost ING Investment Management patří do globální skupiny ING, jednou za dva roky v ní provádí interní audit specializované oddělení z centrály ING v Haagu. Aby byla splněna povinnost vyplývající z české legislativy, je v letech, kdy kontrolu neprovádí toto specializované oddělení, interní audit outsourcován a prováděn externí společností na základě smlouvy.

4.1.2.2 Řízení střetu zájmů

Postupy k omezení možnosti střetu zájmů při poskytování služeb upravuje § 9 vyhlášky č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu. V této části práce autorka vychází z analýzy interních předpisů ve společnosti, kde pracovala a pracuje, a jejichž přípravou a aktualizací se zabývá v rámci své pracovní činnosti.⁵⁹

Při zjišťování střetu zájmů společnost zejména zjišťuje, zda společnost sama, její vedoucí osoby, zaměstnanci nebo osoby se zvláštním vztahem ke společnosti mohou získat finanční prospěch nebo se vyhnout finanční ztrátě na úkor zákazníka, mají odlišný zájem na výsledku poskytnuté služby nebo obchodu než má klient, mají motivaci upřednostnit zájem zákazníka před zájmy jiného zákazníka, podnikají ve stejném oboru jako zákazník nebo dostanou od jiné osoby než je zákazník pobídku (podle § 15 odst. 3 ZPKT) v souvislosti se službou tomuto zákazníkovi a tato pobídka nepředstavuje obvyklou úplatu za poskytovanou službu. Společnost vždy zjišťuje

59 Lišuchová, Darina. Vnitřní předpisy společnosti ING Investment Management (C.R.), a.s.: ING IM Pravidla pro uzavírání osobních obchodů platná pro zaměstnance ING IM ČR, účinná od 1. ledna 2011, ING IM Organization Chart and Chinese Walls Manual, účinná od 16. srpna 2010, Strategie společnosti ING IM pro řízení střetu zájmů, leden 2011.

okolnosti, které ve vztahu ke konkrétním službám a činnostem, které poskytuje, mohou vést ke střetu zájmů, který představuje podstatné nebezpečí poškození zájmů zákazníka (podstatný střet zájmů). V tomto smyslu také společnost informuje zákazníka a je na jeho rozhodnutí, zda i přes střet zájmů bude na poskytnutí investiční služby trvat.

Předpokladem efektivního zavedení výše uvedených opatření je identifikace osob se zvláštním vztahem ke společnosti. Za tímto účelem společnost vede seznam osob, které mají přístup k vnitřním informacím a informacím, jejichž zveřejnění může ovlivnit cenu předmětného investičního instrumentu (tzv. zasvěcené osoby). Takové osoby vykonávají činnosti, které mohou být zdrojem střetu zájmů nebo mají přístup k vnitřním informacím nebo k důvěrným informacím o zákaznících nebo jejich obchodech. Typicky jsou to portfolio manažeři, zaměstnanci oddělení vypořádání obchodů, compliance officer a risk manažer.

Jedná se zejména o střet zájmů při provádění obchodních a analytických činností, při provádění pokynů klienta v rámci spravovaných portfolií a pokynů správce obhospodařovaného klientského portfolia. Při všech těchto činnostech by měla společnost vždy jednat spravedlivě, profesionálně a v zájmu klienta. V praxi jednotlivých společností řízení střetu zájmů závisí na konkrétních investičních službách, které společnost zákazníkovi poskytuje. Níže autorka uvádí příklady situací a řízení střetu zájmů tak, jak se s nimi setkala ve své praxi v investiční společnosti a v obchodníkovi s cennými papíry.

Hlavní zásady při předcházení a řízení střetu zájmů jsou:

- důvěrnost informací – informace o jednotlivých klientech a jejich aktivitách a aktivitách v jejich prospěch jsou důvěrné;
- vymezení a oddělení pravomocí a odpovědností jednotlivých zaměstnanců;
- v případě, že se nelze střetu zájmů vyhnout, je společnost povinna zákazníka o nadcházejícím střetu zájmů informovat;
- zákazníkům je třeba zajistit odbornou péči, rovné a spravedlivé zacházení.

Nyní autorka jednotlivé zásady zanalyzuje podrobněji. Povinnost zachovat důvěrnost informací o klientech a aktivitách v jejich portfoliích je zakotvena v interních předpisech. Ochrana důvěrných informací úzce souvisí s obchodováním na vlastní účet

zaměstnanci společnosti. Zaměstnanci nesmí používat získané důvěrné informace ve svůj vlastní prospěch, ani ve prospěch jiných osob. Pokud zaměstnanec společnosti získal důvěrnou informaci o cenném papíru nebo jeho emitentovi, nesmí uzavírat obchody s předmětným cenným papírem na účet vlastní, ani na účet osoby blízké. Zákaz platí do té doby, dokud se informace nestane veřejně známou. Pokud se zaměstnanec dozví důvěrnou informaci, je povinen jí nahlásit compliance officerovi. Ten ji umístí na Restricted List nebo na Watch List.

Všechny osobní obchody zaměstnanců musí být právě z důvodu vyloučení střetu zájmů předem schváleny compliance officerem. Zaměstnanci jsou povinni zdržet se investic, které by mohly být považovány za nepřiměřené či vysoce spekulativní ve vztahu k jejich pracovnímu postavení, nebo mohly způsobit manipulaci s trhem. Transakce uskutečňované pro klienty a společnost musí mít přednost před transakcemi do cenných papírů a jiných investic, ze kterých zaměstnanec může získat jakýkoliv osobní prospěch. Zájem klienta musí mít vždy přednost před vlastním prospěchem zaměstnance.

Obchod na vlastní účet není povolen s cennými papíry vydanými společnostmi, ve kterých zastává zaměstnanec řídicí nebo administrativní funkci, které jsou diskutovány na schůzích investičních manažerů, a to v období následujících dvou měsíců, a dále s cennými papíry umístěnými na Restricted listu. Osobní obchod s cennými papíry může být proveden prostřednictvím obchodníků s cennými papíry, přes které společnost provádí obchody na portfoliích. Zaměstnanec ale musí prokázat, že nevyužil žádných výhod z transakcí prováděných pro klienty a společnost. Následně musí zaměstnanec prokázat, že všechny osobní transakce byly provedeny za standardních obchodních podmínek.

Zneužití vnitřní informace k osobnímu obchodu může být správním deliktem nebo přestupkem podle ZPKT, ale může také naplnit skutkovou podstatu trestného činu zneužití informace a postavení v obchodním styku podle § 255 trestního zákona.

V případě, že by compliance officer osobní obchod zaměstnance schválil a dodatečně by vyšlo najevo, že tento obchod byl uskutečněn na základě znalosti vnitřní informace, na vlastní obchod by to vliv nemělo, ten již byl uskutečněn. Pokud by se neprokázalo kriminální jednání obchodujícího zaměstnance, ani compliance officera, platnost obchodu tato skutečnost opět neovlivní. U člena statutárního orgánu společnosti, který

by uskutečnil osobní obchod na základě vnitřní informace, se společnost může domáhat vrácení plnění. U compliance officera, který je zaměstnancem společnosti, je to vyloučeno. Vůči němu může společnost, v případě, že jí byla způsobena škoda, požadovat náhradu škody podle části jedenácté hlavy I. zákoníku práce. Společnost však musí prokázat zavinění compliance officera a výši způsobené škody.⁶⁰

Compliance officer odpovídá svému zaměstnavateli za škodu, kterou způsobil zaviněným porušením povinností při plnění pracovních úkolů nebo v přímé souvislosti s ním v souladu s § 250 a následujících zákoníku práce. V případě odpovědnosti za škodu podle § 250, je compliance officer povinen společnosti nahradit celou skutečnou škodu. V případě, že škodu způsobil úmyslně, má společnost právo i na náhradu ušlého zisku. Pokud ovšem byla škoda způsobena z nedbalosti, nesmí náhrada škody přesáhnout částku čtyřapůlnásobku průměrného měsíčního výdělku (§ 257 zákoníku práce).

Na prvním místě by samozřejmě byly sankce vůči compliance officerovi, které vyplývají z interních předpisů společnosti. S největší pravděpodobností by bylo toto jednání posouzeno jako hrubé porušení pracovních povinností, po kterém následuje okamžité rozvázání pracovního poměru.

Škoda by společnosti vznikla buď v důsledku uložení pokuty Českou národní bankou, nebo v důsledku poškození dobré pověsti společnosti. Pokuta je škoda jednoznačně identifikovatelná, u poškození dobré pověsti je kvantifikace způsobené újmy složitější. V našem právním řádu bohužel neexistuje definice pojmu dobrá pověst právnické osoby. Z judikatury lze dovodit, že se jedná o obchodní renomé (goodwill), které obsahuje určité morální a kvalitativní vlastnosti společnosti, podle kterých je vnímána a hodnocena profesní i širší veřejností. Pod pojem dobré pověsti lze zahrnout nehmotné a samostatně nevyčíslitelné hodnoty spojované s konkrétní právnickou osobou – tedy společenský respekt, příznivé mínění klientů o službách, důvěryhodnost společnosti jako celku, tedy včetně zaměstnanců a vedení, dodržování obchodních závazků. Patří sem i know-how a obchodní tajemství, včetně loga společnosti. Je to však i ekonomický jev určující soutěžní pozici na trhu a z účetního hlediska se jedná o zvláštní finanční hodnotu. Dobrá pověst tvoří součást konkurenčního boje a požívá proto právní ochrany.

⁶⁰ Konzultace s advokáty z AK Munková, Zoufalý a partneři, 13. 4. 2011.

Základ ochrany dobré pověsti lze dovodit z Listiny základních práv a svobod, z níž vyplývá právo každého, fyzické i právnické osoby, na dobrou pověst a jméno. Konkrétní prostředky ochrany upravují zákony, a to civilně právní – občanský zákoník, obchodník zákoník, tiskový zákon, zákon o provozování rozhlasového a televizního vysílání, a procesní předpisy – občanský soudní řád a správní řád. Druhou skupinou jsou trestně právní předpisy (trestní zákon a trestní řád). Na ně navazují další zákony upravující ochranu obchodní firmy, spotřebitelských práv, práv na označení a další.⁶¹

Každý zaměstnanec musí compliance officerovi dvakrát ročně předložit úplný seznam svých transakcí za uplynulé období a s ním i stavový výpis z majetkového účtu cenných papírů. Tato povinnost se opírá o ustanovení § 7 odst. 2 písm. c) vyhlášky č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu. Toto ustanovení ukládá compliance officerovi povinnost kontrolovat dodržování pravidel o obchodech zaměstnanců uzavíraných na jejich vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých. Aby compliance officer mohl uvedenou povinnost splnit, musí seznam schválených obchodů jednotlivých zaměstnanců porovnat s výpisy z jejich majetkových účtů cenných papírů a ověřit, že každý zaměstnanec požádal o schválení všech svých osobních obchodů.

Splnění všech výše uvedených povinností kontroluje jednak interní audit, jednak ČNB při svých více či méně pravidelných výzvách k podání informací či dohlídkách na místě. Nicméně pokud by se některý ze zaměstnanců rozhodl využít vnitřní informaci, kterou získal v souvislosti se svojí pracovní činností, a prostřednictvím jiné osoby uskutečnil obchod, není v silách společnosti tuto skutečnost zjistit, ani jí zabránit. Společnost sice může zkontrolovat své obchodní systémy a zjistit, jestli nebyl některým ze zaměstnanců proveden obchod, který nebyl nahlášen, do systémů jiných společností však přístup nemá. Tímto autorka nechce snižovat váhu a funkci výše popsané regulace, jen chce poukázat na to, že tato regulace není s to obsáhnout všechny možnosti zneužití vnitřní informace a že určité riziko tak bude vždy existovat. Ani úplný zákaz osobních obchodů pro všechny zaměstnance by situaci nevyřešil, nehledě na to, že by bylo takové řešení vůči zaměstnancům finančních institucí diskriminační.

61 Trojan, Oldřich. Advokátní kancelář Holec, Zuska & Partneři. Dobrá pověst právnické osoby. 7. 9. 2006. Dostupné na <http://www.epravo.cz/top/clanky/dobra-povest-pravnicke-osoby-42898.html>. [cit. 24. 5. 2011].

I v České republice se již vyskytly případy zneužití vnitřní informace k osobnímu prospěchu. Prvním velkým a patrně mediálně nejznámějším je případ AS, manažera elektrárenské společnosti ČEZ. V dubnu 2005, těsně před zveřejněním hospodářských výsledků společnosti ČEZ, nakoupil AS akcie společnosti. Podle požadavku zákona tuto transakci nahlásil na Komisi pro cenné papíry. Akcie držel zhruba měsíc a půl a poté je se ziskem, který dosahoval několika set tisíc korun, prodal.

K tomuto případu došlo i přesto, že Česká republika již měla legislativně upraven zákaz zneužití informací v obchodním styku (tzv. insider trading), tzn. zákaz manažerům, aby v kritickém čase před zveřejněním hospodářských výsledků nakupovali akcie firem, které řídí. Toto ustanovení bylo přijato v rámci implementace práva před vstupem České republiky do EU. A přesto k porušení rovnosti na kapitálovém trhu došlo. Jak je to možné?⁶²

Z výše uvedeného vyplývá, že na vině není nedostatek legislativních opatření, ale spíše jejich uplatňování v reálném životě a v činnosti firem. Ve společnosti ČEZ evidentně selhaly kontrolní mechanismy, které měly nákupu akcií panem AS zabránit. Morální stránku případu, tedy fakt, že si pan AS neuvědomil nebo možná ignoroval dopad svého činu na ostatní účastníky kapitálového trhu, nejsou obsahově předmětem této práce, ale rozhodně jsou podnětem k zamyšlení.

Úspěšnému prosazování práva a tudíž preventivnímu působení právních norem nepomáhá ani fakt, že řešení této kauzy bylo neúměrně dlouhé. Nejprve kauzu řešila Komise pro cenné papíry, jejíž rozhodnutí na základě rozkladu projednávala ČNB. Její definitivní rozhodnutí padlo až v roce 2009. Podle tohoto rozhodnutí se dopustil AS tím, že dne 29. 2. 2005 nabyl akcie emitenta ČEZ v počtu 7 500 akcií a dne 17. 5. 2005 nabyl akcie stejného emitenta v počtu 10 000 kusů, ačkoli jako místopředseda představenstva emitenta v době podání pokynů znal vnitřní informaci o návrhu představenstva týkajícím se výše dividendy spojené s rozdělením zisku za rok 2004, tedy jako zasvěcená osoba, která získala vnitřní informaci z titulu své funkce, využil tuto vnitřní informaci, a tím se dopustil přestupku podle § 178 odst. 1 ZPKT. Za tento

62 ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2009/2146/110 ze dne 13. srpna 2009. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy-old/89918_51_se_35_2005_2009_2146_110.pdf. [cit. 14. 12. 2010].

přestupek mu byla uložena pokuta ve výši 1 700 000 Kč a náhrada nákladů řízení.⁶³ Mezi tím byl AS obviněn protikorupčním útvarem z trestného činu. V důsledku toho byl donucen k opuštění představenstva ČEZ. V říjnu 2010 se uvažovalo, že by se AS mohl vrátit zpět do představenstva společnosti ČEZ, tento návrh měla projednat dozorčí rada.⁶⁴ Podle údajů v obchodním rejstříku ke dni 20. června 2011 se tak nestalo.

K problematice vnitřních informací vydala ČNB Úřední sdělení ze dne 15. února 2008, jímž se vydává Metodika nakládání s vnitřními informacemi. Právní úprava se opírá o paragrafy 120, 121, 124, 125 a 126 ZPKZ a o vyhlášku č. 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení ZPKT v oblasti ochrany proti zneužívání trhu. Tyto předpisy transponovaly do českého práva směrnici o zneužívání trhu a dvě na ní navazující prováděcí směrnice.

Úřední sdělení ČNB definuje vnitřní informaci jako informaci, která musí vykazovat následující znaky:

- týká se skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny finančního nástroje nebo jeho výnosu;
- není veřejně známá;
- je přesná;
- mohla by poté, co by se stala veřejně známou, významně ovlivnit kurz, jinou cenu nebo výnos finančního nástroje nebo jiného nástroje, jehož hodnota se odvozuje od tohoto finančního nástroje.

Jedná se tedy o informace, které se přímo dotýkají emitenta, jeho hospodářské situace a vyhlídek do budoucna, popřípadě které se týkají práv plynoucích z finančního nástroje. Informace mohou být vnitřní pouze v případě, pokud mají kurzotvorný potenciál. Toto ustanovení upřesňuje prováděcí vyhláška v § 2 odst. 2 jako předpoklad, že rozumný investor vezme takovou informaci v úvahu při investičním rozhodování. Autorka nepovažuje za nutné vyjmenovávat zde jednotlivé příklady skutečností způsobilych přivodit významnou změnu kurzu.

63 ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2009/2146/110 ze dne 13. srpna 2009. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy-old/89918_51_se_35_2005_2009_2146_110.pdf. [cit. 14. 12. 2010].

64 Atlantik FT. ČEZ: Alan Svoboda by se mohl vrátit do představenstva. 4. 10. 2010. Dostupné na <http://www.investujeme.cz/investicni-zpravy/cez-alan-svoboda-by-se-mohl-vratit-do-predstavenstva/>. [cit. 14. 12. 2010].

Důležitým momentem je uveřejnění vnitřní informace. Zákon stanoví povinnost každou vnitřní informaci neprodleně uveřejnit. Někdy ovšem existují závažné důvody pro odložení uveřejnění vnitřní informace – jedná se zejména o informace o probíhajícím jednání, jejichž zveřejnění by ohrozilo průběh tohoto jednání, dále například informace o probíhajícím výzkumu. Pro odložení uveřejnění vnitřní informace je však bezpodmínečně nutné splnit podmínku, aby nebyla klamána veřejnost a aby emitent zajistil důvěrnost informace.

Důvěrnost informace zajišťuje emitent prostřednictvím omezení zasvěcených osob, které vnitřní informaci znají. Emitent zavede technická a organizační opatření zabráňující úniku vnitřních informací, vede seznam osob, které mají přístup k vnitřním informacím, a průběžně je poučuje o povinnostech, které plynou ze znalosti vnitřní informace.

Zasvěcené osoby mají ve vztahu k vnitřní informaci tři povinnosti:

- mlčenlivost a zamezení přístupu k vnitřní informaci jiné osobě;
- zákaz činit přímá či nepřímá investiční doporučení týkající se finančních nástrojů, kterých se informace týká;
- zákaz takový finanční nástroj zcizit nebo jej nabýt nebo se o jeho nabytí či zcizení pokusit.

Velmi důležitým momentem je obchodování zasvěcených osob na vlastní účet. Jeho pravidla jsou upravena v § 124 odst. 4 ZPKT, která směřují k tomu, aby zasvěcená osoba vnitřní informaci nezneužila. Cílem není zakázat zasvěceným osobám osobní transakce, i když každá transakce zasvěcené osoby může vzbudit podezření na využití vnitřní informace. Aby se toto podezření vyloučilo, stanoví Úřední sdělení ČNB několik doporučení zasvěceným osobám. Jedná se zejména o využívání transparentního obchodního plánu a vyhnutí se neplánovaným transakcím s finančními nástroji, a to od počátku výkonu funkce, se kterou je spojen přístup k vnitřním informacím.⁶⁵

Evropská úprava původně vycházela ze směrnice Rady 89/592/ES ze dne 13. listopadu 1989, která koordinuje předpisy o obchodování zasvěcených osob. Tato směrnice stanoví zejména zákazy osobám, které v důsledku svého zaměstnání či povolání

⁶⁵ ČNB. www.cnb.cz [online]. Úřední sdělení ČNB ze dne 15. února 2008, jímž se vydává Metodika nakládání s vnitřními informacemi, Věstník ČNB, částka 6/2009 ze dne 6. března 2008. [cit. 15. 4. 2010].

disponují důvěrnými informacemi, využívat tyto informace pro své obchody, sdělovat je jiným osobám a doporučovat jim obchody na základě těchto informací. Směrnice stanoví těmto osobám zákaz využívat takto získané informace pro svůj prospěch nebo prospěch třetích osob. Tuto úpravu však netransponovaly všechny členské státy stejně. Například v Německu bylo obchodování na základě vnitřní informace legální až do roku 1994.⁶⁶

V roce 2003 byla nahrazena směrnicí EP a Rady 2003/6/ES o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu). Manipulace s trhem, která je touto směrnicí zakázána, je definována jako obchodování nebo šíření informací s cílem dát falešné nebo zavádějící informace o pohybech cen. Směrnice se vztahuje na akcie, investiční fondy, instrumenty peněžního trhu, futures, swapy, opce, deriváty a další instrumenty obchodované na regulovaných trzích.

V USA upravuje oblast vnitřních informací a manipulaci s trhem na federální úrovni Securities Exchange Act (dále jen SEA). Tento je při definici manipulace s trhem mnohem vágnější než evropská směrnice, když ji definuje jako „jakýkoli manipulativní nebo podvodný záměr nebo úmysl.“⁶⁷

Směrnice 2003/6/ES definuje vnitřní informace jako „jakékoli informace přesné povahy, které nebyly uveřejněny a které se přímo nebo nepřímo týkají jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů nebo jednoho nebo více finančních nástrojů. Informace, které by mohly mít významný dopad na vývoj a tvorbu cen na regulovaném trhu, by jako takové mohly být považovány za informace, které se nepřímo týkají jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů nebo jednoho nebo více s nimi souvisejících finančních derivátů“.⁶⁸

Federální americký zákon SEA a navazující předpisy nedefinují jasně vnitřní informaci, ani zasvěcenou osobu. Evropská směrnice jasně stanoví obchodování na základě vnitřní informace, zatímco americké právo konkrétní definici postrádá. Ovšem v obou právních

66 Anupama J., Naidu. Was its Bite Worse than its Bark? The Costs Sarbanes-Oxley Imposes on German Issuers may Translate into Costs to the United States, 18 Emory Int'l L. Rev. 271, 299 (2004). Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011].

67 Securities Exchange Act z roku 1934, 10, 15 U.S.C.78j (1994), článek 10b. Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011].

68 SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003, o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu), článek 16 Preambule.

systémech jsou patrné shodné znaky: materiálnost informace a její zveřejnění (materiální neveřejná informace). Na rozdíl od amerického SEA, evropská úprava zakládá protiprávní čin ne na porušení fiduciární povinnosti, ale spíše na znalosti vnitřní informace jako takové.⁶⁹

Co se týká zasvěcených osob („Insiders“), již směrnice 89/592/ES jasně stanovila definici zasvěcené osoby. Směrnice současně zakazuje, aby zasvěcené osoby zprostředkovávaly vnitřní informaci dále, tedy nezasvěceným osobám. Na rozdíl od evropské regulace, americký zákon SEA ani žádný z ostatních federálních zákonů a nařízení nedefinuje statutárně tento termín.

Proč je vlastně obchodování na základě znalosti vnitřní informace nežádoucí? Evropská komise vyjádřila názor, že takové obchodování podkopává důvěru investorů v trhy a jejich účastníky. Stejný důvod vyplývá z americké regulace. Ovšem na rozdíl od Spojených států, v době přijímání směrnice v roce 2003 bylo obchodování na základě vnitřní informace ve většině států ES trestným činem. Směrnice tak usilovala o vyšší ochranu proti zneužívání napříč členskými státy. Směrnice vlastně posunula ohnisko zájmu z čistě obchodního práva a porušení svěřených povinností k mnohostrannému přístupu k této problematice. V souvislosti s tímto jsou akcionáři, zaměstnanci, manažeři a veřejnost nahlíženi jako účastníci trhu, jejichž protichůdné zájmy musí být vyvažovány, a zákaz obchodování na základě vnitřní informace nesmí ovlivnit efektivitu finančního trhu.

Závěrem vyplývajícím z výše uvedené analýzy je, že evropská úprava vnitřní informace byla mohutně ovlivněna americkým Security Exchange Act. Avšak evropská legislativa tuto problematiku hlouběji propracovala. Jednotlivé pojmy, činnosti a jejich důsledky jsou jasněji definované ve směrnicích EU než v americkém SEA.

Podstatnou odlišností amerického právního systému od evropského komunitárního práva je možnost odškodnění v občansko-právních žalobách, které je umožněno díky výše uvedeným nejasnostem právních předpisů a také díky odlišné právní kultuře. Zjednodušeně řečeno osobní iniciativa je v USA pravidlem, intervence státu je výjimkou. V evropském právu tento princip funguje naopak a státní intervence je

69 Ejhle, Eric. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison. Universität Bremen, European Business Law Review, Vol. 26, ppg. 465 _ 490, 2010. Dostupné na http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011].

normou, zatímco soudní řízení vyvolaná fyzickými osobami jsou méně častá. Evropská legislativa vychází z americké úpravy, ale je více propracovaná a úloha státu při postihování porušení zákazu manipulace s trhem je mnohem vyšší než v USA.⁷⁰

Důvěrnost informací je v rámci společnosti zajišťována také prostřednictvím tak zvaných čínských zdí, což jsou pravidla pro oddělení jednotlivých pracovišť v rámci společnosti s cílem zamezit šíření vnitřních a důvěrných informací. Ve společnosti je důsledně dodržováno oddělení úseku front office od oddělení vypořádání a ta jsou obě oddělena od marketingu.

Vymezení a oddělení pravomocí a odpovědností jednotlivých zaměstnanců je upraveno interním předpisem. Tento předpis stanoví např.:

- zaměstnanec pověřený obchodováním s majetkem ve fondu kolektivního investování současně nesmí obchodovat na účet společnosti;
- zaměstnanec pověřený obchodováním na účet investiční společnosti nesmí být současně pověřen vypořádáním obchodů;
- zaměstnanec pověřený obhospodařováním majetku zákazníka nesmí být současně pověřen obhospodařováním fondu kolektivního investování, atd. Jednotlivá omezení stanoví vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu v § 9 odst. 9.⁷¹

S cílem zajištění odborné péče, rovného a spravedlivého zacházení při obhospodařování fondů kolektivního investování je společnost povinna dodržovat striktní pravidla. Zde jsou shrnuta některá z nich:

- Společnost při obhospodařování majetku podílového fondu obhospodařuje jeho majetek s odbornou péčí a dává přednost zájmům podílového fondu před svými vlastními zájmy a zájmy třetích osob.
- Pro případ, že cenné papíry vydané fondem kolektivního investování jsou v majetku jiného fondu kolektivního investování a majetek obou fondů

70 Ejhle, Eric. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison. Universität Bremen, European Business Law Review, Vol. 26, ppg. 465 _ 490, 2010. Dostupné na http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011].

71 Lišuchová, Darina. ING Investment Management Organization chart and Chinese walls manual. 16. 8. 2010.

obhospodařuje jedna společnost, je zakázáno, aby byly prostředky v majetku fondu kolektivního investování, o jehož cenné papíry jde, investovány do cenných papírů vydaných jiným fondem kolektivního investování, jehož majetek společnost obhospodařuje.

- Je zakázáno uzavírat obchody s investičními nástroji nebo jinými majetkovými hodnotami mezi podílovým fondem obhospodařovaným společností a jeho podílníky, ledaže jde o prodej nebo zpětný odkup podílových listů.
- Je zakázáno uzavírat obchody s investičními nástroji nebo jinými majetkovými hodnotami mezi podílovým fondem obhospodařovaným společností a obhospodařující osobou; to neplatí pro nákup nebo zpětný odkup podílových listů investiční společností v případě podílového fondu, který obhospodařuje.
- Je zakázáno uzavírat obchody s investičními nástroji nebo jinými majetkovými hodnotami mezi fondy kolektivního investování obhospodařovanými společností.
- Je zakázáno uzavírat obchody s investičními nástroji nebo jinými majetkovými hodnotami mezi fondem kolektivního investování a zákazníky, jejichž individuální portfolia společnost obhospodařuje, pokud právní předpisy nestanoví jinak.
- Nejlepší způsob provedení pokynů (best execution) – společnost má interními předpisy upravenou strategii a postupy, jejichž cílem je provedení transakcí za nejlepší možné ceny za daných okolností.

V případě, že nastane nebezpečí, že by při obhospodařování majetku podílových fondů nebo majetku zákazníka mohlo dojít ke střetu zájmů, nebo ke střetu zájmů již došlo, je odpovědný zaměstnanec povinen neprodleně informovat vedoucího zaměstnance a navrhnout alternativní způsob dosažení účelu původního pokynu. Vedoucí zaměstnanec je povinen okamžitě ověřit, zda střet zájmů skutečně hrozí nebo zda k němu již došlo. V případě pochybností musí konzultovat compliance officera a situaci s ním vyřešit.

Compliance officer vede evidenci oznámení zaměstnanců společnosti, že došlo ke střetu zájmů během obhospodařování majetku v podílovém fondu, a o posouzení těchto oznámení vedoucími zaměstnanci, popř. zaměstnancem vykonávajícím činnost compliance.

S řízením střetu zájmů souvisí i opatření zamezující manipulaci s trhem. Pracovníci odpovědní za přípravu a uzavírání smluv (zejména zaměstnanci odpovědní za komunikaci se zákazníky) informují zákazníka o právních normách, které společnosti zakazují poskytnout službu, nebo provést obchod nebo jiný úkon. V případě, že vznikne podezření, že poskytnutím služby by byl učiněn zákonem zakázaný úkon, dotčený zaměstnanec je povinen okamžitě upozornit svého nadřízeného. Ten společně s vedením společnosti přijme další opatření ve vztahu k závažnosti daného případu a služba bude zákazníkovi odmítnuta.⁷²

S řízením střetu zájmů souvisí i kontrola přijímání a poskytování darů a pohoštění. Společnost zavedla zásady, jejichž účelem je upravovat kontrolu přijímání darů a pohoštění od zaměstnanců třetích stran (např. makléřů, distributorů). Dary a pohoštění podléhají schválení compliance officera a je možné je přijímat pouze za dodržení přísných pravidel a limitů na poskytovaný dar nebo pohoštění.⁷³

Zaměstnanci jsou seznamováni s informacemi o současném výkladu zákonných pojmů z oblasti kapitálového trhu (zejména se jedná o vnitřní informace a jejich nedovolené využívání, nezákonnou manipulaci s cenami investičních nástrojů a další) a o aplikaci právní úpravy těchto pojmů na pravidelných školeních, která organizuje a prezentuje compliance officer. Do školení musí být standardně zařazeno proškolení zaměstnanců a kontrola dodržování vnitřních předpisů k zamezení střetu zájmů a manipulace s trhem, plnění tohoto opatření je pravidelně kontrolováno auditory, eventuálně i regulátorem.

4.1.2.3 Outsourcing

Outsourcing neboli činnosti vykonávané prostřednictvím jiné osoby je upraven v § 12d ZPKT. Toto ustanovení bylo v rámci implementace MiFID zavedeno jako zcela nové. Pokud společnost pověří jinou osobu výkonem významné provozní činnosti, je povinna zajistit vyloučení vzniku nepřiměřeného provozního rizika. Společnost současně musí zajistit, aby tato činnost nebyla vykonávána způsobem, který snižuje podstatně kvalitu řídicího a kontrolního systému společnosti nebo možnost ČNB vykonávat dohled nad dodržováním povinností společností.

⁷² Lišuchová, Darina. ING Investment Management (C.R.), a.s. Strategie společnosti ING IM pro řízení střetu zájmů. Květen 2010.

⁷³ ING Investment Management Europe. Gift, Entertainment and Anti-Bribery Policy. 11. 1. 2010.

Významnou provozní činností je taková činnost, jejíž nedostatečný výkon by narušil řádné a plynulé poskytování investičních služeb nebo výkon portfolio managementu, eventuálně ohrozil finanční stabilitu společnosti, anebo představoval změnu předpokladů, na základě kterých bylo společnosti uděleno povolení k činnosti. Významnou provozní činností není právní nebo jiné poradenství, vzdělávání pracovníků, činnosti spojené s vyúčtováním služeb poskytnutých společností, ochrana prostor, odebírání standardních služeb, včetně informací o trhu a cenách a další.

Při uzavírání kontraktů o outsourcingu je společnost povinna zajistit, aby poskytovatel měl schopnosti, kapacitu a oprávnění outsourcované činnosti vykonávat. Společnost musí kontrolovat výkon outsourcovaných činností a adekvátně řídit potenciální rizika. Poskytovatel služeb je povinen informovat společnost o jakékoliv změně, která by mohla mít vliv na jím poskytované činnosti. Poskytovatel je současně také povinen chránit všechny důvěrné informace o společnosti a jejích klientech, které se v rámci poskytování služeb dozvěděl. Smlouvy o outsourcingu se na roční bázi hlásí České národní bance.

Jedním z nejdůležitějších kanálů distribuce fondů jsou banky. Ty na sklonku minulého století začaly správu specializovaných fondů outsourcovat u specializovaných společností. Vznikly tak tři úrovně outsourcingu správy fondů:

- privátní bankéř vytvoří klientovi portfolio na míru z mnoha instrumentů. S cílem dosažení co nejlepšího výsledku použije fondy od různých správců;
- druhou úroveň jsou fondy fondů (v Evropě jsou rozšířené zejména v Rakousku). Manažer fondu fondů vybírá do svého portfolia fondy různých správců na základě svojí investiční strategie. Do portfolia fondu nenakupuje přímo konkrétní cenné papíry, ale pracuje přímo s hotovými fondy;
- třetí úroveň outsourcingu správy fondů probíhá u samotných fondů ve formě delegování správy na specializovaného správce, který má odborníky vyškolené na správu konkrétního specializovaného fondu.

Outsourcing je výhodný pro všechny zúčastněné strany. Banka, která správu fondů outsourcuje, má širší a kvalitnější nabídku fondů při nižších nákladech, společnost provádějící outsourcing získává nové klienty, které by jinak nebyla schopná sama

oslovit, a investor se zprostředkovaně dostane k zajímavým investičním možnostem, mnohdy mnohem levněji, než by se mu to podařilo přímo u investiční společnosti.

4.1.2.4 Ochrana majetku zákazníků

Ochrana majetku zákazníků je jednou z nejvýznamnějších podmínek a předpokladů pro výkon podnikání na kapitálovém trhu. Tato oblast je upravena v § 10 vyhlášky č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu. Společnost je povinna při nakládání s investičními nástroji zákazníka zavést opatření k ochraně vlastnického práva zákazníka, zejména pro případ úpadku společnosti, a k vyloučení použití investičních nástrojů zákazníka k obchodům na vlastní účet nebo na účet jiného zákazníka. Proto musí společnost zajistit soustavnou a jednoznačnou identifikaci majetku zákazníka tak, že může kdykoli odlišit majetek držený pro jednoho zákazníka od majetku drženého pro ostatní zákazníky a od svého vlastního majetku. Majetkem zákazníka se v tomto případě rozumí peněžní prostředky a investiční nástroje, které má společnost ve své moci za účelem poskytnutí investiční služby, a peněžní prostředky a investiční nástroje získané za tyto hodnoty pro zákazníka.⁷⁴

Při obhospodařování majetku v podílových fondech musí společnost důsledně dbát na to, aby nedošlo ke zneužití prostředků podílníků k obchodům na vlastní účet. Za tímto účelem společnost důsledně dodržuje tzv. princip čtyř očí, což znamená, že veškeré transakce týkající se majetku v podílových fondech jsou zadávány do obchodního systému jedním zaměstnancem a tyto transakce jsou zkontrolovány a v systému ověřovány dalším zaměstnancem. Teprve poté je možné obchod uskutečnit a odeslat depozitáři, který je následujícím stupněm kontroly a který veškeré transakce musí schválit.

Dalším důležitým principem je oddělené vedení účtů pro společnost a jednotlivé podílové fondy, zvláště jsou vedeny také účty pro jednotlivé měny. Bankovní účty podílových fondů jsou vedeny v bance depozitáře společnosti. Společnost může založit bankovní účet v jiné bance než v bance depozitáře, ale pouze se souhlasem depozitáře a pouze pod podmínkou jeho pravidelného informování o pohybech na těchto účtech.

⁷⁴ Lišuchová, Darina. Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Vnitřní směrnice Ochrana majetku zákazníka, 1. 10. 2008.

Takové účty slouží zpravidla k ukládání volných peněžních prostředků (depozita). Zaměstnanci společnosti nemohou disponovat s prostředky na účtech investičních nástrojů, v jejich kompetenci je pouze uzavírání obchodů a záznam obchodů (transakcí) do obchodního systému. Vlastní převod finančních prostředků na jednotlivých majetkových účtech provádí depozitář fondu. Společnost prostřednictvím pověřených zaměstnanců provádí pravidelnou kontrolu investičních nástrojů na účtech k tomu zřízených a porovnání stavu v interní evidenci s externí dokumentací (tzv. stavové a změnové výpisy pro zákazníka). Výpisy těchto investičních nástrojů jsou pořizovány minimálně jednou za měsíc a poté porovnány se stavem v interní evidenci (tzv. proces rekonciliace).⁷⁵

Tito pověřeni zaměstnanci současně vedou evidenci svěřených aktiv a nejméně jednou za obchodní den jsou povinni provést její porovnání se skutečným stavem. V případě zjištění nesrovnalosti je třeba okamžitě kontaktovat depozitáře fondu a přijmout nápravná opatření a opatření, která zamezí opakování těchto nesrovnalostí.

Veškeré příkazy k převodu peněžních prostředků z bankovních účtů podílových fondů jsou prověřovány depozitářem společnosti, a to v souladu s právními předpisy na základě řádných a průkazných dokladů.⁷⁶

Přípustné platby z bankovních účtů podílových fondů ve prospěch společnosti jsou:

- poplatek za obhospodařování fondu (je kalkulován dle statutu fondu);
- přípustné náklady fondů, které uhradila společnost za podílový fond (jsou vyjmenovány ve statutu fondu);
- jako doklad pro převod peněžních prostředků slouží smlouva nebo faktura, jedná se převážně o náklady na audit, daňové poradce, poplatky centrálnímu depozitáři, poplatek depozitáři, apod.);
- platby a zálohy na daňovou povinnost fondů, podkladem je přiznání k dani z příjmů právnických osob ověřené daňovým poradcem.

⁷⁵ Lišuchová, Darina. Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Vnitřní směrnice Compliance Manual, 1. 1. 2008.

⁷⁶ Lišuchová, Darina. Dalihodová, Eva. Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Vnitřní směrnice Vedení účetnictví, 1.1.2008.

Investiční nástroje nebo jiné majetkové hodnoty v majetku obhospodařovaných fondů kolektivního investování jsou v úschově nebo jiném opatrování depozitáře nebo osoby, na kterou depozitář výkon této činnosti delegoval, a jsou evidovány ve prospěch daného fondu kolektivního investování.

Jak vyplývá z výše uvedeného, vykonává depozitář funkci ochrany majetku investorů tím, že tento majetek chrání před zneužitím nebo neodpovědným nakládáním s ním.

Depozitářem fondu kolektivního investování může být pouze banka, činnost depozitáře je prováděna na základě smlouvy s investiční společností. Funkce depozitáře je vykonávána jedním z oddělení banky, které je organizačně a personálně odděleno od ostatních útvarů banky.

Depozitář se při výkonu svých funkcí řídí dvěma principy, těmi jsou ochrana investora a jednání s odbornou péčí. Ochrana investorů je základní povinností depozitáře, nicméně i zde je nutno nastavit určité limity a míra ochrany investorů musí být rozumná. Je třeba si uvědomit, že nikdy nelze preventivně předem zamezit všem selháním správců majetku (např. v důsledku systémového rizika), všem trestným činům apod. Při snaze dosáhnout maximální ochrany by dříve či později došlo k tomu, že přínosy ochrany pro investory a trh by v určitém bodě přestaly převyšovat náklady na zavádění této ochrany. Je tedy třeba najít taková opatření, aby se dospělo k ekonomické rovnováze. Ochrana investorů by také neměla nahrávat tomu, aby se investoři přestali zajímat o způsob a výsledky správy jejich majetku a se svým majetkem nakládali lehkovážně a spoléhali výlučně na regulaci a případné kompenzační mechanismy.⁷⁷ Odborná péče depozitáře je obdobná jako u ostatních subjektů finančního trhu.

Činnost depozitáře se dělí do tří základních oblastí – opatrování svěřeného majetku, tedy nakládání s tímto majetkem, evidence peněžních toků a kontrola činnosti investiční společnosti.

Opatrování majetku – investiční společnost má ze zákona povinnost svěřit majetek podílového fondu depozitáři. Jedná se o veškeré prostředky získané od investorů. Depozitář drží a nakládá s majetkem podílového fondu podle pokynů investiční

⁷⁷ Komise pro cenné papíry. Zásady činnosti depozitáře. Květen 2003. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/kolektivni_investovani/download/metodika_depz_20030523.pdf. [cit. 7.11.2010].

společnosti. Depozitář vede svou vlastní evidenci svěřeného majetku, kterou porovnává s evidencí investiční společnosti (již zmíněná rekonciliace).

Evidence peněžních toků – depozitář eviduje veškeré toky peněžních prostředků týkající se podílového fondu na běžných účtech. Tam vede evidenci veškerých peněžních prostředků, které jsou majetkem investiční společnosti a podílových fondů touto společností spravovaných. Na běžném účtu depozitář také eviduje peněžní prostředky ukládané na vkladových účtech a prostředky, které jsou převáděny na účty organizátorů veřejných trhů nebo osob provádějících vypořádání obchodů s cennými papíry.

Kontrola činnosti investiční společnosti – depozitář provádí průběžnou a soustavnou kontrolu každodenních činností za účelem ochrany majetku investorů. Depozitář kontroluje soulad činnosti investiční společnosti se zákonem, statutem fondu nebo obhospodařovatelskou smlouvou. Depozitář vyhodnocuje pokyny investiční společnosti k nakládání s majetkem podílového fondu co do souladu se zákonem a statutem. V případě rozporu pokyn neprovede a informuje investiční společnost.

U obchodníka s cennými papíry platí obdobný princip – při obhospodařování majetku zákazníků je povinností vést oddělené majetkové účty pro společnost a jednotlivé zákazníky a jednotlivé podílové fondy. Zaměstnanci společnosti jsou povinni dodržovat účetní postupy a vést evidenci majetku na účtech jednotlivých zákazníků a fondů. Tyto postupy a principy jsou upraveny v interních předpisech, které podléhají kontrole nejen interního a externího auditu, ale také České národní banky.⁷⁸ Česká národní banka každý rok vyžaduje provedení kontroly interního předpisu upravujícího principy obhospodařování majetku zákazníka. Současně je kontrolována i implementace tohoto interního předpisu a jeho dodržování v praxi. Kontrolu provádí externí auditor na náklady společnosti.

Investiční nástroje mohou být drženy buď v centrální evidenci cenných papírů, kterou vede centrální depozitář, nebo v samostatné evidenci. V centrální evidenci jsou vedeny všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice kromě zaknihovaných cenných papírů vedených v evidenci ČNB a kromě zaknihovaných cenných papírů kolektivního investování, které jsou vedeny v samostatné evidenci. ZPKT stanoví podrobné podmínky pro provoz centrálního depozitáře a pro vedení samostatné

⁷⁸ Lišuchová, Darina. Vnitřní směrnice ING Investment Management (C.R.), a.s. Ochrana majetku zákazníka. 1. 1. 2011.

evidence cenných papírů subjekty kapitálového trhu. O centrálním depozitáři bude podrobněji pojednáno níže.

Investiční nástroje nakoupené v zahraničí jsou prostřednictvím třetí osoby, tzv. custodiana, drženy u depozitářů cenných papírů. Společnost je povinna vybrat custodiana resp. depozitáře s odbornou péčí a dle požadavků stanovených právními předpisy mezi renomovanými finančními institucemi. Zahraniční investiční nástroje zákazníků jsou obvykle evidovány na zákaznických sběrných účtech otevřených na jméno společnosti (nominee account, omnibus account) u custodianů.

4.1.2.5 Pravidla archivace a uchování dat

Pravidla archivace a uchování dat upravuje § 17 ZPKT. Pro potřeby auditu, kontroly ČNB či reklamací klientů je společnost povinna uchovávat dokumenty týkající se poskytnuté investiční služby, včetně záznamů v deníku obchodníka s cennými papíry, jakož i záznamy komunikace se zákazníkem, týkající se poskytnuté investiční služby, a to po dobu minimálně pěti let od okamžiku poskytnutí investiční služby nebo provedení obchodu. Záznamy a doklady týkající se uzavřených závazkových vztahů je společnost povinna uchovávat po celou dobu trvání závazkového vztahu.

Protože jsou součástí uchovávaných záznamů rovněž údaje o rodných číslech zákazníků, mající charakter důvěrných údajů, musí společnost dodržovat při nakládání s těmito údaji příslušná pravidla. Z tohoto důvodu mají přístup k těmto údajům a mohou s nimi nakládat pouze osoby oprávněné k této činnosti interními předpisy společnosti. Evidence nesmí být v žádném případě použity k jiným účelům, než pro které byly vytvořeny. Tím ovšem nejsou dotčeny pravomoci kontrolních útvarů tak, jak vyplývají z právních předpisů a vnitřních předpisů společnosti.⁷⁹

⁷⁹ ING Investment Management (C. R.), a.s. Vnitřní směrnice ING IM Archivní a skartační řád, 26. 5. 2009.

4.2 Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům

4.2.1 Kategorizace zákazníků

Kategorizace zákazníků byla jednou z největších novinek, kterou směrnice MiFID zavedla. Tato koncepce má zajistit každé kategorii zákazníků adekvátní míru ochrany s ohledem na úroveň jejich zkušeností. Zákazníků fondů kolektivního investování se klasifikace tolik nedotýká, většina z nich spadá pod kategorii retailový zákazník. Ale pro ucelenost informací by autorka ráda tuto oblast stručně zmínila.

Směrnice MiFID rozlišuje tři základní skupiny zákazníků:

- retailový zákazník;
- profesionální zákazník;
- způsobilá protistrana.

ZPKT naproti tomu rozlišuje pouze dvě kategorie, a sice kategorie profesionální zákazník a zákazník, který není profesionálním zákazníkem. Kategorie profesionálních zákazníků v sobě obsahuje kategorii způsobilých protistran, tedy finančních institucí, které jsou profesionálními zákazníky ze zákona, dále právnické osoby, které splňují kritéria daná zákonem (celková výše aktiv, roční obrat a vlastní kapitál), a dále profesionální zákazníky na žádost. Pro účely poskytování investičních služeb je společnost povinna zařadit zákazníka do jedné z výše uvedených kategorií a o tomto zařazení zákazníka informovat.

Profesionálním zákazníkem se může zákazník v souladu s § 2b ZPKT stát také na základě žádosti podané společností. Tato osoba však musí kromě žádosti splnit dvě ze tří zákonem stanovených kritérií, která se týkají obchodování na regulovaných trzích, objemu majetku zákazníka anebo znalostí finančního trhu. Společnost pak rozhodne, zda souhlas udělí.

Naproti tomu kvalifikovaným investorem speciálního fondu podle § 56 ZKI mohou být kromě profesionálních zákazníků ze zákona, splňujících kritéria podle § 2b ZPKT, i právnická nebo fyzická osoba, která pouze písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry. Zákon bohužel nerozvádí, jaké zkušenosti by měla tato osoba prokázat, ani neurčuje proceduru, pomocí které by měl fond tyto zkušenosti

ověřovat. Sporným se jeví také požadavek ZKI na dostatečné zkušenosti s obchodováním s cennými papíry, pro případ, že investiční politika fondu kvalifikovaného investora bude zaměřena např. na investice do nemovitostí.

Tato nekonzistentnost je ošetřena ve vyhlášce ČNB č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování, která stanoví, že statut fondu kvalifikovaných investorů musí obsahovat také „podrobnosti o způsobu ověření zkušeností investorů s investováním do aktiv, na které se investiční politika fondu zaměřuje“ (§ 19 odst. 5 písm. b)).

Na druhou stranu však ukládá vyhláška fondu povinnost podrobně specifikovat způsob "ověření" zkušeností investorů. Protože se jedná o fond kvalifikovaných investorů, tedy investorů, u kterých se určitá úroveň znalostí předpokládá, je autorka toho názoru, že povinnost zjistit jejich zkušenost by měla být splněna již tehdy, když investor vůči fondu prohlásí (např. ve formě čestného prohlášení), že požadované zkušenosti má. Je nepřiměřené, aby fond kvalifikovaných investorů musel pravdivost prohlášení dále zkoumat. Jak je již výše uvedeno, zákon stanoví, že prohlášení kvalifikovaného investora o jeho zkušenostech je dostatečné pro účely jeho „kvalifikace“ k investování do fondu kvalifikovaného investora. Vyhláška by neměla svými ustanoveními jít nad rámec zákona. Z toho autorka dovozuje, že zkoumání pravdivosti prohlášení kvalifikovaného investora fondem je s tímto ustanovením v rozporu.

Statut fondu by měl dále specifikovat, které osoby se mohou stát jeho kvalifikovaným investorem. To umožňuje vytvářet fondy kvalifikovaných investorů jen pro velmi úzkou investorskou skupinu. Na druhou stranu ale není přípustné, aby statut stanovil natolik omezující kritéria, která by splnila pouze jediná osoba. To by bylo v rozporu s požadavkem, aby investování mělo povahu kolektivního investování.

Další faktické omezení stanoví § 56 odst. 4 ZKI tím, že určuje minimální vstupní investici v hodnotě jeden milion korun. Tomu, aby se fondy kvalifikovaných investorů využívaly jako „retailové fondy“, brání stanovení maximálního počtu investorů, a to na sto kvalifikovaných investorů v jednom fondu.⁸⁰

80 Pešek, Tomáš. Investiční fondy kvalifikovaných investorů. Právní rádce. 19. 12. 2006. Dostupné na http://pravnickadce.ihned.cz/c4-10077450-20014310-F00000_d-investicni-fondy-kvalifikovanych-investoru. [cit. 31. 5. 2011].

ZPKT zná také pojem kvalifikovaný investor, jehož definici stanoví § 34 odst. 2 písm. d). Tato definice je stanovena v souvislosti s veřejnou nabídkou investičních cenných papírů. Kvalifikovaným investorem podle tohoto ustanovení je fakticky profesionální zákazník podle § 2b ZPKT nebo osoba, která je Českou národní bankou zapsána do seznamu kvalifikovaných investorů.

Možná by bylo vhodné zvážit, zda by disproporce v definici kvalifikovaného investora podle ZKI a profesionálního zákazníka podle ZPKT neměla být v rámci budoucích novelizací obou předpisů odstraněna.

Zákazníky, kteří nejsou profesionálními zákazníky, jsou především fyzické osoby a dále právnické osoby, jejichž výše aktiv, základního kapitálu nebo čistého ročního obrátu nedosahuje takové výše, aby mohly být zařazeny do kategorie profesionálních zákazníků. Skupině zákazníků, kteří nejsou profesionálními zákazníky, společnost poskytuje nejvyšší stupeň ochrany. Informace a poučení jsou této kategorii zákazníků poskytovány v daleko širším rozsahu než u kategorií profesionálních zákazníků.

4.2.2 Pravidla komunikace se zákazníky

Před účinností MiFID právní úprava pouze vyžadovala, aby informace poskytované zákazníkům byly pravdivé. MiFID zavedl změnu, a sice v tom smyslu, že při komunikaci se zákazníky a při propagaci investičních služeb a finančních nástrojů je společnost povinna používat objektivní (fair), nezastřené (clear) a nezavádějící (not misleading) informace. Při komunikaci se zákazníky společnost přihlíží zejména ke kategorii zákazníka a povaze investiční služby, jichž se informace týká. MiFID stanoví, že profesionálnímu zákazníkovi není společnost povinna poskytnout informaci nezbytnou pro jeho rozhodnutí, ledaže si ji profesionální zákazník vyžádá.

Povinnost poskytovat objektivní, nezastřené a nezavádějící informace se uplatní při všech formách komunikace se zákazníky, vztahuje se tedy i na informace obsažené v písemných smlouvách uzavíraných se zákazníky, ve výpisech z účtů, telefonických rozhovorech nebo v marketingových materiálech. U marketingového materiálu musí společnost zajistit, aby jeho obsah byl v souladu se všemi informacemi, které zákazníkovi při poskytování investičních služeb sdělila. Z obsahu a formy musí být zřejmé, že se jedná o marketingový materiál nebo sdělení.

Zavádějící informací se rozumí informace způsobilá u osob, jimž je určena nebo u osob, jimiž bude pravděpodobně využita při rozhodování, zkreslit představu o předmětu, jehož se týká. Zda byl či nebyl dán úmysl představu zkreslit, není rozhodující.

Při komunikaci s neprofesionálním zákazníkem jsou společnosti stanoveny dodatečné povinnosti. Musí zajistit, aby z obsahu komunikace byly zřejmé údaje o společnosti, aby obsah komunikace byl dostačující, přesný a nezdůrazňoval potenciální výnosy či výhody, které jsou spojeny s investiční službou nebo s investičním nástrojem, aniž by současně výrazně a objektivně neupozorňoval na všechna podstatná rizika, která jsou nebo mohou být s investiční službou nebo investičním nástrojem spojena. A nakonec obsah komunikace nesmí zastírat, zlehčovat nebo zamlčovat důležité skutečnosti, informace nebo upozornění.

Společnost při komunikaci s neprofesionálním zákazníkem musí dále zajistit následující:

- je-li obsahem informace srovnání nabízených investičních služeb, finančních nástrojů nebo osoby, která investiční službu nabízí, s jinou službou, nástrojem nebo osobou, aby takové srovnání bylo smysluplné, objektivní a vyvážené, uvádělo zdroje, z nichž vychází a obsahovalo podstatné skutečnosti a odhady, z nichž vychází;
- je-li obsahem informace údaj o historickém výnosu, musí společnost zajistit, aby údaj o historickém výnosu nebyl nejvýraznějším znakem takové informace, vycházel z údajů za posledních nejméně pět let, eventuálně za celé období existence takového výnosu. Vždy však musí být historický výnos založen minimálně na celém dvanáctiměsíčním období. V informaci musí být jasně označen zdroj pro výpočet údaje o historickém výnosu a upozornění, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích;
- pokud se údaj o historickém výnosu vztahuje k měně, která není měnou členského státu, v němž má zákazník bydliště nebo místo podnikání, musí být obsahem informace upozornění, že návratnost investovaných prostředků se může měnit v závislosti na kolísání měnového kurzu.⁸¹

81 Lišuchová, Darina. ING Investment Management (C.R.), a.s. Operations Manual, účinný od 1. 1. 2011.

Mnoho klientů investičních společností si stěžuje na klamavou reklamu při propagaci podílových fondů a jejich výkonnosti. Autorka řešila v posledním roce podobných stížností na podílové fondy ING několik. Klienti si zejména stěžují na to, že společnost při propagaci podílových fondů uvádí výkonnost, která je pro investory atraktivní, ovšem jakmile investor nakoupil podílové listy, výkonnost fondu se rapidně snížila.

V současné době jsou bohužel trhy rozkolísané, zatím se ještě plně nevzpamatovaly z hlubokého propadu v důsledku finanční krize uplynulých let, ani z krize řecké, která je ovlivnila v roce 2010. Dne 8. 4. 2011 Portugalsko ohlásilo, že požádá o finanční pomoc ze zdrojů EU, probíhá konflikt v Libyi a Japonsko se vzpamatovává z ničivého zemětřesení a následné vlny tsunami. Toto vše jsou faktory, které ovlivňují finanční trhy a způsobují kolísání cen jednotlivých obchodovaných titulů, což potažmo ovlivňuje výkonnost fondů. To si bohužel většina malých investorů neuvědomuje a obviňuje finanční instituce ze soustavných nekalých praktik.

Přitom pro poskytování informací o výkonnosti fondů existují výše uvedená přísná pravidla, na jejichž dodržování dohlíží nejen ČNB, ale i profesní organizace, například AKAT. V Etickém kodexu AKAT se stanoví: „Veškeré informace o Produktech a Službách, které jsou určeny Zákazníkům nebo veřejnosti, jsou pravdivé, věrné a nesmí být zavádějící (zejména informace týkající se investičních cílů a politik, potenciálních výnosů a rizik a dále nákladů, které ponese Zákazník). Při uveřejňování údajů o výkonnosti Portfolia ve správě dodržuje Investiční manager uznávané standardy týkající se metod výpočtů, vykazovaného období a používání srovnávacích indexů.“⁸² Pokud některá ze společností poruší standardy upravené Etickým kodexem, členové AKAT tuto záležitost řeší na Etickém výboru a předmětné společnosti mohou uložit nápravné opatření.

ZPKT v paragrafech 15d – 15g upravuje povinnost společnosti poskytovat zákazníkům informace, které jim umožní přijmout investiční rozhodnutí na informovaném základě. Tato ustanovení ukládají společnosti povinnost ve stanovené lhůtě informovat své zákazníky a potenciální zákazníky o poskytovaných investičních službách, investičních nástrojích, možných rizicích, ceně investiční služby a způsobu jejího výpočtu, dále o

82 Asociace pro kapitálový trh (AKAT). Etický kodex Asociace pro kapitálový trh (AKAT) 7. 10. 2008. Dostupné na http://www.akatcr.cz/download/91-eticky_kodex_20081007.pdf. [cit. 8. 4. 2011].

režimu ochrany majetku zákazníků, obsahu závazkového vztahu, kategorizaci zákazníků, pravidlech provádění pokynů, pravidlech pro zamezení střetu zájmů a povaze přijímaných nebo poskytovaných pobídek. Tyto informace jsou každému zákazníkovi sděleny před uzavřením smlouvy nebo před poskytnutím investiční služby.

MiFID stanoví tuto povinnost společnosti jak vůči profesionálním zákazníkům, tak vůči neprofesionálním zákazníkům. Informace musí být poskytovány s dostatečným časovým předstihem, který zohlední, že zákazník potřebuje přiměřený čas na přečtení a pochopení informace před tím, než přijme investiční rozhodnutí. Společnost musí proto vzít v úvahu jednak dosavadní zkušenosti či absenci zkušeností zákazníka s danou službou či finančním produktem, jakož i povahu dané služby či finančního produktu a také naléhavost situace, ve které se zákazník nachází.

V případě, že společnost poskytuje neprofesionálnímu zákazníkovi službu obhospodařování portfolia, má povinnost poskytnout mu informace týkající se metody a frekvence oceňování finančních nástrojů v portfoliu, podrobnosti o možnosti pověření jiné osoby obhospodařováním portfolia zákazníka nebo jeho části, srovnávací index, se kterým bude výkonnost portfolia srovnávána.

Jednou z nejdůležitějších informací, které je společnost povinna poskytnout svým zákazníkům, jsou informace o povaze finančních nástrojů a možných rizicích, která mohou být s finančními nástroji spojena. Týká se zejména vysvětlení rizik spojených s jednotlivými druhy finančních nástrojů, včetně vysvětlení pákového efektu a možnosti ztráty celé investice, údaje o kolísavosti cen a o omezeních pro tyto nástroje na trzích, možnosti vzniku dalších finančních závazků kromě nákladů na pořízení těchto finančních nástrojů, informace o zajištění daných finančních nástrojů a další.

4.2.3 Zjišťování potřeb zákazníka při poskytování hlavní investiční služby

Do účinnosti MiFIDu znamenalo poskytování investičních služeb a zejména akvizice nových klientů poměrně náročný administrativní proces. Povinnost získávat informace od zákazníků byla sice do české legislativy zavedena, ale nebyly stanoveny důsledky pro případy, kdy se potřebné informace nepodařilo získat nebo došlo-li na základě jejich získání k závěru, že posuzovaná hlavní investiční služba, finanční nástroj či obchod

nejsou pro zákazníka vhodné. Taktéž nebyla stanovena kritéria, podle kterých se „vhodnost“ posuzovala.

MiFID zavádí dvojí testování klienta, které je v ZPKT upraveno v paragrafech 15h až 15k. Suitability (Vhodnost) test zavádí mnohem větší detail oproti minulému standardu. Uplatňuje se však pouze u dvou hlavních investičních služeb, a sice u služeb s poradenským prvkem – portfolio managementu a investičního poradenství, na kolektivní investování se však nevztahuje.

Test Appropriateness (Přiměřenost) se týká všech ostatních hlavních investičních služeb, tedy investičních služeb bez poradenského prvku. Zde je nutné u klienta prověřit, jestli zvažovaná hlavní investiční služba, finanční nástroj nebo obchod jsou pro zákazníka přiměřené s ohledem na jeho investiční cíle. K tomu je třeba posoudit jeho znalosti a zkušenosti ohledně dotčených produktů, zejména ve smyslu souvisejících rizik.

V případě uzavření smlouvy o nákupu podílových listů podílových fondů společnosti Credit Suisse, byl Appropriateness test prováděn distributory podílových fondů. Test měl formu tabulky, kterou vyplnil odpovědný zaměstnanec distributora spolu s klientem ještě před uzavřením smlouvy.

4.2.4 Podávání zpráv zákazníkům

Společnost je povinna podávat zákazníkům přiměřené zprávy o investičních službách, které jim poskytuje. Před účinností MiFID se na investiční společnost vztahovaly pouze informační povinnosti zakotvené v zákoně o kolektivním investování. Tyto informační povinnosti se týkaly povinnosti uveřejňovat statut, zjednodušený statut, stanovy a výroční a pololetní zprávy. Informační povinnost investiční společnosti a podílového fondu je podrobně upravena v ZKI v § 83 a následujících a ve vyhlášce ČNB č. 603/2006 Sb., o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti.

Statut a zjednodušený statut fondu kolektivního investování je dokument, který obsahuje informace o způsobu investování fondu a informace nezbytné pro investory k přesnému a správnému posouzení investice. Tyto informace musí být zpracovány

srozumitelnou formou s ohledem na běžné investory, v případě fondů kvalifikovaného investora s ohledem na kvalifikované investory. Statut fondu musí obsahovat rovněž vysvětlení rizik spojených s investicemi. Fond kolektivního investování uveřejňuje tyto informace na internetu. To neplatí pro fond kvalifikovaného investora, který je speciálním fondem určeným omezenému okruhu investorů a který není povinen zveřejňovat informace na internetu ani jinou formou dálkového přístupu.

Společnost je povinna nejpozději do čtyř měsíců po ukončení účetního období uveřejnit výroční zprávu společnosti a výroční zprávu každého spravovaného fondu. Součástí zprávy je i účetní závěrka ověřená auditorem. V případě, že společnost poskytuje službu správy majetku klientů, je součástí výroční zprávy i údaj o výši základu pro výpočet příspěvku do Garančního fondu. Do dvou měsíců po uplynutí prvních šesti měsíců účetního období je investiční společnost povinna uveřejnit pololetní zprávu společnosti a fondu kolektivního investování.

Otevřený podílový fond je dále povinen uveřejnit na internetu nejméně jednou za dva týdny údaj o aktuální hodnotě vlastního kapitálu fondu kolektivního investování a údaj o aktuální hodnotě podílového listu, za každý kalendářní měsíc údaj o počtu vydaných a odkoupených podílových listů a o částkách, za které byly tyto podílové listy vydány a odkoupeny, a dále údaje o struktuře majetku v otevřeném podílovém fondu k poslednímu dni měsíce.

V České republice jsou tato data přístupná nejen na internetových stránkách jednotlivých investičních společností, ale také na stránkách Asociace pro kapitálový trh (AKAT).⁸³ AKAT pravidelně připravuje souborné informační materiály o jednotlivých investičních společnostech a jimi spravovaných fondech kolektivního investování. Některé informace jsou přístupné i na stránkách ČNB.

Při implementaci MiFID bylo nutné doladit i technické požadavky podávání informací zákazníkům. Trvalým nosičem dat je podle MiFID především listina. Pokud s tím zákazník souhlasí a poskytování informací je přiměřeno praxi, kterou mezi sebou společnost se zákazníkem zavedli nebo hodlají zavést, pak je možné informace poskytovat i na jiném nosiči dat. Takový nosič dat však musí umožnit uchování

83 Asociace pro kapitálový trh (AKAT). www.akatcr.cz [online]. Dostupné na http://www.akatcr.cz/static.do?page=iservis_rozc.html. [cit. 20. 6. 2009].

informací tak, aby je bylo možno využívat po dobu přiměřenou jejich účelu, a reprodukci informací v nezměněné podobě.

V případě informačního systému s dálkovým přístupem, tedy internetu, MiFID předpokládá doprovodnou komunikaci (upozornění) prostřednictvím elektronické pošty. Pokud si zákazník se společností zvolí jako adresu pro doručování pobočku, musí být informace zákazníkovi k dispozici na dohodnutém nosiči dat. Do doby pořízení výpisu v papírové nebo jiné podobě a jeho uložení na adrese pro doručování nelze hovořit o zaslání informace zákazníkovi. Informační systém společnosti není možné považovat za nosič určený zákazníkovi. V současné době je nejvyužívanější metodou komunikace e-mail a komunikace prostřednictvím klientského účtu přímo na webových stránkách dané společnosti.

4.3 Regulatorní požadavky

4.3.1 Informační povinnosti vůči České národní bance

ZKI stanoví investiční společnosti rozsáhlé informační povinnosti, podrobnosti pak stanoví vyhláška ČNB č. 603/2006 Sb., o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti, ve znění pozdějších předpisů. Důvodem je zejména ochrana zákazníků, dále pak ochrana trhů samotných a ochrana subjektů, které na těchto trzích působí. Autorka nepovažuje za nutné rozebírat zde každou jednotlivou informační povinnost podrobně, uvede zde proto pouze stručný popis. Společnost je povinna informovat ČNB bez zbytečného odkladu o každé změně ve skutečnostech, na jejichž základě bylo vydáno povolení k činnosti společnosti, investičního fondu nebo povolení k vytvoření podílového fondu. Pokud se jedná o změnu statutu, předloží společnost jeho úplné nové znění. Dále musí společnost informovat o skutečnosti, která může významně ovlivnit hodnotu akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování, nebo která může významně zhoršit hospodářskou situaci společnosti nebo fondu.

Fond kolektivního investování má povinnost informovat ČNB bez zbytečného odkladu o překročení investičního limitu stanoveného zákonem nebo o jiném závažném porušení zákona nebo statutu fondu kolektivního investování. Jestliže průměrná hodnota majetku v otevřeném podílovém fondu za posledních šest kalendářních měsíců klesne pod 50.000.000 Kč, oznámí společnost tuto skutečnost ČNB.

4.3.2 Hlášení obchodů

V souvislosti s implementací MiFID se výrazně zvýšily informační povinnosti týkající se uskutečněných obchodů. Tato povinnost se vztahuje na investiční společnost v případě, že poskytuje službu obhospodařování majetku zákazníka. Podle novely ZPKT je obchodník povinen bez zbytečného odkladu informovat ČNB o uzavřených obchodech s kótovanými investičními nástroji, nejpozději do konce prvního pracovního dne následujícího po uzavření obchodu. Tuto povinnost může obchodník s cennými papíry splnit prostřednictvím regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému, ve kterém byl obchod uzavřen. ČNB tyto údaje předává příslušnému orgánu dohledu v EU.

V původním návrhu zákona možnost splnění povinnosti hlášení obchodů prostřednictvím jiné osoby nebyla, ale po námitkách, že by nebylo organizačně únosné kontrolovat takové množství dat, byl návrh upraven do nynější podoby. Výše uvedená povinnost znamenala pro účastníky kapitálového trhu značné náklady na systémy, které musely být uzpůsobeny ke generaci výstupů pro ČNB. Není účelné zde vyjmenovávat jednotlivé výkazy a jejich názvy, je však zajímavé zmínit, že počet těchto formulářů jde do desítek. Podle velikosti společnosti a objemu uskutečněných obchodů se výkazy na ČNB zasílají denně, měsíčně nebo čtvrtletně. Ani toto množství informací zasílaných regulátorovi však Evropské komisi nepřipadalo dostatečné, proto v návrhu MiFID 2 zavádí ještě podrobnější úpravu hlášení obchodů. O MiFID 2 bude podrobněji pojednáno níže.

4.4 Dohled nad finančním trhem

Za dohled nad finančním trhem je zodpovědná na základě zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ČNB. Při své dohledové činnosti vůči investičním společnostem a investičním fondům se řídí zákonem 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

Na začátku 90. let minulého století neexistovala žádná ucelená představa o dohledu, jeho vývoj byl evoluční a do značné míry spontánní. Vyvíjel se jako reakce na liberalizaci, privatizaci a další transformační kroky. Během 90. let se vyvinul sektorový přístup k dohledu: ČNB vykonávala dohled nad bankami, Komise pro cenné papíry dohled nad kapitálovým trhem, ministerstvo financí dohled nad pojišťovnami a penzijními fondy a Úřad pro dohled nad družstevními záložnami vedl dohled nad tzv. kampeličkami.⁸⁴

K integraci dohledu nad finančním trhem, tzv. první fázi integrace dohledu, došlo k 1. dubnu 2006, kdy ČNB převzala agendu Komise pro cenné papíry, Úřadu pro dozor nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním Ministerstva financí a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami. Druhou fází integrace dohledu bylo nastavení optimálního vnitřního organizačního uspořádání dohledových sekcí. Vznikly tak následující sekce: bankovní regulace a dohledu, regulace a dohledu nad kapitálovým trhem, regulace a dohledu nad pojišťovnami, dohledu nad finančním trhem, regulace a analýz finančního trhu, licenčních a sankčních řízení. Tento model začal platit od 1. ledna 2008.

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

- regulatorní činnosti, tj. především stanovením pravidel obezřetného podnikání a pravidel jednání se zákazníky formou prováděcích právních předpisů, které Česká národní banka vydává v rámci a v mezích příslušných zákonů;
- licenční a povolovací činnosti, tj. zejména udělování povolení ke vstupu do regulovaných segmentů finančního trhu;

⁸⁴ Singer, Miroslav. Prezentace Připravované legislativní novinky pohledem regulátora, 3 dny pro banky, Institute for International Research. Praha, 27. listopadu 2007. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20071127_legislativa_regulator.pdf. [cit. 29. 6. 2009].

- dohledových činností, k nimž patří dohled na dálku nad finančními institucemi, tržním jednáním i infrastrukturou kapitálového trhu a analýzy finančního trhu a jeho sektorů, dohlídky na místě ve finančních institucích a dalších institucích tvořících infrastrukturu kapitálového trhu;
- stanovování opatření k nápravě popřípadě i ukládání sankcí v případě zjištění nedostatků v činnosti subjektů, nad nimiž vykonává dohled;
- shromažďování, zpracovávání a vyhodnocování informací, jež slouží k podpoře dohledu a k informování veřejnosti o stavu a vývoji finančního trhu České republiky.⁸⁵

Jedním z hlavních cílů směrnice MiFID bylo posílení transparentnosti na kapitálových trzích. ČNB se v rámci implementace MiFID do českého právního řádu vyjadřovala k návrhu novely ZPKT. ČNB již v roce 2006 podrobila úpravu v MiFID podrobné analýze a zpracovala rozbor jednotlivých oblastí, zejména s ohledem na jejich dopad na účastníky kapitálového trhu v České republice. Vzhledem k tomu, že během roku 2007 bylo zřejmé, že termín transpozice se nepodaří dodržet, zkoumala ČNB též dopady pozdní transpozice, včetně možných změn české regulace v důsledku přímého a nepřímého účinku MiFID a prováděcích opatření.

Souběžně ČNB pracovala na prováděcích vyhláškách k novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Základní transpoziční vyhlášky byly po diskuzi s účastníky trhu zaslány do meziresortního připomínkového řízení v červenci 2007. Práce na vyhláškách bylo nutno koordinovat s přípravou zákona o podnikání na kapitálovém trhu i vzhledem k častým změnám jeho textu. Vedle přípravy vyhlášek se Česká národní banka účastnila aktivit CESR (nyní ESMA), které spolu s projektem TREM, který znamená změny tuzemských a vybudování celoevropských informačních systémů, zahrnovaly rovněž postupné zřízení databáze odpovědí na dotazy ve spolupráci s Evropskou komisí.⁸⁶

Transpozice se ČNB dotkla i z hlediska jejích povinností dohledu. Dohled neznamena permanentní kontrolu plnění povinností, ale při zjištění porušení uložených povinností musí orgán dohledu adekvátně zareagovat a uložit účinné opatření k nápravě.

⁸⁵ ČNB. www.cnb.cz [online]. [cit. 12. 4. 2011].

⁸⁶ ČNB. Materiály k transpozici MiFID. www.cnb.cz [online]. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf. [cit. 26. 9. 2009].

Osoby podléhající dohledu ČNB lze rozdělit do tří skupin: licencované subjekty, nelicencované subjekty se zákonem uloženými povinnostmi a nelicencované subjekty porušující povinnosti uložené zákonem všem, zejména povinnost zdržet se nějakého jednání - *omittere (non facere)*.

Do skupiny licencovaných subjektů patří například investiční společnost, obchodník s cennými papíry, organizátor regulovaného trhu, centrální depozitář, provozovatel vypořádacího systému, osoba vedoucí samostatnou nebo navazující evidenci cenných papírů, investiční zprostředkovatel, nucený správce, likvidátor a vázaný zástupce. Licencované subjekty lze dále dělit podle formy licence: zda k jimi vykonávané činnosti je třeba povolení, registrace (investiční zprostředkovatel) nebo pouze zápis do seznamu České národní banky (vázaný zástupce, nucený správce a likvidátor). Vázaní zástupci nespádají pod dohled ČNB přímo, ale zprostředkovaně, protože za jejich činnost odpovídá obchodník s cennými papíry, který musí zajistit, že jeho vázaní zástupci splňují a dodržují požadavky stanovené legislativou. Vázaný zástupce může vykonávat činnost pouze pro jednoho obchodníka s cennými papíry.⁸⁷

Mezi nelicencované subjekty patří osoby nebo společnosti, která byly obchodníkem s cennými papíry pověřeny výkonem významné provozní činnosti - *outsourcingem*, osoba využívající služeb investičního zprostředkovatele, institucionální investor, zasvěcená osoba, osoba šířící investiční doporučení. Do této skupiny patří i osoby veřejně nabízející cenné papíry podle § 35 odst. 1. V souladu s tímto ustanovením může veřejně nabízet cenné papíry pouze osoba, která uveřejní prospekt cenného papíru, který musí být schválený ČNB nebo orgánem dohledu jiného státu EU. Na prospekt by se z toho důvodu mohlo pohlížet jako na povolení udělené ČNB, nicméně osoby veřejně nabízející cenné papíry spadají mezi nelicencované subjekty, protože tyto osoby samotné licenční povinnost nemají.

Poslední skupinou jsou nelicencované subjekty, které porušují povinnosti uložené všem (*erga omnes*), jako je například zákaz manipulace s trhem nebo zákaz provozování licencované činnosti bez licence. Do této skupiny spadají například účastníci centrálního depozitáře nebo účastníci vypořádacího systému. Protože jim nejsou zákonem uloženy žádné povinnosti, nespádají pod dohled ČNB.

⁸⁷ ČNB. Materiály k transpozici MiFID. www.cnb.cz [online]. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf. [cit. 26. 9. 2009].

V případě, že ČNB zjistí, že určitá osoba provozuje licencovanou činnost bez udělení licence, a tím poškozují pověst kapitálového trhu jako celku, musí vůči této osobě ihned zasáhnout. Takové osoby využívají neoprávněné konkurenční výhody oproti ostatním subjektům finančního trhu, protože neplní žádné povinnosti stanovené zákonem. ČNB by se měla snažit tuto nežádoucí aktivitu co nejvíce potírat.⁸⁸

V souvislosti s MiFID se rozšířily pravomoci ČNB stanovené v zákoně č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu. Nová úprava umožňuje České národní bance kontrolovat plnění povinností stanovených přímo závaznými předpisy Evropských společenství - nařízeními Evropské Komise, a ukládat opatření k nápravě.

Osoba podléhající dohledu ČNB je povinna v souvislosti s výkonem kontroly na místě poskytnout ČNB potřebnou součinnost, zejména na žádost umožnit vstup do svých prostor a poskytnout veškeré požadované informace, a to bez zbytečného odkladu, nestanoví-li ČNB lhůtu delší.

Nově se rozšiřuje oprávnění ČNB vyžadovat v rámci výkonu dohledu nad kapitálovým trhem informace a podklady od každého, zejména od auditorů a auditorských společností. Do té doby mohla ČNB vyžadovat informace jen v souvislosti se směrnicí 2003/6/ES o zneužívání trhu, jinak je mohla vyžadovat jen od osob podléhajících jejímu dohledu. Nově však podle článku 50 směrnice MiFID může ČNB, stejně jako orgány dohledu jiných členských států EU, vyžadovat informace od každého.

Dalším rozšířením pravomocí dohledového orgánu je i možnost České národní banky dohlížet i outsourcované činnosti společnosti tím, že může kontrolovat osobu vykonávající outsourcovanou činnost.

Další povinností ČNB je vedení seznamů a dokumentace a jejich uveřejňování. ČNB vede seznamy investičních společností, podílových a investičních fondů, depozitářů fondů kolektivního investování a řadu dalších. Tyto seznamy ČNB uveřejňuje pro potřeby účastníků kapitálového trhu na internetu. Jedná se například o seznamy regulovaných trhů se sídlem v členském státě EU, zveřejňovaný také v Úředním věstníku EU, seznamy vypořádacích systémů a další. Na základě článku 51 MiFID se

⁸⁸ ČNB. Materiály k transpozici MiFID. www.cnb.cz [online]. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf. [cit. 1. 6. 2011].

nově uveřejňují pravomocná nebo vykonatelná rozhodnutí v oblasti kapitálového trhu, která mají zásadní povahu, výroky pravomocných nebo vykonatelných rozhodnutí, stanoviska týkající se kapitálového trhu a jiná důležitá sdělení nebo oznámení ČNB.

ČNB je při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem oprávněna přijmout opatření k nápravě. Tímto opatřením je jednak uložení osobě podléhající dohledu, aby zjednala nápravu ve stanovené lhůtě a určení, jaký způsobem je osoba povinna nedostatek odstranit. Za zjištěné porušení povinností může ČNB uložit pokutu, a to i opakovaně. Konkrétní výše pokut upravuje zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

ČNB může uložit předběžné opatření mimo rámec obecných předpisů o správním řízení v případě, že je nutné zajistit ochranu práv a právem chráněných zájmů osob, které nejsou účastníky správního řízení, nebo jestliže by byl výkon konečného rozhodnutí zmařen či vážně ohrožen.

ČNB ve Věstníku oznámí místo, na kterém budou k nahlédnutí veřejně přístupné schválené prospekty kótovaných cenných papírů, včetně statutů investičních a podílových fondů, a informace o hospodaření emitentů kótovaných cenných papírů. Tyto informace jsou uveřejněny také na internetu.

Proti rozhodnutí ČNB v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem lze podat rozklad. O rozkladu rozhoduje bankovní rada ČNB.⁸⁹

⁸⁹ Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů.

4.5 Ochrana investora

Ochrana investora je primárním cílem Evropské komise i jednotlivých regulátorů a jejich legislativní a dohledové činnosti. Investor je chráněn prostřednictvím zákonů, dohledu ČNB, limitů pro investování, zákonných funkcí depozitáře a činností profesních organizací.

Ochrana podílníka a jeho finančních prostředků se v praxi uskutečňuje prostřednictvím stanovení a dodržování investičních limitů fondů. Každý fond musí dodržovat investiční limity dané zákonem a stanovené v investiční politice ve statutu fondu. Dodržování těchto limitů zabraňuje riziku ztráty v důsledku nabytí velkého množství cenných papírů od jednoho emitenta, nabytí nelikvidních cenných papírů nebo jiných papírů, u nichž je vyšší riziko ztráty hodnoty. Investiční limity se liší podle zaměření fondu (akciový, dluhopisový, smíšený atd.). Podrobnosti stanoví ZKI a prováděcí právní předpisy, zejména vyhláška č. 604/2006 Sb., o používání technik a nástrojů k efektivnímu obhospodařování majetku standardního fondu a speciálního fondu, který shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti, a vyhláška č. 235/2009 Sb., o investičních nástrojích, do kterých může investovat standardní fond, ve znění pozdějších předpisů.

Kontrolu limitů je povinna provádět společnost před uskutečněním jakéhokoli obchodu v portfoliu fondu. Ve společnosti, kde autorka pracuje, jsou limity nejprve zkontrolovány portfolio manažery před zadáním obchodu. Pokud portfolio manažer zjistí, že konkrétní obchod způsobí porušení investičních limitů, upraví pokyn k obchodu tak, aby nebyly investiční limity porušeny. Dalším stupněm kontroly limitů je depozitář, posledním stupněm pak ČNB, kterou musí jak společnost, tak depozitář povinně informovat o zjištěných porušeních investičních limitů na portfoliích podílových fondů. Compliance officer kontroluje dodržování investičních limitů při svých pravidelných kontrolách transakcí uskutečněných na jednotlivých portfoliích.⁹⁰

Dalším způsobem zajištění ochrany investora je oddělení majetku podílového fondu a společnosti. Dodržování této povinnosti je každoročně kontrolováno externím auditem na žádost ČNB. V případě, že by společnost vyhlásila úpadek, bude majetek fondu předán pod správu jiné společnosti. V případě, že by se nenašla žádná jiná společnost, která by spravovala daný fond, majetek by byl rozprodán za aktuální hodnoty na

⁹⁰ Lišuchová, Darina. ING Investment Management (C.R.), a.s. Operations Manual, účinný od 1. 1. 2011.

kapitálových trzích a podílníkům by byla vyplacena částka podle počtu jejich podílových listů.

Autorka by na tomto místě ráda upozornila na čerstvý případ uplatnění zakázané retroaktivity zákona, a to přímo Českou národní bankou. Dne 18. 4. 2011 byla Komora auditorů ČR informována, že ČNB požaduje, aby všechny auditorské společnosti, které provádějí kontrolu dodržování směrnice MiFID, provedly audit za rok 2010 podle nové vyhlášky č. 303/2010 Sb., která je účinná od 1. 1. 2011. Společnost, kde autorka pracuje, byla o této skutečnosti okamžitě informována auditorskou společností, která dotčený audit provádí. Společnosti ovlivněné tímto rozhodnutím se nyní dohadují na společném postoji a eventuálních právních krocích proti tomuto rozhodnutí, které je v rozporu s principem retroaktivity.

Princip retroaktivity se dovozuje z Ústavy ČR článku 1., který stanoví, že ČR je demokratický, právní stát, který zajišťuje ochranu oprávněné důvěry ve stálost právního řádu. Toto vyplývá z nálezů Ústavního soudu z roku 2000: „ústavní princip právního státu předpokládá, že se stát vůči občanům chová v souladu s povinnostmi, které sám sobě stanovil, přičemž občan na základě principu právní jistoty má právo spolehnout se na věrohodnost státu při plnění jeho závazků.“⁹¹ Nepřípustnost zpětné účinnosti je možné dovést také z čl. 4. odst. 4) Listiny základní práv a svobod, která je nedílnou součástí ústavního pořádku České republiky a která vychází z požadavku právní jistoty fyzických a právnických osob a jejich legitimního očekávání.

Na problematiku zpětné účinnosti vyhlášky č. 303/2010 Sb. je možné pohlédnout i z opačného úhlu. Tím, že se jedná o audit sice činností vykonaných v roce 2010, ale prováděný v roce 2011, by se tento audit měl provést podle platných zákonů a vyhlášek a nemělo by se tudíž jednat o případ retroaktivity. V tomto duchu také postupovala ČNB při vydání rozhodnutí, že zprávy vydané externími auditory týkající se MiFID budou v souladu s tímto novým předpisem. Zcela pragmatický závěr výše uvedené problematiky, který si autorka dovolí zde prezentovat, zní, že účastníci kapitálového trhu se z mnoha důvodů podvolí stanovisku regulátora, i když regulační požadavek zrovna není zcela v souladu s obecně uplatňovanou praxí.

⁹¹ Nález Ústavního soudu č. 535/2000, publikováno ve Sbírce nálezů a usnesení Ústavního soudu ČR, Svazek č.24, Nález .193 s.449. ASPI.

Ochranu investora zajišťuje také depozitář fondu. Každý fond musí mít ze zákona depozitáře. Hlavní činností depozitáře je kontrolovat, zda jsou v souladu se zákonem a statutem vydávány a odkupovány podílové listy fondu a vypočítáván kurz podílového listu, depozitář kontroluje způsob oceňování majetku fondu a kontroluje, zda je majetek nabýván v souladu se zákonem a statutem fondu. O depozitáři bylo podrobně pojednáno výše.

Posledním skupinou subjektů, které se angažují v ochraně zákazníka, jsou profesní organizace. Těch existuje na českém kapitálovém trhu celá řada, autorka zde zmíní několik z nich:

AKAT – Asociace pro kapitálový trh ČR sdružuje nejvýznamnější správce – investiční společnosti, zahraniční správce fondů nabízejících své produkty v ČR a další subjekty, které poskytují služby v oblasti kolektivního investování. AKAT napomáhá ke zvýšení transparentnosti kapitálového trhu, ochraně investorů a podpoře zájmů svých členů. AKAT byl velmi aktivní při implementaci MiFID, v jeho rámci byla vytvořena speciální pracovní skupina složená ze zástupců jednotlivých správců a investičních společností, která společně formulovala stanoviska k jednotlivým konzultačním materiálům Ministerstva financí a k souvisejícím předpisům. Mimo této činnosti se AKAT věnuje také pravidelnému zpracovávání informací o jednotlivých fondech svých členů a uveřejňování těchto informací na internetu.⁹²

USF – Unie společností finančního zprostředkování a poradenství vznikla v červnu roku 2006. USF je neziskové profesní sdružení právnických a fyzických osob podnikajících na území ČR v oblasti finančního zprostředkování a poradenství. Posláním Unie je zlepšit kvalitu služeb v oblasti finančního poradenství a zprostředkování na českém trhu. Chce jasně deklarovat standardy finančního poradenství a zprostředkování a důsledně dohlížet na jejich dodržování ze strany členů USF. USF pracuje na zlepšování podmínek pro výkon podnikání v oboru, a to jak v oblasti legislativní, tak v oblasti ekonomické. Zastupuje subjekty sdružené v Unii při jednání se státními a veřejnoprávními institucemi, ostatními profesními sdruženími na trhu a finančními institucemi - producenty finančních produktů.⁹³

92 Asociace pro kapitálový trh (AKAT). www.akatcr.cz [online], [cit. 20. 11. 2010].

93 Unie společností finančního zprostředkování a poradenství (USF). <http://www.usfcr.cz/cs/> [online], [cit. 20. 10. 2010].

SOS – sdružení ochrany spotřebitelů se také angažuje v ochraně investorů. Sdružení se zapojilo do mezinárodního projektu Fininformation, jehož cílem je testování produktů finančního trhu. Projekt je financován Generálním ředitelstvím Evropské komise pro zdraví a spotřebitelskou politiku (DG Sanco) a zapojilo se do něj mnoho zemí Evropské unie. Testování produktů má za cíl snížit informační asymetrii mezi finančními institucemi a spotřebiteli. Tohoto cíle chce projekt dosáhnout poskytnutím nezkraslených a jasných informací o každém produktu či finanční instituci na základě jednoduchých a transparentních srovnávacích metod. Na stránkách projektu budou ke každému testovanému produktu uveřejněny přehledné finanční prospekty, doplněné o právní rozbor související dokumentace.⁹⁴

Přestože se Garanční fond obchodníků s cennými papíry na podílníky fondů nevztahuje, vztahuje se částečně na investiční společnost, a sice na základě poskytování služby obhospodařování majetku zákazníka podle § 15 odst. 3 ZKI, ze kterého je investiční společnost povinna platit příspěvky do Garančního fondu. Vztah investiční společnosti a Garančního fondu je potvrzen v ustanovení § 128 odst. 10 ZPKT, který stanoví, že zdrojem majetku Garančního fondu jsou mimo jiné i pokuty uložené investičním společností za porušení ustanovení týkajících se obhospodařování majetku zákazníků a výnosy z investování peněžních prostředků. Ačkoli je vztah Garančního fondu a investiční společnosti omezen výše uvedenými skutečnostmi, autorka by na tomto místě přesto Garanční fond zmínila, aby demonstrovala nepřilíš úspěšnou snahu o ochranu investorů jednoho segmentu kapitálového trhu.

Garanční fond obchodníků s cennými papíry (dále jen Garanční fond) byl zřízen s cílem poskytnout ochranu investorům v situaci, kdy obchodník s cennými papíry není schopen plnit své závazky vůči zákazníkům spočívající ve vydání hodnot, které od zákazníků převzal za účelem poskytnutí investiční služby. Stalo se tak zákonem č. 362/2000 Sb., který novelizoval zákon o cenných papírech č. 591/1992 Sb. Tato úprava byla zavedena z důvodu harmonizace českého práva s právem ES, kde povinnost vytvořit

⁹⁴ Sdružení ochrany spotřebitelů (SOS). <http://www.spotrebitele.info/> [online], [cit. 20. 10. 2010].

kompenzační schémata pro investory zavádí směrnice č. 97/9/ES o záručních systémech.⁹⁵

Garanční fond vybírá příspěvky od společností a informuje ČNB o tom, kolik jednotlivé společnosti zaplatily. Společnosti platí do Garančního fondu roční příspěvek ve výši 2 % z objemu výnosů z poplatků a provizí za poskytnuté investiční služby za poslední kalendářní rok. Roční příspěvek činí minimálně 10.000 Kč, a to bez ohledu na počet měsíců, ve kterých společnost vykonávala svou činnost.

ČNB neprodleně oznámí Garančnímu fondu, že společnost z důvodu své finanční situace není schopná plnit své závazky spočívající ve vydání majetku zákazníkům nebo že soud vydal rozhodnutí o úpadku společnosti. Garanční fond poté v dohodě s ČNB uveřejní oznámení, které obsahuje skutečnost, že společnost není schopna plnit své závazky, a místo, způsob a lhůtu pro přihlášení nároků na náhradu a zahájení výplat z Garančního fondu. Náhrada se zákazníkovi poskytuje ve výši 90 % z částky vypočítané podle ZPKT, nejvýše však částka 20.000 EUR.

Na počátku Garančního fondu existoval dobrý úmysl zvýšit důvěryhodnost tuzemského kapitálového trhu samostatnou garanční institucí žijící z příspěvků účastníků trhu. Nyní však existují miliardové neproplacené nároky klientů zkrachovalých brokerů, které se rozhodl zaplatit stát.

Garanční fond opakovaně předkládá Ministerstvu financí žádosti o půjčky, aby mohl vyplatit peníze, na které mají ze zákona nárok zákazníci zkrachovalých obchodníků s cennými papíry, jako například KTP Quantum, Private Investors a Finnex Praha. K velké škodě Garančního fondu, krátce po jeho vzniku byla ukončena činnost dvou velkých brokerů – Private Investors and KTP Quantum.

Přestože Garanční fond není státní institucí, České republice hrozí žaloby klientů pro neplnění požadavků daných evropským právem, k nimž se ČR zavázala přistoupením k EU. Z mezinárodních závazků vyplývá, že kdyby fond neplnil ty své, vystavovala by se ČR sankci od Evropské komise za nenáležitou transpozici směrnice o programech pro odškodnění investorů, protože nezajistila funkční systém pro odškodnění investorů. Za

⁹⁵ Komise pro cenné papíry. Stanovisko KCP: K některým otázkám úpravy Garančního fondu obchodníků s CP, zejména K některým otázkám úpravy GF OCP, zejména k okruhu nároků, na které se náhrada z fondu vztahuje. 14. 8. 2004. Dostupné na <http://www.gfo.cz/print.php?show=stanovska&zaznam=4>. [cit. 3. 5. 2011].

toto porušení by mohla být ČR sankcionována až sto tisíci eur za každý den do doby odstranění protiprávního stavu, tedy až do výplaty náhrad.

Jakékoli další navýšení příspěvků proti současné situaci by na brokery působilo značně demotivačně a znevýhodnilo by je vůči zahraničním brokerům. Výsledkem dalšího zvyšování by tak pravděpodobně byla jejich snaha přeregistrovat se do jiného členského státu, kde je účast v systému pro odškodnění investorů finančně méně náročná.⁹⁶

Dle názoru autorky je prostředků ochrany investorů v rámci České republiky dostatek. Problémem je, a to je potvrzeno i četnými výzkumy a statistikami, nedostatečná informovanost naší populace nejen o prostředcích ochrany práv investorů, ale o fungování finančních trhů obecně. Podle názoru odborníků by se základní finanční operace, funkce jednotlivých finančních institucí a základy fungování finančního trhu měly vyučovat již na základní škole. Zmíněné průzkumy prokázaly minimální znalosti týkající se řízení financí nejen státních, ale i soukromých, a to v široké veřejnosti. Ke zlepšení stávající situace je nutné přijmout ucelenou koncepci, na které se bude podílet kromě ministerstva financí a ČNB i ministerstvo školství, veřejnoprávní média a další zainteresované subjekty. V současné době, kdy při schvalování státního rozpočtu bylo ministry seškrtnáno maximum výdajů, je však naděje na zlepšení mizivá.

Tato fakta byla potvrzena nejen zahraničními studii, ale i výzkumem, který zadala společnost ING Investment Management (C.R.), a.s. firmě IPSOS Tambor a k němuž se 4. května 2011 konala v Hotelu Radisson tisková konference. Název výzkumu zní „Jedničkáři“ se k osobním financím chovají zodpovědněji než „Trojkaři“ a vyplývá z něho, že Češi s jedničkami a dvojkami z matematiky na základní škole se ke svým financím chovají mnohem zodpovědněji než bývalý žáci s trojkami, a také mají vyšší příjmy. Výzkum prokázal, že 82 % z těch, kdo dnes mají nadprůměrné příjmy, mělo z matematiky jedničku nebo dvojku, a více než polovina těchto respondentů měla matematiku i na střední škole.

Tento průzkum mimo jiné ukázal i další zajímavý fakt, a sice že recese přiměla většinu lidí více spořit. Celých 37 % Čechů uvedlo, že je krize naučila méně utrácet, 27 % si uvědomilo potřebu více šetřit kvůli nezaměstnanosti a 15 % pak díky intenzivní mediální diskusi ohledně penzijní reformy. Přesto by zhruba dvě třetiny z nich při ztrátě

⁹⁶ Skřivánek, Tomáš. Hledá se miliarda. Týdeník EURO. 11. 6. 2007. Vydává EURONEWS, a.s. Praha. 2007.

příjmů vydržely se svými úsporami jen tři měsíce a méně, ačkoli optimální výše úspor pro případ výpadku příjmů je alespoň čtyři až šest měsíců. K této hranici se podle daného výzkumu nedostanou plně dvě třetiny Čechů.

Těmito výsledky se Češi neliší od jiných států. Podle jiného průzkumu, který byl realizován v lednu 2011 nizozemskou centrálou ING Group v deseti zemích čtyř kontinentů, disponuje úsporami na tři a méně měsíců v průměru 65 % obyvatel, přičemž v České republice je to 68 %. Například v USA nemá úspory ani na jeden měsíc dokonce 48 % obyvatel.⁹⁷

97 ING Investment Management CR, a.s. ve spolupráci s IPSOS Tambor. Průzkum finančního rozhodování Čechů. Tisková konference 4. května 2011. Dostupné na http://www.ingfondy.cz/download/14098/TZ_ING%20IM%20_Investiční%20chování%20Čechů%20FINAL.pdf. [cit. 4. 5. 2011].

4.6 Centrální depozitář

Koncept centrálního depozitáře byl do naší legislativy zaveden ZPKT v roce 2004 a původním plánem bylo zřídit centrální depozitář z existujícího Střediska pro cenné papíry, které je příspěvkovou organizací zřízenou ministerstvem financí. Cílem bylo zejména snížení rizik spojených s vypořádáním obchodů a jednodušší a levnější provoz. Přípravy na spuštění centrálního depozitáře probíhaly několik let. V srpnu 2009 získala společnost UNIVYC, a.s., dceřiná společnost Burzy cenných papírů Praha, povolení od ČNB a vznikla společnost Centrální depozitář cenných papírů, a.s. (CDCP). V červenci 2010 převzal CDCP evidenci cenných papírů od Střediska cenných papírů. Investiční nástroje jsou v CDCP vedeny na účtech vlastníků nebo účtech zákazníků, kteří dále sami ve své evidenci vedou majetkové účty svých klientů.

Centrální depozitář umožňuje vícestupňovou evidenci cenných papírů, která je klíčová pro správu a vypořádání papírů zaknihovaných cenných papírů a zahraničních investorů. CDCP má dominantní postavení na kapitálovém trhu v provozování vypořádacího systému pro burzovní i neburzovní obchody se zaknihovanými cennými papíry, dále se zabývá půjčováním cenných papírů, administrací a správou garančních prostředků, úschovou a správou investičních nástrojů. Své služby poskytuje CDCP na základě účastnického principu.

CDCP vede samostatnou evidenci ve smyslu § 93 ZPKT, přiděluje a ruší investičním nástrojům identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (ISIN). Ve vztahu ke kolektivnímu investování CDCP vede centrální evidenci cenných papírů na účtech vlastníků a zákazníků. Podle § 2 vyhlášky ČNB č. 115/2007 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování, zajišťuje CDCP úschovu majetku fondu kolektivního investování tak, že zaknihované cenné papíry vede na účtu vlastníka v evidenci navazující na centrální evidenci a ostatní investiční nástroje vede v samostatné evidenci nebo evidenci navazující na samostatnou. Z tohoto ustanovení plyne, že CDCP nemůže vést majetek fondu přímo na účtu vlastníka v centrální evidenci, ale musí zřídit účet zákazníků. Se zřízením účtu zákazníků je standardně spojena informační povinnost osoby, která vede tuto navazující evidenci, vůči centrálnímu depozitáři a zprostředkovaně vůči oprávněným osobám ve smyslu § 115 ZPKT. V případě majetkového účtu fondu kolektivního investování, ale tato informační povinnost nemá opodstatnění, jelikož

majitelem je vždy daný fond. Z tohoto důvodu implementoval CDCP nový typ majetkového zákaznického účtu, určeného pro vedení majetku jednotlivých fondů.⁹⁸

Evidence investičních nástrojů se dělí na:

- centrální evidenci cenných papírů a s ní spojené navazující evidence,
- samostatnou evidenci investičních nástrojů,
- evidenci ČNB.

V centrální evidenci jsou vedeny všechny zaknihované cenné papíry vydané v České republice s výjimkou zaknihovaných podílových listů otevřeného podílového fondu, pokud jsou vedeny v samostatné evidenci, a zaknihovaných cenných papírů vedených v evidenci České národní banky. Centrální evidenci vede centrální depozitář a osoby oprávněné vést evidenci navazující na centrální evidenci, kterými jsou obchodník s cennými papíry a investiční společnost, pokud mají povolenou investiční službu „úschova investičních nástrojů“, ČNB, zahraniční osoba s povolením poskytovat investiční služby na území ČR a zahraniční depozitář.

V samostatné evidenci mohou být evidovány:

- zaknihované podílové listy otevřeného podílového fondu,
- listinné investiční nástroje v úschově,
- zahraniční investiční nástroje svěřené obchodníkovi s cennými papíry za účelem poskytnutí investiční služby,
- další investiční nástroje.

Samostatnou evidenci může vést kromě subjektů oprávněných vést centrální evidenci také banka, pokud má v licenci uvedenou investiční službu úschova investičních nástrojů.

Zaknihované cenné papíry jsou vedeny na majetkovém účtu, na němž se evidují údaje o osobě, pro kterou je účet veden, investiční nástroje a práva s nimi spojená a údaje o osobě oprávněné tato práva vykonávat. Majetkový účet je veden jako:

⁹⁸ Centrální depozitář cenných papírů, a.s. Informace pro depozitáře fondu kolektivního investování. Dostupné na http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Info/CZ/CDCP_informace_pro_depozitare_fondu_KI_revize.pdf. [cit. 17. 4. 2011].

- účet vlastníka – pro osobu, která je vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu,
- účet zákazníků – pro osobu, která není vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu, ale které vlastníci investičních nástrojů tyto nástroje svěřili.⁹⁹

Centrální depozitář cenných papírů začal v České republice fungovat po dlouhém prodlení. Ačkoli byl jeho koncept začleněn do ZPKT již v roce 2004, centrální depozitář začal fungovat až v roce 2010.

S odvoláním na ustanovení § 202 odst. 4 ZPKT, ve znění zákona č. 56/2006 Sb., převzal CDCP dne 2. července 2010 od státní příspěvkové organizace - Střediska cenných papírů evidenci zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů a začal vykonávat činnost podle výše uvedeného zákona. Tímto dnem současně Středisko přestalo vykonávat svou činnost podle dosavadních právních předpisů. V současné době Středisko cenných papírů činí úkony směřující k ukončení své činnosti, k čemuž dojde pravděpodobně ke konci roku 2011.¹⁰⁰

Vznikem CDCP byla tedy odstraněna značně nelogická a déle již neudržitelná situace, kdy jeden subjekt vedl evidenci zaknihovaných cenných papírů a jiný subjekt vypořádával transakce s nimi uzavřené. A to je také největším přínosem CDCP.¹⁰¹

99 Centrální depozitář cenných papírů. Předpisy a pravidla centrálního depozitáře (CDCP). Dostupné na <http://www.centraldepository.cz/dokument.aspx?k=CDCP-Legislativa>. [cit. 17. 4. 2011].

100 Informace poskytnutá dne 30. 5. 2011 zaměstnankyní SCP paní Danou Štočkovou jako odpověď na dotaz na adresu scp_is@scp.cz.

101 Garnac, Martin.SCP (*1.1.1993- †2.7.2010), Centrální depozitář, speciální příloha deníku IN – SERVER.CZ, informačního deníku o akciových společnostech. Svazek 1, Vydání 1. Dostupné na <http://www.in-server.cz/clanky/scp-1-1-1993-2-7-2010/73>. [cit. 2. 8. 2010].

5. Dopady finanční krize

Směrnice MiFID vstoupila v účinnost před téměř čtyřmi lety. Dopady její implementace však byly záhy zastíněny dopady finanční krize nejen na finanční trhy, ale na celou globální společnost. Načasování působí dojmem, jako by zpomalení v důsledku krize přišlo, aby napomohlo finančním trhům sžít se s novou regulací jejich aktivit. Vzhledem k současné situaci by se autorka o finanční krizi, která razantně ovlivnila a stále ještě ovlivňuje finanční trhy, zmínila podrobněji.

Finanční krize začala v roce 2007 v USA, kde se do existenčních potíží dostal trh s hypotékami. Tyto potíže byly považovány za původce současné situace, ovšem dnes je již jisté, že jádro problému leží mnohem hlouběji. Je sporné, zda za krizi může nedostatečná regulace a dozor nad trhy, chování investorů nebo stát samotný. Ekonomové jsou toho názoru, že původcem krize jsou státy a centrální banky se svými ne vždy zcela vhodnými zásahy, politici naopak oponují, že příčinou současné krize je nedostatečná regulace trhů. Cestu z krize vidí politici v zásazích států a následné regulaci trhů, které bez státního dohledu selhávají.

Ekonomové vidí počátky krize v období hospodářského růstu, nízké inflace a rozmachu trhu s realitami v 90. letech minulého století v USA. Tento růst podporovala uměle udržovaná nízká úroková míra i nadměrná emise peněz, čímž peněžní zásoba rostla rychleji než ekonomika. Nadbytečné peníze se investovaly do „virtuálních“ cenných papírů - zde je nutné zdůraznit, že to vše se dělo pod dohledem regulátora. Důležitým faktorem byl také nový zákon, který umožňoval převádět rizikové úvěry do podoby cenných papírů a obchodovat s nimi. V jeho důsledku vzrostlo množství poskytovaných hypoték.

Na přelomu tisíciletí se objevily náznaky propadu. Federál Reserve System (centrální bankovní systém v USA, dále jen „FED“) však za pomoci dalšího snížení úrokové míry a emise dalších peněz příznaky krize potlačil. Ekonomika znovu začala růst, nastal opětovný rozvoj realitního trhu, levné hypotéky a úvěry se nadále poskytovaly velkému počtu zákazníků, stejně tak jako státní podpora trhu s bydlením, a značně se zvýšily i ceny nemovitostí.

Dalším prvkem, který přispěl ke vzniku krize v USA, byla podle ekonomů vládní garance obligací agentur Freddie Mac a Fannie Mae, které skupovaly od bank hypotéky poskytnuté méně solventním klientům. Regulací kapitálové přiměřenosti byly banky tlačeny, aby tyto obligace zpětně kupovaly. Mnoho bank nezvládlo risk management, zejména tím, že komerční bankéři nebrali ohled na bonitu klientů a půjčovali více méně všem.

Poté, co investiční banka Bear Stearns musela uzavřít dva velké fondy, které investovaly do velmi rizikových hypoték, varoval šéf FEDu Ben Bernanke, že hrozí celosvětová krize. O měsíc později vyhlásila úpadek společnost Countrywide Financial, největší poskytovatel amerických hypoték, následovaly finanční ztráty Citigroup a Merrill Lynch. Burzy na vzniklou situaci zareagovaly hlubokým propadem.

Krize se nepředstavitelně rychle rozšiřovala i do dalších sektorů ekonomiky. Neschopnost klientů splácet hypotéky spolu s klesajícími cenami nemovitostí způsobily finančním společnostem stamilionové ztráty. Tyto ztráty v kombinaci s vysokým zadlužením omezily banky v získávání kapitálu, který potřebovaly ke svému refinancování. Bankovnímu sektoru scházela likvidita a banky si mezi sebou přestaly půjčovat, protože nedůvěřovaly, že protistrana svým závazkům dostojí.

Na počátku září vyhlásila úpadek banka Lehman Brothers, jedna z největších amerických investičních bank. Den nato byl zestátněn největší pojišťovací ústav na světě, firma AIG. Merrill Lynch převzala Bank of America. Následoval další rekordní propad na burzách a začalo se hovořit o celosvětové hospodářské krizi.

Americká vláda připravila záchranný finanční balíček pro trhy v hodnotě 700 mld. dolarů. Kongres tento balíček napoprvé nepřijal, v důsledku čehož burza v New Yorku zaznamenala nejhorší propad ve své historii. Napodruhé byl záchranný balíček přijat.

Krize se začala projevovat i v Evropě, kde začaly být znárodnovány banky, například belgické Fortis a Dexia, britská Bradford and Bradley. A protože je naše ekonomika po létech izolace součástí globalizovaného trhu, dostavila se krize logicky i do České republiky.

Na společnost Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. finanční krize dolehla v podobě silného odlivu prostředků z podílových fondů, snížení hodnoty

portfolií v důsledku poklesu cen cenných papírů a také odchodem několika institucionálních klientů. V rámci globální skupiny Credit Suisse byla zahájena restrukturalizace a snižování počtu zastoupení ve světě. Český Credit Suisse byl v červenci 2009 prodán společnosti Wood & Company, jednomu z v té době nejvýznamnějších obchodníků s cennými papíry na českém trhu.

Nejobtížnějším obdobím byl přelom roku 2008 a první měsíce roku 2009, kdy akcie na burzách prohlubovaly víceletá minima a trh ovládly výhradně negativní zprávy. Po skoro dva roky trvajícím propadu burzy a cen akcií se začala situace zlepšovat, zvolna docházelo ke smazávání ztrát způsobených finanční krizí. Investoři v době krize nahromadili v důsledku odprodeje značnou hotovost, kterou začali uvolňovat, čímž finanční trhy dostaly impuls k růstu.

Avšak zanedlouho nastala krize v Maďarsku, po ní řecká krize, kdy se Řecko potýkalo s výrazným deficitem státního rozpočtu, objevily se problémy v Portugalsku, ve Španělsku a v Irsku a Evropská měnová unie začala pociťovat vážné problémy. Poprvé se ukázalo, že některé země, které jsou součástí měnové unie, mohou zbankrotovat a o společnou měnu přijít. Evropa, která již žila optimismem z končící světové finanční krize, najednou čelila krizi státních dluhů ohrožujících celistvost celé eurozóny.

Ratingové agentury zcela pochopitelně sáhly ke snižování hodnocení postižených zemí, čímž jednak odradily investory a způsobily zvýšení úročení státních půjček a tím další prodražení rostoucího státního dluhu. Ekonomicky silnější státy se rozhodly následky nezodpovědného vládnutí sanovat. A to i přesto, že je prokazatelné, že Řecko při vstupu do eurozóny podvádělo se statistickými daty vypočítanými statistickým úřadem v Aténách.

Řecko má velmi vysoké dluhy, ale EU ještě měla prostředky na jejich sanaci. Pokud by se ovšem do té samé situace dostalo velké Španělsko, prostředky na jeho záchranu již zřejmě nebudou, nebo alespoň ne v takovém rozsahu. Řešením by mohlo být vyhlášení

skutečného státního bankrotu, vystoupení z eurozóny, vytvoření vlastní měny, ale hlavně – razantní rozpočtové škrty.¹⁰²

Lídři členských států eurozóny schválili v květnu 2010 Řecku pomoc ve výši 110 miliard eur. Současně s tím se shodli na potřebě chránit EU od opakování krize podobné té řecké, a to hlavně zpřísněním rozpočtových pravidel a přísnější regulací finančních trhů. Dnes platí, že by členské státy neměly překročit výši ročního rozpočtového schodku ve výši tří procent HDP, v případě celkového dluhu se jedná o 60 procent HDP. Tato pravidla však v současnosti porušuje drtivá většina zemí EU. Za nerespektování pravidel, která jsou zahrnuta v Paktu stability a růstu, hrozí v současnosti finanční sankce či pozastavení unijních dotací. Politici však této možnosti dosud nikdy nevyužili. Podle představitelů EU je třeba zavést efektivní sankce za porušování paktu.¹⁰³ A tak současně s regulací rozpočtových pravidel dochází i k regulaci finančních trhů. Přestože existuje mezinárodní globalizovaný trh, regulace bank a finančního sektoru vůbec je více či méně na národní úrovni, což je faktor, který také mohl určitou měrou přispět ke vzniku finanční krize.

102 Páral, Pavel. Evropou obchází strašidlo státních dluhů. Řecku už klepe na dveře. A nám by mohlo začít klepat taky. 19. 1. 2010. Zprávy.idnes.cz [online]. Dostupné na http://zpravy.idnes.cz/evropou-obchazi-strasidlo-statnich-dluhu-recku-uz-klepe-na-dvere-a-nam-by-mohlo-zacit-klepat-taky-izm-/kavarna.asp?c=A100119_164725_kavarna_chu. [cit. 30. 5. 2010].

103 iDnes.cz, ČTK. Eurozóna přiklepla Řecku pomoc. Dalším krizím chce zabránit zpřísněním sankcí. 8.5.2010. Zprávy.idnes.cz [online]. Dostupné na http://ekonomika.idnes.cz/eurozona-priklepla-recku-pomoc-dalsim-krizim-chce-branit-zprisenim-pravidel-1hq-/eko_euro.aspx?c=A100508_075938_eko_euro_mad. [cit. 30. 5. 2010].

Závěr

Jak již bylo několikrát uvedeno výše, směrnice MiFID vstoupila v účinnost 1. listopadu 2007 a vyvolala několik fundamentálních změn ve struktuře evropských finančních trhů. Přinesla mnoho užitečného, ovšem ne vždy byly výsledky takové, jak bylo původně zamýšleno.¹⁰⁴

Základem MiFID je nové chápání investora a jeho vztahu k poskytovateli finančních služeb, významné rozšíření obsahu kategorií „investiční nástroje“ a „investiční služby“, obsahu komunikace se zákazníky i změna v dosud existující infrastruktuře trhu.

Příkladem pozitivní změny je jednoznačně zavedení institutu profesionálního zákazníka, který se jím může stát i při nesplnění všech daných kritérií, a to na základě vlastní žádosti a po následném odsouhlasení poskytovatelem investiční služby. Ačkoli jsou kritéria pro získání postavení „profesionálního zákazníka na žádost“ velmi přísná, je zařazení tohoto prvku „volnosti“ do striktních regulačních pravidel velmi pozitivním krokem.

Bohužel se zdá, že tento přístup bude opět opuštěn. V připravované novelizaci směrnice MiFID 2 navrhuje Evropská komise zpřísnit podmínky kategorizace zákazníků a vychází z předpokladu, že „profesionální zákazník není dostatečně profesionální a že i tomuto zákazníkovi je třeba poskytnout zvýšenou míru ochrany.“¹⁰⁵

Nejvýznamnější změny oproti původnímu znění zákona se týkají jednání společnosti se zákazníky. V rámci obecných povinností při jednání se zákazníky zákon zdůrazňuje, že společnost jedná kvalifikovaně, čestně, spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků. Zákonná úprava se soustředí zejména na zákazníka, který není profesionálním zákazníkem, a tudíž vyžaduje daleko větší míru péče.

Celkově se díky směrnici MiFID vytvořilo prostředí, ve kterém mohou investiční banky a elektronická obchodní místa usilovat o zákazníky, aby využili různých nabízených obchodních míst a kanálů. Kombinace fragmentace obchodních míst, mnohonásobných

104 Morávek, Daniel. Krize od počátku až do současnosti. www.podnikatel.cz [online]. 6.10.2008. Dostupné na <http://www.podnikatel.cz/clanky/krize-od-pocatku-az-do-soucasnosti/>. [cit. 30. 5. 2010].

105 Husták, Zdeněk. Přednáška MiFID: Dohled, regulace a ochrana. Seminář Právo v bankovních institucích – Legislativa v investičních službách, 14. dubna 2011. Praha.

registrací, růstu obchodování derivátů, evidence best execution a potřeby identifikovat údaje o zákazníkovi, to vše jsou faktory, které způsobují, že společnosti musí zpracovávat obrovské objemy dat. MiFID vyžaduje nejen agregaci transakcí a všech relevantních historických údajů, ale také schopnost okamžitě obnovit historická data tak, aby mohl být u definovaných obchodů prokázán princip best execution. Za tímto účelem musely společnosti zajistit prostředky, kterými přistupují bez dodatečných nákladů ke všem těmto datům, musely zdokonalit své databáze a pracovní procesy.¹⁰⁶

Po třech letech existence se ukázalo, že MiFID je nutné novelizovat. Evropská komise proto přišla s návrhem směrnice MiFID 2. Potřeba adaptovat legislativu tak, aby zohledňovala rostoucí diverzifikaci finančních instrumentů a typy obchodování, se odráží ve všech významných reformách finančních služeb v EU, včetně revize směrnice o zneužívání trhu. Revize směrnice MiFID je nezbytnou součástí strukturálních reforem směřujících k bezpečnějšímu, zdravějšímu, transparentnějšímu a odpovědnějšímu finančnímu systému.

Jedním z důvodů revize je také skutečnost, že je nutno vzít v úvahu řadu dříve nezvažovaných skutečností, které souvisí s technologickým vývojem a které by mohly výrazně ovlivnit hladké a efektivní fungování evropského akciového trhu. A v neposlední řadě je nutné zdokonalení MiFID s ohledem na finanční krizi a zabezpečení další existence vysokého standardu ochrany investorů napříč EU. Posledním důvodem, v souladu s návrhem skupiny Larosière a ECOFINu (Rady ministrů hospodářství a financí), je závazek EU minimalizovat, tam, kde je to vhodné, volnost jednání členských států napříč směrnicemi o finančních trzích. Toto je hlavní myšlenka, která půjde napříč revizí směrnice MiFID a která by měla přispět k založení jednotných pravidel EU pro finanční trhy, pomoci srovnat úroveň mezi členskými státy, zlepšit dohled a vymáhání práva, snížit náklady pro účastníky trhu a zlepšit podmínky přístupu a soutěže napříč EU.¹⁰⁷

106 Holman, Robert. Trhy nepotřebují víc regulace. Hospodářské noviny, strana 9, rubrika: Názory. 3.11.2008. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2008/cl_08_081103. [cit. 4.11.2010].

107 European Commission, Directorate General Internal Market and Services. Public consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). 8. 12. 2010. Dostupné na www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/mifid_konzultacni_material.pdf. [cit. 15. 4. 2011].

Tato myšlenka je dle názoru autorky přinejmenším sporná, neboť neustálé omezování volnosti jednání členských států znamená nepřiměřené zasahování do diskrece jednotlivých členských států. Pochopitelně určitá míra regulace je nutná a autorka je toho názoru, že toto již splnila původní směrnice MiFID. Je nutné vzít v úvahu, že ač globalizované, finanční trhy jednotlivých členských států mají a stále budou mít svá určitá specifika, a pokud se zcela odstraní volnost jednání členských států a jejich regulátorů, mohly by nastat velké problémy jak při uvádění nových produktů na trh, tak například při získávání nových klientů, a to z důvodu vysokých poplatků, kterými jsou bohužel české finanční ústavy proslulé. Nehledě na fakt, že spektrum nabízených produktů a produktů, které jsou v jednotlivých státech nejrozšířenější, se také stát od státu liší. Souvisí to jednak s ekonomickou silou obyvatelstva i s jeho znalostmi produktů finančního trhu.

Na kolektivní investování bude mít MiFID 2 vliv minimální. Dotkne se pouze pravidel jednání investiční společnosti, zejména obezřetného poskytování investičních služeb, ochrany majetku zákazníka a schvalování kvalifikované účasti na investiční společnosti.¹⁰⁸

Je nutné nalézt nová a jednoznačná vymezení regulace a dohledu nad finančními trhy, zejména je potřeba definovat postavení regulace a dohledu jako organických součástí tržního mechanismu, ne jako doplněk nebo dokonce narušitele finančního trhu. Bohužel je nutno podotknout, že někteří regulátoři dosud v některých případech takovým způsobem vůči účastníkům finančního trhu vystupují.

Evropští politici však čím dál hlasitěji volají po větší regulaci finančních trhů a bank, jejichž nedostatečnost podle nich stojí za současnou finanční krizí. Ekonomové naopak vidí situaci spíše opačně.

V červnu 2010 vydala Evropská komise seznam předpisů, které je nutno přijmout nebo novelizovat tak, aby se vyřešily problémy plynoucí z orientace na krátkodobé výsledky, ze špatného řízení rizik a z nedostatečné zodpovědnosti některých subjektů finančního trhu, a kterou by se napravily nedostatky dohledového a regulačního rámce. Z důvodu

108 Pilková, Jarmila. Přednáška Vliv MiFID a MiFID 2 na jednotlivé zákony ČR. Seminář Právo v bankovních institucích, Legislativa v investičních službách, Praha. 14. dubna 2011.

udržení finanční stability a zajištění ochrany investorů musí Evropská unie dokončit program reforem do konce roku 2011.¹⁰⁹

Finanční reforma spočívá na čtyřech zásadách: větší průhlednost, účinný dohled a vymáhání dodržování předpisů, posílení finanční stability a posílení zodpovědnosti a ochrany spotřebitele.

Jedním z nejdůležitějších a nejkontroverznějších reformních předpisů je zřízení tří evropských orgánů dohledu - pro bankovníctví, pojišťovnictví a trhy s cennými papíry. Tyto orgány budou zajišťovat posílený dohled a lepší koordinaci vnitrostátních orgánů dohledu a budou se podílet na přípravě odborných norem a vytvoření skutečně jednotného kodexu.

Novou a mimořádně diskutovanou normou jsou závazná pravidla o odměňování, která nabyla účinnosti 1. ledna 2011 a která již byla analyzována výše. O podobné úpravě se nyní uvažuje i pro správce fondů UCITS. Podle názoru Ministerstva financí ČR podobná regulace není potřeba, protože investiční politiky UCITS fondů jsou již v současnosti vysoce regulované.¹¹⁰

Dalším důvodem odmítnutí této regulace je fakt, že odměna za služby správce fondu (tedy investiční společnosti) je kalkulována transparentně jako dané procento z hodnoty portfolia za dané období. Skutečná odměna správce fondu je primárně závislá na poplatcích za správu fondu a tudíž výkonnost fondu nemusí mít nutně na odměnu správce přímý dopad. A dále, pravidla pro variabilní složky odměny, která tvoří klíčovou část nové politiky odměňování ve finančním sektoru a která usiluje o přímou závislost odměny manažera na výkonnosti řízené entity, není na UCITS vůbec aplikovatelná. A nakonec, důležitou součástí nového způsobu odměňování je, že značná

109 Evropská komise. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Evropské centrální bance, Brusel, 2.6.2010.

110 Ministerstvo financí ČR. Vyjádření ke konzultačnímu materiálu Evropské směrnice ke změně směrnice o koordinaci předpisů v oblasti kolektivního investování (tzv. UCITS IV). 31. 1. 2011. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbmcr/mfcr/Kapitalovy_trh_-_Kolektivni_investovani_Material_MF_UCITS_20110131.pdf. [cit. 17. 3. 2011].

část odměny by měla být tvořena akciemi řízené entity, což by v případě fondů kolektivního investování vedlo ke střetu zájmů.¹¹¹

Druhou částí nové legislativy jsou posílené kapitálové požadavky na obchodní portfolio je Capital Requirements Directive, tzv. CRD IV. Cílem je zlepšit kvalitu a objem kapitálu drženého bankami, zavést kapitálové rezervy a zajistit kumulaci kapitálu v příznivých obdobích pro případ opakování krize. Tato směrnice se dotkne nejen bank, ale i investičních společností a obchodníků s cennými papíry. Momentálně (červen 2011) je CRD IV projednávána Evropským parlamentem.

Další normou, která se přímo týká kolektivního investování a která také vzbuzuje mnoho otázek, je návrh směrnice o správcích alternativních fondů kolektivního investování, tzv. AIFMD. Návrh této směrnice byl Evropskou komisí publikován v dubnu 2009, ovšem po četných výhradách byl v říjnu 2010 publikován nový kompromisní text. V listopadu 2011 schválil návrh směrnice Evropský parlament a 27. května 2011 finální text AIFMD schválila Rada EU¹¹². Proces adaptace směrnice bude rozložen do několika následujících let: transpoziční lhůta pro směrnice a prováděcí směrnice je dva roky, tedy do roku 2013. Po dvou letech od uplynutí transpoziční lhůty (2015) začne platit směrnice spolu s národním režimem, po čtyřech letech (2017) proběhne revize AIFMD a po třech letech od zahájení fungování evropského pasu (2018) skončí národní režimy úpravy alternativních fondů.¹¹³

Alternativním fondem se rozumí fond kolektivního investování, který není standardním fondem (tj. nespadá pod regulaci UCITS). Tyto fondy se mohou dále dělit na fondy, které shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti a na fondy kvalifikovaných investorů. Alternativní fondy jsou dosud výhradně v působnosti národní regulace.

Směrnice AIFMD je též součástí reakce Komise na finanční krizi. Komise usiluje o vytvoření jednotného a účinného regulatorního systému pro správce alternativních

111 Ministerstvo financí ČR. Vyjádření ke konzultačnímu materiálu Evropské směrnice ke změně směrnice o koordinaci předpisů v oblasti kolektivního investování (tzv. UCITS IV). 31. 1. 2011. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbmcr/mfcr/Kapitalovy_trh_-_Kolektivni_investovani_Material_MF_UCITS_20110131.pdf. [cit. 17. 3. 2011].

112 AKAT ČR. Pro informaci: AIFMD přijata Radou EU. 31. 5. 2011. Dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/122250.pdf. [cit. 31. 5. 2011].

113 Šovar, Jan. Prezentace Směrnice o správcích alternativních fondů kolektivního investování. Seminář Právo v bankovních institucích, Legislativa v investičních službách. 14. dubna 2011, Praha.

fondů v EU. Směrnice stanovuje pravidla pro povolování, provozování a požadavky na transparentnost činnosti správců.

Směrnice AIFM převzala celou řadu pravidel ze směrnice UCITS, většina ustanovení povinně harmonizované regulace určené standardním fondům byla vztažena i na alternativní fondy. Výhodou nové směrnice je snaha o vytvoření jednotného evropského pasu pro správce i pro alternativní fondy samotné.¹¹⁴

Je sporné, zda za celoevropskou regulací stála ochrana neprofesionálních investorů. Směrnice AIFM počítá s tím, že alternativní fondy budou primárně nabízeny profesionálním investorům. Těmi jsou především banky, které by měly mít svůj systém řízení rizik propracovaný, proto je jejich dodatečná ochrana prostřednictvím směrnice AIFM zbytečná. V případě, že členský stát rozhodne, že bude možné v rámci jeho jurisdikce nabízet alternativní fondy i neprofesionálním investorům, pravidla pro toto nabízení si určí tento členský stát.

Přijetí směrnice bude znamenat výrazný zásah do zákona o kolektivním investování. Změny by byly nutné především v úpravě povolení k činnosti investičních společností, výkonu jejich činnosti, regulace informačních povinností a dohledu. Nové pasáže by představovaly povinnosti správců alternativních fondů s rozhodujícím vlivem na emitenty či úprava jednotného evropského pasu pro správce.¹¹⁵

Situace na globálním trhu ukázala, že je nutné dbát na předcházení krizím, a tudíž je naprosto nezbytná aktivnější a odpovědnější účast podílníků a správcovských společností s nutným důrazem na efektivní systém vnitřní kontroly. Evropská komise zpracovala akční plán pro řízení krizí, čímž by se měla zajistit minimalizace dopadů úpadků jednotlivých finančních institucí na celý finanční systém a omezit použití veřejných zdrojů na sanaci krizových situací.

Výše uvedená legislativní aktivita Komise, zaměřená na silnější regulaci finančních trhů, je dle názoru autorky sporná. Finanční trhy již dnes regulovány jsou, a přesto ke krizi došlo. Ještě vyšší regulací se zřejmě krizím zabránit nedá. Každá regulace logicky

114 Osendorf, Vít. Jekl, Adam. Regulace alternativních fondů v České republice s ohledem na diskuze o jejich případné regulaci v rámci EU. Dostupné na www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_clanek_IV.pdf. [cit. 16. 4. 2011].

115 Tamtéž.

vyvolá vznik inovací, které umožní tuto novou regulaci obcházet, a finanční instituce hledají cesty, jak regulace uvalené státem mírnit. Dochází k nekonečné spirále nová regulace – nové obcházení regulace. Stále novou a novou regulací se však finanční trhy stávají nepřehlednými a ve svém důsledku omezují konkurenceschopnost jednotlivých účastníků finančního trhu.

Finanční trhy ztratily důvěru investorů a mnoho lidí dnes spoléhá pouze na státní zásahy. Kdyby ovšem státy ponechaly krizi volný průběh, zdravé finanční instituce by zůstaly a z trhu by zmizely firmy, které se nechovaly obezřetně a dostaly se do finančních problémů. Finanční trhy by se bývaly očistily samy a přirozeně.

Vládní zásahy a regulační aktivity Evropské unie sice možná zkrátí hospodářskou recesi, ale za cenu rozvráceného systému veřejných financí, ztráty pocitu odpovědnosti jak investorů, tak správců investic, a zvýšené pravděpodobnosti budoucích finančních krizí, na jejichž sanaci už nemusí mít státy prostředky.

Jenom budoucnost ukáže, zda byla řešením současné krize stále se zvyšující regulace finančního trhu, nebo zda státy nakonec přistoupí k samo-očistnému procesu finančních trhů.

Seznam použité literatury:

Česká literatura:

1. Informace v rámci celoevropské spolupráce při implementaci MiFID ve společnosti Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Březen 2007.
2. Husták, Zdeněk. Přednáška MiFID: Dohled, regulace a ochrana. Seminář Právo bankovních institucí a legislativa v investičních službách organizovaný Institute for International Research dne 14. 4. 2011 v Praze.
3. Compliance Journal – Revue pro otázky compliance, 02/2007, Vydává Complplex, s.r.o. Praha. 2007.
4. Król, Jiří. Ministerstvo financí ČR, odbor Analýzy a rozvoje finančního trhu. Vliv evropské integrace na vývoj kapitálových trhů v ČR.
5. Komise pro cenné papíry. Informace Komise pro cenné papíry zaslaná společnosti Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Květen 2006.
6. Česká bankovní asociace. Výroční zpráva České bankovní asociace, 2006 – 2007. Praha: Česká bankovní asociace, 2008.
7. Bakeš/Karčíková/Kotáb/Marková a kolektiv, Finanční právo, 5. upravené vydání, C.H.Beck, 2009, Kapitola XXII. Subjekty finančního trhu, str. 454 - 472.
8. Stuchlík, Roman. Podílové fondy a riziko zpronevěry aneb co když to někdo ukradne? Časopis FOND SHOP 13/2006. Vydává MONECO, spol. s r.o., Brno, 2006.
9. Česká bankovní asociace. Přípomínky k návrhu vyhlášky, kterou se mění vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry. Praha. 2010.
10. Lišuchová, Darina. Interní předpis ING Investment Management (C.R.), a.s. ING IM Operations Manual, účinný od 1. dubna 2010.
11. Lišuchová, Darina. Interní předpis ING Investment Management (C.R.), a.s. ING IM Compliance Manual, účinný od 1. ledna 2011.
12. Lišuchová, Darina. Interní předpis společnosti ING Investment Management (C.R.), a.s. ING IM Pravidla po uzavírání osobních obchodů platná pro zaměstnance ING IM ČR, účinná od 1. ledna 2011.
13. Lišuchová, Darina. Interní předpis ING Investment Management (C.R.), a.s. ING IM Organization Chart and Chinese Walls Manual. účinná od 16. srpna 2010.
14. Lišuchová, Darina. Interní předpis ING Investment Management (C.R.), a.s. Strategie společnosti ING IM pro řešení střetu zájmů, účinný od ledna 2011.
15. Lišuchová, Darina. Interní předpis Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Ochrana majetku zákazníka, účinný od 1. 10. 2008.
16. Lišuchová, Darina. Interní předpis Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Compliance Manual, účinný od 1. 1. 2008.
17. Lišuchová, Darina. Dalihodová, Eva. Interní předpis Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. Vedení účetnictví, účinný od 1. 1. 2008.
18. Lišuchová, Darina. Interní předpis ING Investment Management (C.R.), a.s. Ochrana majetku zákazníka, účinný od 1. 1. 2011.
19. Interní předpis ING Investment Management (C. R.), a.s. ING IM Archivní a skartační řád, účinný od 26. 5. 2009.
20. Nález Ústavního soudu č. 535/2000, publikováno ve Sbírce nálezů a usnesení Ústavního soudu ČR, Svazek č. 24, Nález 193 s. 449. ASPI.

21. Skřivánek, Tomáš. Hledá se miliarda. Týdeník EURO. 11. 6. 2007. EURONEWS, a.s. Praha. 2007.
22. Informace poskytnutá dne 30. 5. 2011 zaměstnankyní SCP paní Danou Štočkovou jako odpověď na dotaz na adresu scp_is@scp.cz.
23. Pilková, Jarmila. Přednáška Vliv MiFID a MiFID 2 na jednotlivé zákony ČR. Seminář Právo v bankovních institucích, Legislativa v investičních službách, Praha, 14. dubna 2011.
24. Šovar, Jan. Presentace Směrnice o správcích alternativních fondů kolektivního investování. Seminář Právo v bankovních institucích, Legislativa v investičních službách, 14. dubna 2011, Praha.

Zahraniční literatura:

1. Cavendish Group International Limited, Financial Solutions International, The MiFID Handbook 2006. Featuring contributions from: Goldman Sachs, European Commission, SWIFT, Reuters, FESE, BBA, Nordea, BdB, Euro-MTF. Published in association with the European Banking Federation, 2007.
2. European Commission, Draft Working Paper DG Markt D4. ESC Discussion Paper, UCITS review, 3. 3. 2005.
3. Odpověď na dotaz na Europe Direct: citizen_reply@edcc.ec.europa.eu. 18. 4. 2011. ID 176. Exemptions (Internal reference 21.2) collective investment undertakings. Dostupné také na <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=176>.
4. SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003, o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu), článek 16 Preambule.
5. ING Investment Management Europe. Gift, Entertainment and Anti-Bribery Policy. 11. 1. 2010.
6. Evropská komise. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Evropské centrální bance, Brusel, 2.6.2010.

Internetové zdroje:

1. Ministerstvo financí ČR, Důvodová zpráva ke změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu v souvislosti s MiFID. Dostupné na www.mfcr.cz, 17. 4. 2007 [cit. 31. 1. 2010]
2. Česká národní banka, MiFID. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html, [cit. 31. 1. 2010]
3. FSA, Background information. Dostupné na <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/mifid/background/index.shtml>, [cit. 31. 1. 2010]
4. Markets in Financial Instruments Directive – MiFID. Dostupné na <http://www.mifidirective.com/>, [cit. 20. 11. 2010]
5. European Banking Federation, Dostupné na <http://www.ebf-fbe.eu/>, [cit. 20. 11. 2009]
6. Jennings, Mike. Bankovnictví, MiFID – Are you within the scope? Who would fall under MiFID?, 15. 12. 2006. Dostupné na http://www.deloitte.com/view/en_CZ/cz/industries/fsi/issues-

- trends/mifid/20e33b531a2fb110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm, [cit. 31. 1. 2011]
7. European Commission, White Paper, Financial Services Policy 2005-2010. Dostupné na http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf. [cit. 4. 3. 2010]
 8. ESMA. <http://www.esma.europa.eu/> [online]. [cit. 4. 3. 2010]
 9. Česká národní banka. Odůvodnění vyhlášky, kterou se mění vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyhlasiky/download/oduvodneni_vyhlasika_283_2008.pdf. [cit. 4. 3. 2010]
 10. Finance.cz [online]. Letmý pohled do historie. Dostupné na <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/historie/>, [cit. 7. 9. 2009]
 11. Finance.cz [online]. Historie kolektivního investování. Dostupné na <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/historie/>. [cit. 7. 11. 2010].
 12. Šedivá, Blanka. Přednáška kolektivní investování. Dostupné na http://home.zcu.cz/~sediva/kpt/pred_11.pdf. [cit. 7. 11. 2010]
 13. Erbenová, Michaela. Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky. Příspěvek do Sborníku konference VŠFS „Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor“, 14. a 15. 6. 2005. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/erbenova_20050614_regularator_konference_VSFS.pdf. [cit. 19. 10. 2009]
 14. ČTK. Nejznámější vytunelované investiční fondy. 19. 8. 2008. Dostupné na <http://www.penize.cz/investice/43614-nejznamnejsi-vytunelovane-investicni-fondy>. [cit. 21. 1. 2011]
 15. Ministerstvo spravedlnosti ČR. Obchodní rejstřík a sbírka listin. Dostupné na <http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?sysinf.vypis.CEK=226914&sysinf.vypis.rozsah=uplny&sysinf.@typ=transformace&sysinf.@strana=report&sysinf.vypis.typ=XHTML&sysinf.vypis.klic=bfa0521c0793774fcc908a314e6aef68&sysinf.spis.@oddil=B&sysinf.spis.@vlozka=1635&sysinf.spis.@soud=Krajsek%20FDm%20soude m%20v%20DAst%20nad%20Labem&sysinf.platnost=21.01.2011>. [cit. 21. 1. 2011]
 16. Nejvyšší soud ČR. Rozhodnutí NS 23 Cdo 4119/2007. Dostupné na http://www.nsoud.cz/JudikaturaNS_new/judikatura_prevedena2.nsf/WebSearch/37757E8BB84C3AFAC1257810003545F9?openDocument. [cit. 16. 1. 2011]
 17. Cianews.cz. Akro prodává miliardovou pohledávku za Plzeňskou bankou. 27. 5. 2033. Dostupné na <http://zpravy.kurzy.cz/68793-akro-prodava-miliardovou-pohledavku-za-plzenskou-bankou/>. [cit. 16. 1. 2011]
 18. Pokorný, Marek. Ihned.cz. Kvůli tunelu CS fondů jde před soud úředník, který mohl krádeži zabránit. Dostupné na <http://domaci.ihned.cz/c1-38233150-kvuli-tunelu-cs-fondu-jde-pred-soud-urednik-ktery-mohl-kradezi-zabranit>. [cit. 16. 1. 2011]
 19. Urbánek, Vladimír. Soud uzavřel kauzu CS Fondů tresty na 21 let. 28. 2. 2007. Dostupné na <http://zpravy.kurzy.cz/130855-soud-uzavre.-kauzu-cs-fondu-tresty-na21-let/>, [cit. 16. 1. 2011]
 20. ČTK. Česko nebude platit miliardu za vytunelované CS fondy. 3. 9. 2009. Dostupné na <http://e15.cz/domaci/udalosti/stat-podle-nemusi-zaplatit-is-akro-miliardu-za-cs-fondy>. [cit. 16. 1. 2011]

21. AKRO investiční společnost, a.s. Aktuální informace pro podílníky bývalých CS fondů. 16. 2. 2011. Dostupné na http://www.akro.cz/aktualita.php?id_akt=186. [cit. 1. 6. 2011]
22. Komise Evropských společenství. 25. výroční zpráva Komise o kontrole uplatňování práva Společenství (2007). 18. 11. 2008. Dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0777:FIN:CS:PDF>. [cit. 28. 4. 2011]
23. Evropská komise. Uplatňování práva EU. Porušení práva Společenství. 9. 12. 2009. Dostupné na http://ec.europa.eu/eu_law/infringements/infringements_en.htm. [cit. 28. 4. 2011]
24. CURIA, Judikatura Soudního dvora, Tribunálu a Soudu pro veřejnou službu. Dostupné na http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/ [online]. [cit. 28. 4. 2011]
25. Sněmovní tisk 276 – novela zákona o kolektivním investování – EU. Dostupné na <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=6&T=276>. [cit. 1. 6. 2011]
26. Hoffmann, Robert. Association of Luxembourg Fund Industry., The regulation and Structure of Collective Investment Vehicles outside the United States. Dostupné na <http://www.aei.org/EMStaticPage/1318?page=Summary>. Květen 2006. [cit. 22. 9. 2010]
27. Commission de Surveillance du Secteur Financier. www.cssf.lu/en/laws-and-regulations/legislation/ [online]. [cit. 4. 4. 2011]
28. Zdroje společnosti AKAT ČR. www.akatcr.cz [online]. [cit. 26. 7. 2010]
29. Urbánek, David. Bielik, Igor. UCITS III – nové regule v Evropě. Časopis FOND SHOP. 14. 9. 2004. Dostupné na http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_uci. [cit. 22. 1. 2011]
30. Commission de Surveillance du Secteur Financier. www.cssf.lu/en/laws-and-regulations/legislation/ [online]. [cit. 4. 4. 2011]
31. Ministerstvo financí ČR. Konzultační materiál MFČR Transpozice směrnice UCITS IV. Únor 2011. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/UCITS_IV_KM.pdf. [cit. 3. 4. 2011]
32. ČNB. Rozhodnutí ČNB č.j. 2010/1602/570 ze dne 25. února 2010 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2010/1345/110 ze dne 29. dubna 2010, sp. zn. Sp/2009/162/573. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_162_573.pdf. [cit. 6. 10. 2010]
33. Zámečník, Petr. Investice. Churning, aneb jak motivovat vázané zástupce k odírání klientů. 19. 8. 2010. Dostupné na <http://www.investujeme.cz/clanky/churning-aneb-jak-motivovat-vazane-zastupce-k-odirani-klientu/>. [cit. 6. 10. 2010]
34. Trojan, Oldřich. Advokátní kancelář Holec, Zuska & Partneř. Dobrá pověst právnické osoby. 7. 9. 2006. Dostupné na <http://www.epravo.cz/top/clanky/dobra-povest-pravnicke-osoby-42898.html>, [cit. 24. 5. 2011]
35. ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2009/2146/110 ze dne 13. srpna 2009. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy-old/89918_51_se_35_2005_2009_2146_110.pdf. [cit. 14. 12. 2010]
36. Atlantik FT. ČEZ: Alan Svoboda by se mohl vrátit do představenstva. 4. 10. 2010. Dostupné na <http://www.investujeme.cz/investicni-zpravy/cez-alan-svoboda-by-se-mohl-vratit-do-predstavenstva/>. [cit. 14. 12. 2010]

37. ČNB. www.cnb.cz [online]. Úřední sdělení ČNB ze dne 15. února 2008, jímž se vydává Metodika nakládání s vnitřními informacemi, Věstník ČNB, částka 6/2009 ze dne 6. března 2008. [cit. 15. 4. 2010]
38. Anupama J., Naidu, Was its Bite Worse than its Bark? The Costs Sarbanes-Oxley Imposes on German Issuers may Translate into Costs to the United States, 18 Emory Int'l L. Rev. 271, 299 (2004). Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011]
39. Securities Exchange Act z roku 1934, 10, 15 U.S.C.78j (1994), článek 10b. Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011]
40. Ejhle, Eric. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison. Universität Bremen, European Business Law Review, Vol. 26, ppg. 465 _ 490, 2010. Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1271868##. [cit. 17. 4. 2011]
41. Komise pro cenné papíry. Zásady činnosti depozitáře. Květen 2003. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/kolektivni_investovani/download/metodika_depz_20030523.pdf. [cit. 7. 11. 2010]
42. Pešek, Tomáš. Investiční fondy kvalifikovaných investorů. Právní rádce. 19. 12. 2006. Dostupné na http://pravnicradce.ihned.cz/c4-10077450-20014310-F00000_d-investicni-fondy-kvalifikovanych-investoru. [cit. 31. 5. 2011]
43. Asociace pro kapitálový trh (AKAT). Etický kodex Asociace pro kapitálový trh (AKAT) 7. 10. 2008. Dostupné na http://www.akatcr.cz/download/91-eticky_kodex_20081007.pdf. [cit. 8. 4. 2011]
44. Singer, Miroslav. Presentace Připravované legislativní novinky pohledem regulátora, 3 dny pro banky, Institute for International Research. Praha, 27. listopadu 2007. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20071127_legislativa_regulator.pdf. [cit. 29. 6. 2009]
45. Unie společností finančního zprostředkování a poradenství (USF). <http://www.usfcr.cz/cs/> [online]. [cit. 20. 10. 2010]
46. Sdružení ochrany spotřebitelů (SOS). <http://www.spotrebitele.info/> [online], [cit. 20. 10. 2010]
47. Komise pro cenné papíry. Stanovisko KCP: K některým otázkám úpravy Garančního fondu obchodníků s CP, zejména K některým otázkám úpravy GF OCP, zejména k okruhu nároků, na které se náhrada z fondu vztahuje, 14. 8. 2004. Dostupné na <http://www.gfo.cz/print.php?show=stanovska&zaznam=4>. [cit. 3. 5. 2011]
48. ING Investment Management CR, a.s. ve spolupráci s IPSOS Tambor. Průzkum finančního rozhodování Čechů. Tisková konference 4. května 2011. Dostupné na http://www.ingfondy.cz/download/14098/TZ_ING%20IM%20Investicni%20chovani%20Cechu%20FINAL.pdf. [cit. 4. 5. 2011]
49. Centrální depozitář cenných papírů, a.s. Informace pro depozitáře fondu kolektivního investování, Dostupné na http://www.centraldepository.cz/CDCP_downloads/Info/CZ/CDCP_informace_pro_depozitare_fondu_KI_revize.pdf. [cit. 17. 4. 2011]
50. Centrální depozitář cenných papírů, Předpisy a pravidla centrálního depozitáře (CDCP). Dostupné na <http://www.centraldepository.cz/dokument.aspx?k=CDCP-Legislativa>, [17. 4. 2011]

51. Garnac, Martin. SCP (*1.1.1993- †2.7.2010), Centrální depozitář, speciální příloha deníku IN – SERVER.CZ, informačního deníku o akciových společnostech, Svazek 1, Vydání ,1, Dostupné na <http://www.in-server.cz/clanky/scp-1-1-1993-2-7-2010/73>, [cit. 2. 8. 2010]
52. Páral, Pavel. Evropou obchází strašidlo státních dluhů. Řecku už klepe na dveře. A nám by mohlo začít klepat taky. 19. 1. 2010. Zpravy.idnes.cz [online]. Dostupné na http://zpravy.idnes.cz/evropou-obchazi-strasidlo-statnich-dluhu-recku-uz-klepe-na-dvere-a-nam-by-mohlo-zacit-klepat-taky-izm-/kavarna.asp?c=A100119_164725_kavarna_chu, [cit. 30. 5. 2010]
53. iDnes.cz, ČTK. Eurozóna přiklepla Řecku pomoc. Dalším krizím chce zabránit zpřísněním sankcí. 8. 5. 2010. Zpravy.idnes.cz [online]. Dostupné na http://ekonomika.idnes.cz/eurozona-priklepla-recku-pomoc-dalsim-krizim-chce-branit-zprisenim-pravidel-1hq-/eko_euro.aspx?c=A100508_075938_eko_euro_mad. [cit. 30. 5. 2010]
54. Morávek, Daniel. Krize od počátku až do současnosti. www.podnikatel.cz [online]. 6. 10. 2008. Dostupné na <http://www.podnikatel.cz/clanky/krize-od-pocatku-az-do-soucasnosti/>. [cit. 30. 5. 2010].
55. Holman, Robert. Trhy nepotřebují víc regulace. Hospodářské noviny, strana 9, rubrika: Názory. 3. 11. 2008. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2008/cl_08_08_1103. [cit. 4. 11. 2010]
56. European Commission, Directorate General Internal Market and Services. Public consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). 8. 12. 2010. Dostupné na www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/mifid_konzultacni_material.pdf. [cit. 15. 4. 2011]
57. Ministerstvo financí ČR. Vyjádření ke konzultačnímu materiálu Evropské směrnice ke změně směrnice o koordinaci předpisů v oblasti kolektivního investování (tzv. UCITS IV). 31. 1. 2011. Dostupné na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbmcr/mfcr/Kapitalovy_trh_-_Kolektivni_investovani_Material_MF__UCITS_20110131.pdf. [cit. 17. 3. 2011]
58. AKAT ČR. Pro informaci: AIFMD přijata Radou EU. 31. 5. 2011. Dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/122250.pdf. [cit. 31. 5. 2011]
59. Ossendorf, Vít. Jekl, Adam. Regulace alternativních fondů v České republice s ohledem na diskuze o jejich případné regulaci v rámci EU. Dostupné na www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_clanek_IV.pdf. [cit. 16. 4. 2011]

Klíčová slova:

MiFID, kolektivní investování, subjekty kolektivního investování, podílový fond, zákazník, regulátor.

Key words:

MiFID, collective investment schemes, undertakings in collective investment, mutual fund, customer, regulator.