

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

Právnická fakulta

Katedra finančního práva a finanční vědy

Investiční bankovní obchody a jejich regulace

Diplomová práce

Alena Dvořáková

Vedoucí diplomové práce:

JUDr. Petr Kotáb

Listopad 2012, Praha

Čestné prohlášení

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

V Praze dne 30. 11. 2012

Alena Dvořáková

Poděkování

Děkuji vedoucímu mé diplomové práce **JUDr. Petru Kotábovi** za cenné rady a připomínky při jejím zpracování.

Obsah

Úvod.....	1
1. Banka	3
1.1. Pojem banka	3
1.2. Definiční znaky banky	5
2. Investiční bankovní obchody	8
2.1. Pojem bankovní obchody a jejich členění.....	8
2.2. Pojem investiční obchody a investiční bankovníctví.....	10
2.3. Modely začlenění investičního bankovníctví.....	13
3. Regulace investičních bankovních obchodů.....	20
3.1. Pojem regulace	20
3.2. Základy regulace	22
3.3. Vstupní podmínky.....	24
3.4. Pravidla bankovního podnikání.....	29
3.4.1. Pravidla obezřetného podnikání.....	29
3.4.2. Pravidla jednání se zákazníky	46
4. Emisní obchody	56
4.1. Pojem a podstata emisních obchodů	57
4.2. Postup při emisních obchodech.....	61
4.3. Regulace emisních obchodů.....	63
5. Obchodování s cennými papíry na cizí účet	69

6. Depotní obchody.....	75
7. Správa majetku	78
8. Investiční poradenství.....	83
Závěr	85

Seznam použitých zkratk

BankZ	zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů
CenP	zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
CID	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie
EÚLP	Evropská úmluva o lidských právech
IPO	initial public offering
KCP	Komise pro cenné papíry
MAD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)
MiFID	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů
MiFID II	návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 20. října 2011 o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES

ObezV	vyhláška ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry
ObchZ	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
OCP	obchodník s cennými papíry
OdbP	Metodika Komise pro cenné papíry k odborné péči
PN-MiFID	nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice MiFID, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice
PN-ProspD	nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů, ve znění nařízení Komise (ES) č. 1787/2006 a č. 211/2007
PravISV	vyhláška ČNB 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb
ProspD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování
PS-MiFID	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

SDEU	Soudní dvůr Evropské unie
SE	evropská společnost
SEC	Securities and Exchange Commission
SFEU	Smlouva o fungování Evropské unie
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Úvod

Úpravě investičních bankovních obchodů se na rozdíl od úpravy obchodů komerčních věnují odborné publikace tradičně pouze marginálně, případně ji zcela opomíjejí. Tento přístup je s ohledem na relativně krátkou historii českého kapitálového trhu pochopitelný, nicméně po jeho výrazném kvalitativním rozvoji vlivem evropské legislativy poněkud neopodstatněný. Problematika investičních obchodů se tak v literatuře zatím nedočkala svého komplexního zpracování.¹ Vzhledem k tomu, že současná úroveň regulace poskytování investičních služeb nabízí investorům široké možnosti investování na transparentním trhu, považovala jsem za žádoucí věnovat tomuto tématu více pozornosti a vypracovat diplomovou práci na téma „Investiční bankovní obchody a jejich regulace“. Záměrně se soustředím na provádění investičních obchodů právě bankami, neboť na českém kapitálovém trhu zaujímají co do objemu provedených transakcí dominantní postavení. Domnívám se, že je na čase odhlédnout od typické bankovní činnosti, nespojovat banky pouze s komerčními obchody a reagovat na současný trend, kdy se stále více angažují v obchodech na kapitálových trzích.

Cílem této práce je pokusit se o poskytnutí uceleného pohledu na komplexní problematiku investičních bankovních obchodů s důrazem na základní pravidla, která banka musí při výkonu této činnosti dodržovat. Jsem si vědoma toho, že omezený rozsah práce mi nedovoluje věnovat se podrobně všem aspektům, proto středem pozornosti budou pouze ta pravidla, která mají zásadní význam pro investiční obchody obecně, hlavní specifika jednotlivých druhů investičních obchodů a s nimi spojenými aktuálními problémy.

Předmětem výkladu úvodní kapitoly je subjekt, který investiční bankovní obchody provádí, tedy banka. Povaha subjektu má totiž nezanedbatelný vliv na strukturu a obsah pravidel, která při své činnosti musí dodržovat.

¹ Teprve v průběhu vypracovávání diplomové práce byla vydána publikace HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9.

Následně je třeba stručně objasnit, co se obecně rozumí pojmem „bankovní obchody“, neboť jeho vymezení též přispěje k pochopení samotného pojmu „investiční bankovní obchody“. Při jejich vymezení hraje důležitou roli také investiční bankovníctví a modely jeho uspořádání, které jsou východiskem pro pochopení systému regulace v českých podmínkách.

Vzhledem k vysoké míře regulace subjektů účastnících se aktivit na kapitálovém trhu tvoří neoddělitelnou součást tématu také stručné pojednání o podmínkách vstupu do bankovní sféry, resp. na kapitálový trh.

Fundamentální část mé práce představuje přehled, analýza a kvalitativní hodnocení regulace činnosti na kapitálovém trhu, která se týká zásadně všech druhů investičních obchodů. Na tento společný základ navazují zvláštní kapitoly, jejichž cílem je osvětlit základní druhy investičních obchodů a jejich specifika.

Jako zdroj informací a poznatků k vypracování této práce slouží zejména české i zahraniční publikace a odborné podklady a metodiky dohledových orgánů. Při vypracování práce jsou použity metody deskripce, analýza a kvalitativní hodnocení právní úpravy investičních bankovních obchodů.

1. Banka

Ačkoli má diplomová práce směřuje primárně k objasnění problematiky investičních bankovních obchodů, považuji za nezbytné věnovat úvodní kapitolu vymezení subjektu, který tyto obchody vykonává. Charakter subjektu uskutečňujícího investiční obchody se totiž promítá i do jejich regulace, a proto nelze jeho postavení v právní úpravě zcela opomíjet. Z pojmu investiční bankovní obchody je zřejmé, že v tomto případě je subjektem, který investiční obchody realizuje, banka. V následujících podkapitolách se proto zaměřím na vymezení pojmu banka a stručně nastíním základy její regulace.

1.1. Pojem banka

Na finančních trzích² dnes působí celá řada subjektů³, přičemž jedním z nich je právě banka. Právní předpisy jednotlivých států zpravidla vymezují jednoznačně a přesně souhrn znaků, jež musí subjekt splňovat, aby byl považován za banku. Samotná legální definice ale rozhodně nevede k dostatečnému objasnění pojmu, neboť neodráží význam a postavení banky ve společnosti. Úplná definice tak vyžaduje ještě vymezení prostřednictvím funkcí, které banka ve finančním systému zastává, tedy určitý ekonomický přístup. Lze tedy shrnout, že k pojmu je možné přistupovat ze dvou hledisek, která se vzájemně doplňují a společně poskytují celkem vyčerpávající vymezení banky.

Z funkčního, resp. ekonomického hlediska lze banku charakterizovat jako „*finančního zprostředkovatele, jehož hlavní náplní činnosti je přijímání vkladů, poskytování úvěrů a provádění platebního styku.*“⁴ Tento přístup směřuje k ekonomické podstatě banky,⁵ tedy zohledňuje základní funkce banky, mezi něž patří finanční

² Finanční trh lze definovat jako „*systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmístování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky*“. BAKEŠ, Milan et al. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-440-7, s. 103.

³ Viz Graf č. 1.

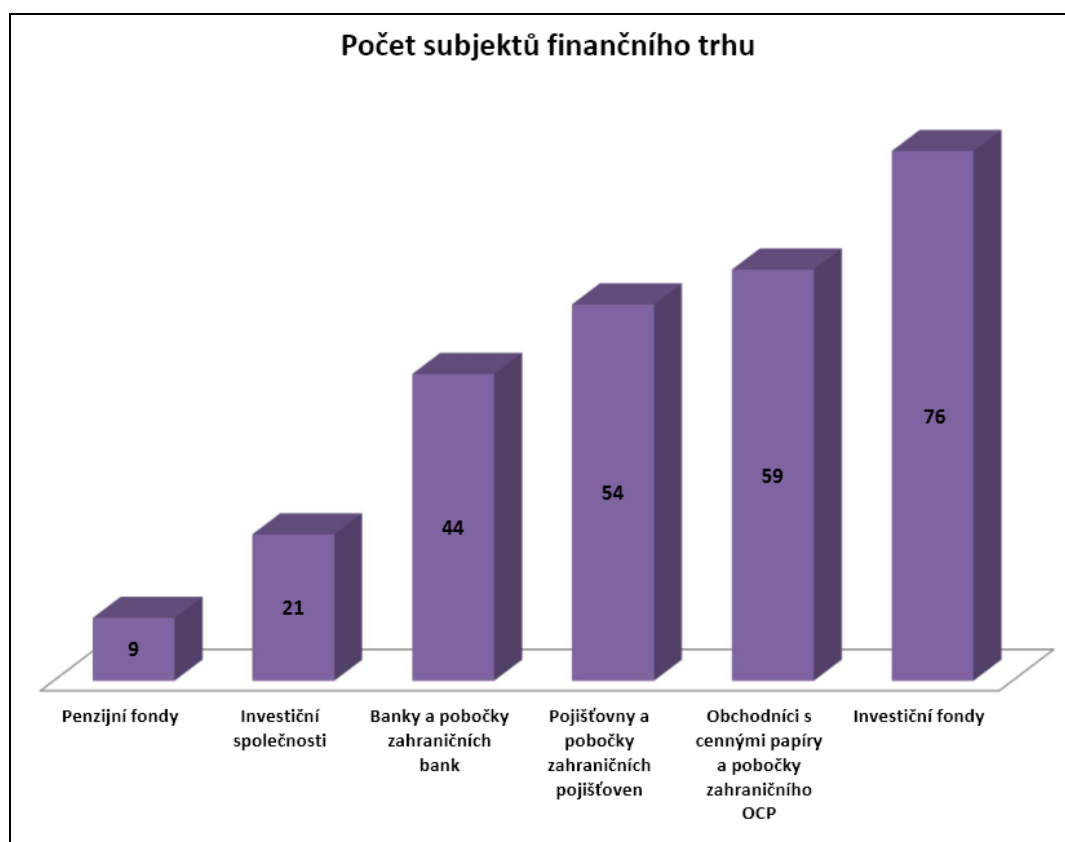
⁴ REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6, s. 86.

⁵ V rámci ekonomického vymezení se lze setkat s přístupem, který bere v potaz ještě národohospodářský a podnikohospodářský aspekt. DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-7201-515-X, s. 29 a násl.

zprostředkování, emise bezhotovostních peněz, provádění platebního styku a zprostředkování finančního investování na peněžním a kapitálovém trhu.

Z právního hlediska je banka v českém právním prostředí vymezena legální definicí uvedenou v ustanovení § 1 odst. 1 BankZ⁶ jako akciová společnost se sídlem v České republice, která přijímá vklady od veřejnosti a poskytuje úvěry, a která má k výkonu těchto činností bankovní licenci. Právní vymezení tak spočívá ve stanovení čtyř podmínek,⁷ při jejichž splnění je daný subjekt bankou, nikoli v jejich funkcích.

Graf č. 1: Subjekty finančního trhu a jejich počet ke dni 30. 11. 2012⁸



Pramen: *Seznamy regulovaných a registrovaných subjektů finančního trhu*. ČNB. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/seznamy/

⁶ Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „BankZ“).

⁷ Zákonná definice tak obsahuje tři roviny, a to rovinu formální, rovinu zohledňující vykonávané aktivity a rovinu akcentující regulaci bankovníctví. Srov. PŮLPÁNOVÁ, Stanislava. *Komerční bankovníctví v České republice*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1180-1, s. 115.

⁸ V tabulce chybí investiční zprostředkovatelé (9798) a vázaní zástupci (19245), kteří by vzhledem k jejich množství snížili vypovídací hodnotu grafu.

Vzhledem k členství ČR v EU⁹ nemohu opomenout zmínit pojetí banky v evropských právních předpisech. Unijní právo používá obecnější pojem úvěrová instituce, která je definována v ustanovení čl. 4 odst. 1 a) směrnice CID¹⁰ jako „*podnik, jehož činnost spočívá v přijímání vkladů nebo jiných splatných peněžních prostředků od veřejnosti a poskytování úvěrů na vlastní účet*“. Z citovaného ustanovení tak vyplývá soulad české legální definice banky s evropskou.

1.2. Definiční znaky banky

Plnohodnotný výklad o bance vyžaduje stručný nástin jednotlivých znaků vyplývajících z její legální definice.

Bankou ve smyslu BankZ může být pouze právnická osoba mající formu akciové společnosti¹¹ a jiné právní formy obchodních společností tedy nepřipadají v úvahu.¹² ČR je jako členský stát Evropské unie vázána nařízeními vydanými jejími orgány,¹³ proto může mít banka i formu evropské společnosti (SE),¹⁴ neboť podle ustanovení čl. 10 nařízení o statutu ES¹⁵ se k SE v každém členském státě přistupuje tak, jako kdyby se jednalo o akciovou společnost založenou podle práva členského státu, ve kterém má sídlo.

S ohledem na specifickou povahu a činnost banky stanoví BankZ určité odchylky od obecné úpravy akciové společnosti v ObchZ. V této souvislosti se pochopitelně nabízí otázka ohledně vzájemného vztahu těchto dvou právních předpisů. Řešení v podobě vztahu speciality uvádí ustanovení § 1 odst. 1 BankZ, podle kterého se ustanovení ObchZ o akciové společnosti pro banky nepoužijí, pokud BankZ stanoví jinak.

⁹ Evropská unie (dále jen „EU“).

¹⁰ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu (dále jen „směrnice CID“).

¹¹ Viz § 154 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ObchZ“).

¹² Donedávna mohla být žadatelem o bankovní licenci pouze právnická osoba založená jako akciová společnost. Tento požadavek byl odstraněn novelou č. 41/2011 Sb., a není tak vyloučeno, že žadatel měl původně jinou právní formu a na akciovou společnost se transformoval až v souvislosti s podáním žádosti kvůli splnění podmínek pro udělení bankovní licence.

¹³ Podle ustanovení čl. 288 Smlouvy o fungování Evropské unie ve znění Lisabonské smlouvy z roku 2009 (dále jen „SFEU“) má nařízení obecnou působnost, je závazné v celém rozsahu a přímo použitelné ve všech členských státech.

¹⁴ Též evropská akciová společnost, Societas Europaea.

¹⁵ Nařízení Rady (ES) č. 2157/2001, o statutu evropské společnosti (SE).

Sama směrnice CID žádnou konkrétní právní formu úvěrové instituce nestanoví, ani ji blíže nespecifikuje, ale vyžaduje, aby měla oddělený vlastní kapitál a byla efektivně řízena aspoň dvěma osobami,¹⁶ čímž jenom vylučuje vznik banky jako fyzické osoby.¹⁷ Směrnice CID tak v tomto směru poskytuje členským státům určitou volnost za předpokladu dodržení uvedených dvou podmínek. Je tedy zřejmé, že úvěrové instituce mohou v jednotlivých členských státech nabývat různé formy. Příkladem lze uvést německou právní úpravu, která této možnosti využívá v nejširší možné míře a počítá s různými formami bank jako právnických osob, vedle akciové a evropské společnosti je možná i veřejná obchodní společnost, komanditní společnost, komanditní společnost na akcie, společnost s ručením omezením nebo družstvo.¹⁸ Vyloučení fyzické osoby jako banky je pochopitelné s ohledem na významné postavení banky v ekonomickém systému a rizika z toho vyplývající. Zatímco právní předpisy jiných států často volí několik možných právních forem úvěrových institucí, česká právní úprava se omezuje na jedinou. Opodstatněnost omezení vstupu do českého bankovního prostředí na akciové společnosti je diskutabilní. Lze se setkat s názory,¹⁹ které takový přístup označují za zbytečně restriktivní a považují za vhodné rozšířit podmínky vzniku bank i na jiné kapitálové obchodní společnosti s tím, že by v BankZ byly stanoveny určité odchylky od jejich obecné úpravy v ObchZ, lépe vyhovující specifikům bankovního podnikání. Na druhé straně ale nelze opominout fakt, že v praxi se v cizích zemích přesto daleko více uplatňuje forma akciové společnosti, která je schopná lépe splňovat požadavky na stabilitu a trvalost, transparentnost podnikání a snáze se vypořádává s případnými nedostatky likvidity. Domnívám se, že naše právní úprava se svým striktním požadavkem na právní formu akciové společnosti plně odpovídá současným ekonomickým i regulatorním trendům a případné umožnění dalších právních forem shledávám nadbytečné.

¹⁶ Viz čl. 9 a čl. 11 směrnice CID.

¹⁷ Často se mylně traduje, že na území Velké Británie může být bankou i fyzická osoba. V minulosti to anglická právní úprava skutečně umožňovala, ale od účinnosti tzv. první bankovní směrnice (směrnice 77/780/EHS stanovující podmínky udělení bankovní licence) už nelze udělit bankovní licenci fyzické osobě. Velká Británie nicméně může rozhodnout, že takovéto úvěrové instituce existující k 15. prosinci 1979 mohou pokračovat ve své činnosti (viz čl. 9 směrnice CID).

¹⁸ Viz NĚMECKO. Gesetz vom 10. 7. 1961, BGBl. I S. 2776, über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz). [13. 6. 2012] Dostupné také z WWW:

<<http://www.gesetze-im-internet.de/kredwg/BJNR008810961.html#BJNR008810961BJNG000207377>>

¹⁹ Srov. PIHERA, Vlastimil; SMUTNÝ, Aleš; SÝKORA, Pavel. *Zákon o bankách: komentář*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-389-9, s. 9.

Vedle požadavku právní formy stanoví zákonná definice i podmínku sídla banky, a to na území České republiky. Další znak je vymezen základním předmětem činnosti, a tím je přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování úvěrů. Zatímco první z uvedených činností je podle ustanovení § 2 odst. 1 BankZ²⁰ vyhrazena pouze bankám,²¹ poskytovat úvěry mohou i jiné subjekty. Z dikce BankZ vyplývá, že banka musí vykonávat obě uvedené služby, proto nepřipadá v úvahu, aby jen přijímala vklady od veřejnosti nebo jen poskytovala úvěry. Po udělení bankovní licence má banka nejen právo poskytovat tyto služby, ale v podstatě i povinnost, neboť BankZ dává ČNB²² možnost odejmout bance licenci, pokud „*nezahájila činnost do 12 měsíců ode dne udělení licence nebo jestliže po dobu 6 měsíců nepřijímá vklady od veřejnosti nebo neposkytuje úvěry.*“²³ BankZ tedy v uvedené situaci dává ČNB určitý prostor pro volnou úvahu, zda bankovní licenci odejme či ponechá. ČNB tak může při svém rozhodování přihlídnout k okolnostem konkrétního případu. Své případné rozhodnutí o odnětí bankovní licence musí samozřejmě náležitě odůvodnit.²⁴ Je zajímavé, že sama směrnice CID směřuje pouze k zamezení nečinnosti banky obecně.²⁵ Zdá se mi proto nepravděpodobné, že by ČNB odebrala bance licenci jenom z toho důvodu, že banka nevykonává některou z uvedených dvou činností, i když současně poskytuje jiné služby. Na druhou stranu nelze opomíjet fakt, že podle legální definice je bankou pouze subjekt, který tyto dvě základní bankovní činnosti provádí a splňuje další zákonné podmínky. Pokud by tedy subjekt tyto činnosti nevykonával, logicky by přestal být bankou ve smyslu BankZ. Smyslem citovaného ustanovení je tak nejspíš zamezení existence nečinných bank a snad i udržovat reálné naplnění legální definice banky. Otázka, jak posuzovat subjekt, který navzdory povolení v licenci fakticky nepřijímá vklady od veřejnosti a neposkytuje úvěry, však zůstává nezodpovězena.

Aktivity banky se samozřejmě neomezují jen na výše uvedené služby, může vykonávat i další činnosti uvedené v ustanovení § 1 odst. 3 BankZ, ale pouze za

²⁰ Toto ustanovení je transpozicí ustanovení čl. 5 směrnice CID, které vyžaduje, aby členské státy zakázaly osobám či podnikům, které nejsou úvěrovými institucemi, vykonávat podnikatelskou činnost spočívající v přijímání vkladů nebo jiných splatných prostředků od veřejnosti.

²¹ Jiná osoba může přijímat vklady pouze v případě, že tak stanoví zvláštní zákon, např. zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech.

²² Česká národní banka (dále jen „ČNB“).

²³ § 34 odst. 2 písm. a) BankZ.

²⁴ Srov. čl. 17 odst. 2 směrnice CID.

²⁵ „...neprovozuje činnost po dobu více než šesti měsíců.“ Viz čl. 17 odst. 1 písm. a) směrnice CID.

podmínky, že jí byly povoleny v udělené licenci. Posledním definičním znakem banky je tedy získání bankovní licence k přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování úvěrů, přičemž rozhodování o jejím udělení je svěřeno ČNB.

Závěrem je třeba zmínit, že BankZ²⁶ výslovně umožňuje používat slovo „banka“ nebo „spořitelna“ a jeho překlady v obchodní firmě pouze právníckým osobám, kterým byla udělena bankovní licence. Výjimku představují případy, kdy je ze souvislosti, ve které se tento výraz používá, zřejmé, že činnost takového subjektu nespočívá v přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování úvěrů.²⁷

2. Investiční bankovní obchody

Pro plnohodnotný výklad považuji za vhodné nejprve stručně nastínit obsah pojmu „bankovní obchody“ a až následně přistoupit k vymezení samotného pojmu „investiční bankovní obchody“. Vzhledem k dále objasněné úzké souvislosti investičního bankovníctví a investičních bankovních obchodů se budu v této kapitole věnovat též problematice investičního bankovníctví.

2.1. Pojem bankovní obchody a jejich členění

Česká právní úprava hojně využívá pojem bankovní obchody, popř. obchody,²⁸ aniž by ho jakýmkoli způsobem blíže vymezovala. Odborná literatura²⁹ pojem často vymezuje pouze stanovením základních rysů, případně rovnou přistoupí k členění obchodů bez jejich přesnější definice. Podání přesné a výstižné definice bankovních obchodů se tak jeví jako téměř nesplnitelný úkol. Obecně lze říci, že bankovními obchody se rozumí veškeré druhy činnosti bank, spočívající především v soustředování a rozdělování peněžních prostředků, ve zprostředkování platebního styku a jiných službách pro zákazníky.³⁰ Takové vymezení vychází hlavně z tradičních funkcí banky. Poněkud stručnější definice považuje bankovní obchody za náplň a účel bankovní

²⁶ Viz § 3 odst. 1 BankZ.

²⁷ Např. krevní banka, databanka, banka vín apod.

²⁸ Viz např. §§ 9, 11, 12, 18, 19a, 19b...atd. BankZ.

²⁹ Někdy se jako synonymum pro bankovní obchody používá pojem bankovní produkt či bankovní služba. Obsahová totožnost uvedených pojmů je však diskutabilní.

³⁰ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého, 2004. ISBN 80-244-0906-2, s. 55.

činnosti.³¹ Na pojem lze nahlížet i ze soukromoprávního hlediska, kde se za bankovní obchody považují smlouvy uzavírané bankami při jejich podnikatelské činnosti a závazkové vztahy vzniklé z těchto smluv. Nikoliv však všechny smlouvy uzavírané bankami, ale pouze ty, které se uzavírají k realizaci činností uvedených v ustanovení § 1 odst. 1 a 3 BankZ.³² Za výchozí bod pro vymezení bankovních obchodů považují také úvodní ustanovení BankZ a pro účely své diplomové práce je tak definují jako jednotlivé činnosti, které banka může ve smyslu ustanovení § 1 odst. 1 a 3 BankZ vykonávat.

Při členění bankovních obchodů se lze setkat s různými přístupy, které přikládají význam rozličným kritériím. Klasický přístup je založen na odrazu obchodů v bilanci banky. Z tohoto hlediska se bankovní obchody člení³³ na aktivní, pasivní a neutrální (indiferentní).³⁴ Aktivními bankovními obchody se rozumí obchody, které se odrážejí v aktivech rozvahy banky, banka se tedy dostává do pozice věřitele. Při těchto obchodech bance vznikají různé pohledávky nebo v jejich důsledku určitá vlastnická práva. Pasivní bankovní obchody mají svůj odraz v pasivech rozvahy, banka zde má postavení dlužníka. Při neutrálních bankovních obchodech se banka nestaví do role dlužníka ani věřitele. Tyto obchody se v bankovní bilanci neobjevují, proto se také někdy označují jako bilančně neutrální či mimobilanční. Tento tradiční přístup ke klasifikaci bankovních obchodů z pohledu banky se už v odborné literatuře uvádí spíše jen pro úplnost výkladu, jinak se při členění preferují modernější přístupy. Vzhledem k tomu, že se centrem pozornosti banky stal především zákazník a jeho potřeby, je novější přístup založen na třídění z hlediska funkce (účelu), který bankovní obchod, resp. bankovní produkt pro zákazníka plní. Podle tohoto hlediska je možné rozdělit bankovní obchody do pěti základních skupin: obchody finančně úvěrové, depozitní (vkladové), platebně zúčtovací, investičního bankovníctví a pokladní a směnářské.³⁵ Klasický přístup k systematizaci bankovních obchodů jsem zmínila právě z důvodu jeho

³¹ Kolektiv autorů. *Bankovníctví*. 6. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2006. ISBN 978-80-7265-099-6, s. 33.

³² PLÍVA, Stanislav et al. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009. ISBN 978-80-7357-433-8, s. 22.

³³ Lze se setkat i s členěním na aktivní, pasivní, přidružené a zprostředkovací bankovní obchody. Srov. PLÍVA, Stanislav et al. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009. ISBN 978-80-7357-433-8, s. 24.

³⁴ REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6, s. 97.

³⁵ Tamtéž, s. 98.

rozšířenosti v odborných publikacích, nicméně pro účely mé práce je vhodnější druhé uvedené členění, které investiční obchody zahrnuje do jedné skupiny. Mám za to, že tento přístup lépe vystihuje povahu jednotlivých bankovních obchodů, a proto z něho budu ve své práci vycházet.

Je třeba říci, že na bankovní obchody lze nepochybně nazírat i z dalších hledisek (z pohledu rizika, ceny atp.), nicméně s ohledem na téma mé práce a její omezený rozsah záměrně uvádím pouze dva základní přístupy.

2.2. Pojem investiční obchody a investiční bankovníctví

Vymezení pojmu „investiční bankovní obchody“ není jednoduchá záležitost, přesto je cílem této kapitoly pokusit se formulovat co nejvýstižnější definici. Jak už bylo zmíněno v úvodní kapitole této práce, jedná se o investiční obchody prováděné bankami. K samotnému obsahu pojmu lze přistupovat z právního a ekonomického (teoretického) hlediska.

Co se týče prvního uvedeného hlediska, platná právní úprava bankovníctví, resp. podnikání na kapitálovém trhu pojem investiční bankovní obchody, resp. investiční obchody nevymezuje a v podstatě je ani nepoužívá. Nicméně v této souvislosti je třeba dodat, že BankZ v minulosti tento pojem znal, třebaže nikde neuváděl jejich legální definici a omezil se pouze na výčet jejich druhů. Podle původního znění ustanovení § 19b odst. 4 BankZ se investičními obchody rozuměly činnosti týkající se investování do cenných papírů, obchodování s cennými papíry, obchodování s právy spojenými s cennými papíry nebo odvozenými od cenných papírů, účastí na vydávání cenných papírů a poskytování souvisejících služeb a obhospodařování cenných papírů včetně poradenské činnosti. Novela č. 230/2008 Sb. tento výčet v návaznosti na terminologii zavedenou transpozicí směrnice MiFID³⁶ a jejích prováděcích předpisů vypustila a nahradila pojem investiční obchody pojmem obchody s investičními nástroji, které už ale nikde nedefinuje ani nevyjmenovává. Objasnění nepřináší ani důvodová zpráva k novele, která se omezuje na pouhé konstatování, že změna odráží zapracování směrnice MiFID a prováděcí směrnice. Mám tedy za to, že se opravdu jedná o pouhé

³⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (dále jen „směrnice MiFID“).

přejmenování a obsah zůstal nezměněn. Nelze přehlédnout, že původní druhy investičních obchodů obsahově korespondují s některými investičními službami³⁷ podle ZPKT.³⁸ Pochopitelně se nabízí otázka, zda je pojem „investiční obchody“ synonymem pojmu „investiční služby“. Z následujících důvodů se přikláním k názoru, že není. Zákonodárce v ustanovení § 19b BankZ výslovně hovoří o obchodech s investičními nástroji. Pokud by tímto ustanovením zamýšlel ukládat bance povinnosti právě ve vztahu ke všem investičním službám, předpokládám, že by tedy výraz „investiční služby“ použil. Je pravda, že tuto nejasnost lze vysvětlit i nedodržením požadavku na jednotnou terminologii právních předpisů ze strany zákonodárce, nicméně takové vysvětlení se mi jeví krajně nepravděpodobné, neboť původní výčet investičních obchodů nezahrnoval všechny investiční služby uvedené v ZPKT. S ohledem na uvedené skutečnosti jsem dospěla k závěru, že investiční služby představují širší pojem, který vedle investičních obchodů, resp. obchodů s investičními nástroji obsahuje i další činnosti spojené s podnikáním na kapitálovém trhu. Jinými slovy, investiční obchod je vždy některou z investičních služeb, ale investiční služba není pokaždé investičním obchodem.

Z druhého hlediska, tedy z pohledu teorie se investiční obchody v odborné literatuře definují v rámci investičního bankovníctví, a to jako aktivity, které zahrnuje. V této souvislosti považuji za žádoucí objasnit podstatu investičního bankovníctví, neboť představuje východisko pro vymezení jednotlivých druhů investičních obchodů. Bankovníctví se tradičně dělí na dva druhy, a to investiční a komerční, přičemž obě oblasti se velmi často definují pomocí vzájemného porovnávání. Je to nejsnazší cesta k pochopení podstaty investičního bankovníctví, neboť ohledně jeho vymezení panují značné názorové odlišnosti. Odborná literatura volí při definici investičního bankovníctví různá pojetí podle svých potřeb a úhlů pohledu, obsah tohoto pojmu se pochopitelně liší i v jednotlivých státech v závislosti na historickém, ekonomickém, politickém a právním vývoji. Z toho vyplývá, že jeho přesná a jednoznačná definice

³⁷ Institut investičních služeb byl zaveden v rámci harmonizace s evropským právem. Investičními službami jsou pouze takové činnosti, které splňují znaky některé z investičních služeb vyjmenovaných v ustanovení § 4 ZPKT a které jsou vykonávány podnikatelsky. Činností vykonávanou podnikatelsky se ve smyslu ustanovení § 2 odst. 1 ObchZ rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.

³⁸ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZPKT“).

neexistuje. Shoda panuje v tom, že historickým základem investičního bankovníctví je zprostředkování kapitálu pro podnikový sektor prostřednictvím primární emise akcií a podnikových dluhopisů a obchodování s těmito cennými papíry na sekundárním trhu, kdežto podstatou komerčního bankovníctví je přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování úvěrů.³⁹ Podle americké literatury souvisí tradiční investiční bankovníctví s poradenskou činností v oblasti emise cenných papírů a zprostředkování fúzí a akvizicí. Vymezuje tak pojem odkazem na hlavní funkci investičního bankovníctví, za kterou považuje funkci poradenskou.⁴⁰ V české literatuře je klasické investiční bankovníctví spojováno především s obchody s investičními nástroji na vlastní a cizí účet a další aktivity se uvádějí až v rámci širší definice pojmu. Prof. Musílek vymezuje investiční bankovníctví poměrně široce a zahrnuje do něj „*aktivity, které se týkají vydávání, analyzování, obchodování a správy investičních instrumentů. Jedná se zejména o emisní obchody, obchody na sekundárních trzích včetně investičního poradenství a investičních analýz, správu aktiv, finanční inženýrství, depotní obchody a zprostředkování fúzí a akvizicí*“.⁴¹ Obě oblasti bankovníctví je možné rozlišovat také podle toho, zda v něm převládají zprostředkovatelské obchody na účet zákazníků (investiční bankovníctví), nebo obchody na vlastní účet a riziko (komerční bankovníctví).⁴² K investičnímu bankovníctví lze přistupovat i z pohledu rizika, které je při poskytování služeb podstupováno. Zatímco obchody komerčního bankovníctví provází úvěrové a úrokové riziko, hlavním rizikem investičních obchodů je riziko tržní, které vyplývá z kolísání cen investičních nástrojů. Obě oblasti bankovníctví se od sebe liší i hlavním zdrojem zisku. Při poskytování investičních služeb je zisk tvořen především zprostředkovatelskou provizí a rozdílem mezi nákupním a prodejním kursem určitého investičního nástroje, u komerčních služeb je to zejména úroková marže z vkladů a úvěrů a poplatky z platebních operací.

³⁹ BABOUČEK, Ivan a kol. *Regulace činnosti bank*. Vyd. 3. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2009. ISBN 978-80-7265-144-3, s. 78.

⁴⁰ „*Traditional investment banking relates to advisory work in securities issuance, and also in the M&A market.*” MORRISON, Alan a WILHELM, William J. *Investment banking: institutions, politics, and law*. 1st pub. in pbk. New York: Oxford University Press, 2008. ISBN 978-0-19-954418-9, s. 22.

⁴¹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 161.

⁴² REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6, s. 115.

Právní předpisy zpravidla legální definici investičního bankovníctví neobsahují a pouze vymezují jednotlivé druhy investičních aktivit. Nejinak je tomu i v českém právu. Samotný BankZ jejich výčet neobsahuje a ohledně poskytování investičních služeb odkazuje na ZPKT, který v ustanovení § 4 odst. 1 stanoví, že „*investičními službami jsou hlavní investiční služby a činnosti (dále jen „hlavní investiční služby“) a doplňkové investiční služby poskytované podnikatelsky*“, a v dalších odstavcích jednotlivé druhy investičních služeb vyjmenovává.⁴³

Z důvodu omezeného rozsahu této práce budou předmětem výkladu pouze následující investiční obchody – emisní obchody, obchodování s cennými papíry na cizí účet, depotní obchody, správa majetku a investiční poradenství.

2.3. Modely začlenění investičního bankovníctví

Historický, ekonomický, politický a právní vývoj neovlivňuje pouze obsah samotného pojmu investiční bankovníctví, ale i způsob jeho začlenění v bankovním systému.⁴⁴ Konkrétní podoba institucionálního uspořádání investičního bankovníctví je tak výsledkem působení velkého počtu nejrůznějších faktorů. Za pomoci několika společných charakteristických prvků lze vytvořit určité modely tohoto uspořádání. Základní členění vychází ze dvou typů bankovních systémů, označovaných jako model univerzálního bankovníctví a model odděleného bankovníctví. Zpravidla se však v odborné literatuře uvádí ještě třetí typ, a to tzv. smíšený model bankovníctví.⁴⁵

Bankovní systém, který má podobu modelu univerzálního bankovníctví,⁴⁶ umožňuje univerzálním bankám⁴⁷ provádět komerční i investiční obchody pod „jednou

⁴³ Viz § 4 odst. 2 a 3 ZPKT.

⁴⁴ Bankovní systém neboli bankovní soustava tvoří souhrn všech bank působících v určité zemi, jejich vzájemné vztahy a též jejich vztahy k okolí. REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. ISBN 80-7261-132-1, s. 120.

⁴⁵ Prof. Musílek rozlišuje dokonce čtyři modely, přičemž vedle modelu univerzálního a odděleného bankovníctví vyčleňuje ještě model holdingové společnosti a model dceřiné společnosti, které je však možné podřadit pod již zmíněný smíšený model. Viz MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 163.

⁴⁶ Lze se setkat i se synonymním označením model kontinentálního bankovníctví, a v případě odděleného bankovního systému model anglosaského bankovníctví. Srov. PŮLPÁNOVÁ, Stanislava. *Komerční bankovníctví v České republice*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1180-1, s. 54. Jiní autoři takto rozdělené bankovní systémy nazývají jako německý typ a angloamerický typ, srov. KRÁL, Miloš. *Bankovníctví I*. 6., upr. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. ISBN 978-80-7318-776-7, s. 31.

sřechou“⁴⁷. Univerzální banka tak v podstatě vystupuje ve dvojí roli - na bankovním trhu jako komerční banka, kdy přijímá vklady od veřejnosti a poskytuje úvěry, a na kapitálovém trhu⁴⁸ poskytuje investiční služby jako obchodník s cennými papíry. Z těchto skutečností vyplývá její univerzální charakter. Samozřejmě v tomto systému existují i speciální investiční firmy, tedy nebankovní obchodníci s cennými papíry, kteří ale vystupují pouze na kapitálových trzích, resp. trzích cenných papírů⁴⁹. Ve své čisté podobě je pro tento model typické účetní a personální propojení komerčního a investičního oddělení univerzální banky, z čehož pramení hlavní nevýhody spojené s tímto systémem. Propojením komerčního a investičního bankovníctví v jedné instituci totiž nevyhnutelně dochází ke střetu zájmů, neboť banka má možnost využívat neveřejné informace o zákaznících získané při poskytování služeb z obou oblastí k vlastním obchodům, což jí poskytuje šanci realizovat zisky na úkor jiných účastníků kapitálového trhu, kteří s takovými informacemi nedisponují, a narušovat tak konkurenční prostředí. Další konflikt zájmů představuje riziko, že banka bude přenášet své případné ztráty z emisních obchodů na své zákazníky, kterým spravuje svěřený majetek. Existence modelu univerzálního bankovníctví je také někdy považována za viníka nízké rozvinutosti trhu cenných papírů. Univerzální banky totiž často preferují komerční obchody před investičními, zejména emisními obchody, které jsou finančně náročnější.

Naopak za největší výhodu univerzálního bankovníctví se tradičně označuje dosahování úspor ze sortimentu⁵⁰, a to jak na straně univerzální banky, tak na straně klientů. Univerzální banka výrazně snižuje své náklady kombinováním produktů komerčního i investičního bankovníctví a zákazník má rychlý a pohodlný přístup

⁴⁷ Označení banky, která může poskytovat široký okruh typů bankovních služeb bez předběžných omezení. Viz BAKEŠ, Milan et al. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-440-7, s. 477.

⁴⁸ „Kapitálový trh představuje část finančního trhu, na kterém probíhají obchody s akciovými a se střednědobými a dlouhodobými dluhovými cennými papíry a deriváty na tyto instrumenty.“ REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6, s. 72.

⁴⁹ Trh cenných papírů je finanční trh, na kterém deficitní jednotky emitují různé druhy krátkodobých nebo dlouhodobých cenných papírů a přebytečné jednotky investují své úspory do těchto nástrojů. Srov. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 26.

⁵⁰ Podle ekonomické teorie vznikají úspory ze sortimentu v případě, kdy je levnější nabízet jeden druh zboží zároveň s jiným druhem zboží, než je nabízet zvlášť.

k široké nabídce produktů z obou oblastí bankovníctví „pod jednou střešou“, což redukuje jeho transakční a časové náklady. Koncentrace komerčních i investičních služeb v univerzální bance vede ke snížení počtu účtů, a tak zákazník ušetří i na poplatcích za jejich vedení. Univerzální banky se obecně považují za velmi stabilní a odolné vůči hospodářským krizím, což se vysvětluje především větší diverzifikací finančního podnikání. Zisky z investičních obchodů navíc mohou univerzální bance pomoci vyrovnat případné ztráty z obchodů komerčních. Za výhodu lze považovat i to, že univerzální banka má k dispozici velké množství informací o majetkových a finančních poměrech svých zákazníků, a tak může pružněji reagovat na jejich potřeby a zájmy a poskytovat jim odpovídající produkty.

Typickým projevem tohoto bankovního systému je dominantní postavení univerzálních bank a naopak pouze doplňková úloha investičních firem. Domnívám se, že je to právě proto, že zákazník se se svým zájmem o investování pravděpodobně obrátí na banku, jejíž služeb už využívá, než na dosud neprověřený neznámý subjekt.

Bankovní systémy většiny členských států EU vykazují znaky modelu univerzálního bankovníctví, i když pouze v omezené míře, neboť snaha eliminovat nevýhody tohoto modelu vedla k regulatorním opatřením, která zabraňují personálnímu propojení a volnému toku informací mezi komerčními a investičními odděleními univerzální banky.⁵¹ S ohledem na uvedené skutečnosti lze tedy shrnout, že v současnosti už se s modelem univerzálního bankovníctví v jeho čisté podobě ve vyspělých státech nesečkáme.

Model odděleného bankovníctví představuje se svými charakteristickými znaky v podstatě pravý opak modelu univerzálního. Jak už napovídá jeho označení, vyznačuje se striktním oddělením komerčního a investičního bankovníctví. V bankovním systému tak existují komerční banky, které uskutečňují pouze komerční obchody, a specializované investiční firmy zaměřující se na investiční obchody, přičemž mezi těmito subjekty pochopitelně nepřipadá v úvahu jakákoli personální či vlastnická provázanost. K institucionálnímu oddělení komerčního a investičního bankovníctví dochází z tržních důvodů nebo vyplývá z právní úpravy bankovníctví či ustálených

⁵¹ Jedná se o vytvoření tzv. systému čínských zdí.

tradic. V rámci modelu odděleného bankovníctví tak lze rozlišovat model tržní a regulatorní.⁵² Tržní model odděleného bankovníctví byl typický pro bankovní systém Velké Británie až do 70. let minulého století, kdy se jeho uspořádání začalo měnit ve prospěch univerzálního modelu. Jako příklad regulatorního modelu odděleného bankovníctví se tradičně uvádí bankovníctví Spojených států amerických a Japonska. Americké bankovníctví prošlo v průběhu historie několika zásadními změnami a během svého vývoje se od své původní podoby odděleného bankovního systému díky liberálnější regulaci několikrát přiblížilo či dokonce přešlo na systém univerzální či smíšený. Původně směly americké komerční banky provádět pouze komerční obchody, ale „McFadden Act“ z roku 1927 jim umožnil uskutečňovat i obchody investiční, došlo tak k úplné integraci obou oblastí bankovníctví. V reakci na Velkou hospodářskou krizi byl přijat „Banking Act“ (nazýván též jako „Glass-Steagall Act“)⁵³ v roce 1933, který v bankovním systému znovu obnovil striktní hranice mezi komerčním a investičním bankovníctvím.⁵⁴ Za jednu z příčin finanční krize byla totiž považována právě existence konfliktu zájmů při poskytování obou typů obchodů, který údajně vyústil v přesouvání ztrát z obchodů banky na klienty a zneužívání důvěrných informací při obchodování s cennými papíry na vlastní účet. Osobně jsem spíše toho názoru, že označení investičních aktivit univerzálních bank za hlavní příčinu bankovní krize sloužilo jen k uklidnění hysterické veřejnosti, která potřebovala najít a pranýřovat viníka. Ke zneužívání důvěrných informací k vlastnímu prospěchu nepochybně docházelo, nicméně nikoli v takové míře, aby to vyústilo v tak rozsáhlou krizi. Nedávný výzkum investičních aktivit bank před přijetím Glass-Steagall Act odhalil překvapivé závěry, ze kterých vyplývá, že neexistuje jediný důkaz o rozsáhlém zneužívání důvěrných informací a selhání v důsledku těchto obchodů. Naopak se ukázalo, že obvinění z konfliktu zájmů jsou buď nepodložená, nebo značně přehnaná, a banky angažující se v obchodech s cennými papíry nepodstupují vyšší riziko selhání než banky, které se

⁵² MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 169.

⁵³ Název je odvozen od jeho autorů – kongresmanů Cartera Glasse a Henryho Steagalla.

⁵⁴ Komerční banky, které byly členy Federálního rezervního systému, už nesměly nadále obchodovat s akciemi a dluhopisy, vydávat je na vlastní účet a riziko, ani se spojovat s investičními firmami. Investiční firmy současně měly zakázáno realizovat komerční obchody.

podnikání v této oblasti neúčastní.⁵⁵ V 80. a 90. letech dvacátého století se začal prosazovat stále liberálnější výklad tohoto zákona, který umožňoval, aby se komerční banky nepřímo podílely na investičních obchodech. Tato faktická situace nakonec vedla k reformám právní úpravy bankovníctví. „Gramm-Leach-Bliley Act“ přijatý v roce 1999 tak představoval změnu směrem k užšímu propojení obou oblastí bankovníctví, neboť banky mohly provádět oba typy obchodů prostřednictvím finanční holdingové společnosti. K dalším zásadním změnám došlo v důsledku globální finanční krize v letech 2007 až 2009. Tzv. „Dodd-Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ z roku 2010 představuje významné zpřísnění bankovní regulace, které si klade za cíl především zabezpečit finanční stabilitu, nikoli postavit bariéry mezi komerční a investiční bankovníctví jako „Glass-Steagall Act“.

Druhý typický příklad odděleného modelu bankovníctví představuje japonský bankovní systém. Japonská legislativa se po druhé světové válce inspirovala v oblasti bankovníctví americkou právní úpravou a zakotvila oddělení komerčního a investičního bankovníctví. V 90. letech došlo k několika liberalizačním reformám, které nakonec vyústily v zavedení univerzálního modelu bankovníctví.

Smíšený model bankovníctví je reprezentován bankovním systémem, ve kterém banka smí vykonávat pouze komerční obchody, ale současně může mít majetkový podíl na investiční firmě. Z organizačního hlediska může mít tento model buď podobu holdingové společnosti, nebo dceřiné společnosti. Bankovní holdingová společnost vykonává vlastnickou kontrolu nad komerční bankou i investiční firmou, které jsou navzájem v sesterském vztahu. Model dceřiné společnosti je založen na existenci mateřské banky, která provádí pouze komerční obchody a současně kontroluje investiční firmu mající charakter dceřiné společnosti. Takové institucionální uspořádání je výsledkem bankovní regulace, motivované snahou omezit střet zájmů mezi komerčními a investičními obchody, nebo svobodného rozhodnutí vedení banky.

⁵⁵ „Recent research on banks' securities activities prior to Glass-Steagall, however, finds no evidence for the claims of widespread abuse and failures due to these activities. Instead, this research concludes that some of the allegations made at the time regarding conflicts of interest were either unfounded or greatly exaggerated, and that banks engaged in securities activities had no higher risk of failing than banks with no links to the securities industry.“ SANTOS, João A. C. *Commercial Banks in The Securities Business: A Review*. Working Paper [online]. Bank for International Settlements, 1998, s. 9 [cit. 26. 9. 2012]. Dostupné z WWW: <www.bis.org>

Pro plnohodnotný výklad problematiky modelů začlenění investičního bankovníctví je třeba objasnit, kterému z popsaných modelů odpovídá bankovní systém v ČR. Jak už bylo zmíněno výše, banka představuje zvláštní podnikatelský subjekt, který je tradičně charakterizován především výkonem dvou základních činností, a to přijímáním vkladů od veřejnosti a poskytováním úvěrů. Ustanovení § 1 odst. 3 BankZ vyjmenovává další činnosti, které banka může vykonávat, pokud jí byly povoleny v udělené licenci. Podle ustanovení § 1 odst. 3 písm. h) BankZ může banka „*poskytovat investiční služby podle zvláštního právního předpisu, s tím, že se v licenci uvede, které hlavní investiční služby a činnosti a doplňkové investiční služby je banka oprávněna poskytovat a ve vztahu ke kterým investičním nástrojům podle zvláštního právního předpisu*“. Tímto zvláštním právním předpisem je ZPKT, přičemž banka samozřejmě musí splnit podmínky pro udělení povolení k poskytování investičních služeb, které tento zákon vyžaduje. Pokud má banka v bankovní licenci uvedené i poskytování investičních služeb, vztahuje se pak na ni i regulace v ZPKT. Banka tak může na trzích cenných papírů vystupovat ve smyslu ZPKT jako obchodník s cennými papíry⁵⁶. Lze tedy shrnout, že v českém právním prostředí má banka charakter univerzální banky, neboť může nabízet služby v oblasti komerčního i investičního bankovníctví. Banka, která se specializuje pouze na poskytování investičních služeb, se v odborné literatuře běžně označuje jako investiční. Nicméně česká právní úprava tento typ banky nezná, naopak předpokládá, že banka bude mít v bankovní licenci vždy uvedeny dvě základní činnosti z oblasti komerčního bankovníctví, a to přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování úvěrů. V ČR tak žádná čistě investiční banka neexistuje, všechny banky jsou v režimu BankZ oprávněny poskytovat investiční služby uvedené v jejich bankovní licenci.⁵⁷ Ochrana proti výše popsanému riziku střetu zájmů zajišťuje ustanovení § 19b BankZ, kde je v rámci pravidel obezřetného podnikání⁵⁸ zakotvena povinnost zabránit využívání informací získaných v souvislosti s poskytováním komerčních služeb při provádění investičních obchodů a naopak. Zákon předpokládá, že banka tohoto cíle dosáhne přijetím opatření v organizačním, řídicím a kontrolním systému, které zajistí oddělení obou typů obchodů. Z dikce zákona vyplývá (použití výrazu „zejména“), že se

⁵⁶ Více k pojmu obchodník s cennými papíry v kapitole 3.3.

⁵⁷ RADVAN, Michal, KYNCL, Libor a MOŽDIÁKOVÁ, Michaela. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010. ISBN 978-80-210-5277-2, s. 21.

⁵⁸ Viz kapitola 3.4.1.

jedná o základní způsob splnění uvedené povinnosti, ale nikoli jediný. Očekává se tedy, že banka přijme vedle tohoto opatření i další, která povedou ke snížení rizika zneužití těchto informací. Záměrně volím slovo „snížení“ vzhledem ke skutečnosti, že zajistit absolutní zamezení toku informací mezi oddělenými útvary banky zodpovědnými za komerční a investiční obchody je prakticky nemožné. Je naopak celkem pravděpodobné, že minimálně na úrovni představenstva banky může dojít ke koncentraci informací z obou bankovních aktivit. Lze však konstatovat, že samotná existence této situace není v rozporu se zákonem s ohledem na formulaci „zabránit využívání“. Banka by však v takovém případě měla postupovat v souladu s požadavkem obezřetnosti a dohlédnout, aby nedocházelo k uzavírání obchodů zneužívajících důvěrné informace.⁵⁹

Osobně považuji zakotvení oddělení komerčních a investičních aktivit za přínosné, nicméně nikoli za dostatečné s ohledem na účel této úpravy. Banka získává velké množství dat o svých zákaznících jak při komerčních, tak investičních obchodech. Na finančním trhu je tak ve výhodnějším postavení než jiní účastníci, což ji může svádět k riskantnějšímu obchodování s cennými papíry. Zatímco při obchodování na účet zákazníka nese riziko sám zákazník, při obchodování na vlastní účet může banka ohrozit vlastní stabilitu. Ustanovení § 19a BankZ ukládá bance, aby obchodování s cennými papíry na vlastní účet prováděla za pro ni nejvýhodnějších podmínek, kterých lze při vynaložení odborné péče dosáhnout, což musí být schopná prokázat. Nemyslím si, že by tento mechanismus dokázal účinně zabránit případnému selhání banky při obchodování s cennými papíry na vlastní účet. Fakt, že v současnosti si banky v českém prostředí vedou celkem dobře, investují v zásadě do málo rizikových cenných papírů a podléhají pečlivé dohledové činnosti ČNB, neznamená, že v budoucnu k žádné chybě dojít nemůže. K rizikovému chování bank také nepochybně přispívá garanční systém v podobě Fondu pojištění vkladů⁶⁰, který svým stále se zvyšujícím limitem náhrad poskytovaných z pojištění povede k tzv. morálnímu hazardu.⁶¹ Banka tak může ztratit

⁵⁹ Zákaz využívání informací úzce souvisí s podobnou úpravou v ustanovení § 124 ZPKT na ochranu vnitřních informací, jehož působnost je však širší, zejména ohledně okruhu povinných osob. Více se této problematice budu věnovat v kapitole 3.4.1.

⁶⁰ Viz § 41a BankZ.

⁶¹ Morální hazard se projevuje stále rizikovějším chováním na straně vkladatelů i bank. Vysoké limity výše náhrad vyvolávají ve vkladateli pocit, že vlastně „nemá co ztratit“, a při výběru banky jeho rozhodnutí

motivaci postupovat opatrně, sleví na obezřetnosti a dovolí si při obchodech s cennými papíry na vlastní účet více riskovat s vědomím, že případné selhání nijak neohrozí vkladatele, neboť jim budou z pojištění vyplaceny náhrady. Vzhledem k tomu, že v konečném důsledku by na následky neopatrnosti, lehkovážnosti a nevyvážené regulace doplatili v podstatě všichni, zastávám názor, že by z čistě preventivních důvodů mělo být univerzálním bankám zakázáno obchodování s cennými papíry na vlastní účet, a nadále by v oblasti podnikání na kapitálovém trhu měly plnit pouze zprostředkovatelskou a poradenskou funkci. Právní úprava by tedy měla počítat s chybovostí lidského faktoru a nespoléhat se na morální a profesionální kvality vedoucích osob banky.

3. Regulace investičních bankovních obchodů

Než přistoupím k samotnému obsahu regulace investičních bankovních obchodů, považuji za nezbytné stručně vymezit pojem regulace a nastínit její základy.

3.1. Pojem regulace

Obecně se regulací rozumí „*stanovení podmínek a pravidel podnikání v příslušné oblasti, a to jak zákonodárnými orgány (přijímajícími zákony), tak dalšími legislativou pověřenými institucemi (vydávajícími podzákonné normy)*“.⁶² Jde tedy o vymezení pravidel a podmínek, které subjekt musí splnit, aby byl bankou, která může podnikat na kapitálovém trhu. Pro účely své diplomové práce definuji regulaci investičních bankovních obchodů jako stanovení vstupních podmínek do bankovní sféry a na kapitálový trh a pravidel bankovního podnikání na kapitálovém trhu.

Regulace bankovního podnikání se vytváří pod vlivem několika faktorů, ekonomických i historických, a její konkrétní podoba je tak v každé zemi pochopitelně rozdílná. Státy jsou při vytváření obsahu právní úpravy bankovníctví vedeny prakticky

ovlivňují pouze nabízené úrokové sazby z vkladů. Nemá žádný důvod se blíže zajímat o finanční zdraví a důvěryhodnost banky, protože i při jejím případném selhání bude vzhledem k přehnaně vysokému limitu poskytovaných náhrad jeho pohledávka s největší pravděpodobností uspokojena v plné výši. Banka při takovém pojištění ztrácí motivaci přistupovat k obchodům s vyšší opatrností, a naopak za účelem dosažení vyššího zisku podstupuje rizikovější operace s vědomím, že případné ztráty budou klientům uhrazeny z pojištění.

⁶² POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-462-7, s. 448.

stejnou motivací, a tou je snaha omezit určitá rizika spojená s bankovním podnikáním. Tuto regulaci lze v podstatě vnímat jako reakci na negativní zkušenosti s případy tržního selhání a na vyhodnocení možného výskytu jiných rizik. Nelze si totiž nevšimnout, že historická zkušenost s bankovní krizí nachází svůj odraz v podobě přísnější regulace bankovního sektoru, resp. podnikání na kapitálovém trhu. Typickým příkladem je Velká hospodářská krize ve Spojených státech amerických v letech 1929 až 1933, která vedla k odsouzení poněkud liberální bankovní regulace, jež byla následně nahrazena podstatně přísnější úpravou v podobě již zmíněného „Glass-Steagall Act“. Není třeba hledat další příklady v zahraničí, i české bankovní prostředí se vytvářelo pod vlivem mnoha úpadků bank v devadesátých letech, které umožnila vedle absence zkušeností a potřebné kvalifikace na straně bank též nedostatečná bankovní regulace. Vzhledem ke stabilitě českého bankovního systému prakticky nenarušené současnou globální finanční krizí lze konstatovat, že se zákonodárce i centrální banka z chyb v bankovní úpravě v devadesátých letech dostatečně poučili. Sama ČNB označuje český bankovní systém v mezinárodním srovnání za dobře kapitalizovaný,⁶³ přičemž její tvrzení podporují i výsledky zátěžových testů, podle nichž je schopen přestát i velmi nepříznivý ekonomický vývoj.⁶⁴

S regulací bankovního podnikání na kapitálovém trhu úzce souvisí bankovní dohled, který představuje kontrolu nad jejich dodržováním, včetně dozoru nad „zdravým vývojem celého bankovního systému včetně přijímání opatření k zajištění nápravy a odstranění nedostatků.“⁶⁵ Obdobně to platí i o dohledu na kapitálovém trhu. Dohled tak sleduje jak makroekonomický cíl, který se projevuje ve snaze zajistit rovnováhu celého finančního systému, tak mikroekonomický cíl, směřující k ochraně zákazníků. Samotný dohled není tématem této práce, nicméně s ohledem na jeho značnou provázanost s bankovní regulací ho není možné zcela ignorovat.

⁶³ *Otázky a odpovědi: Jak jsou na tom banky?* [online]. ČNB, 2012 [cit. 20. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/jak_jsou_na_tom_banky.html>

⁶⁴ *Zpráva o finanční stabilitě 2011/2012* [online]. ČNB, 2012 [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2011-2012/fs_2011-2012.pdf>

⁶⁵ DVORÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-7201-515-X, s. 151.

3.2. Základy regulace

Jak již bylo uvedeno výše, obsah regulace tvoří určitá pravidla a podmínky činnosti, které musí regulovaný subjekt dodržovat. Tato pravidla a podmínky jsou většinou zakotveny v právních předpisech různé právní síly. Na vrcholu pomyslné pyramidy regulace investičních bankovních obchodů stojí právní předpisy, které zahrnují předpisy primárního a sekundárního unijního práva (zejména nařízení a směrnice) a předpisy českého práva, především zákony a prováděcí předpisy. Nižší stupeň představuje tzv. soft law v podobě mezinárodních uznávaných standardů, unijních standardů, úředních sdělení ČNB, jejich výkladových stanovisek a převzatých metodik KCP⁶⁶, případně i samoregulačních standardů profesních organizací⁶⁷. Určitý význam, zejména výkladový, má judikatura, ať už ve formě rozhodnutí českých soudů či SDEU⁶⁸, nebo správních rozhodnutí ČNB. Záměrně se v této podkapitole omezím pouze na stručný přehled hlavních právních předpisů s tím, že na další relevantní předpisy upozorním s ohledem na konkrétní problematiku v průběhu dalšího výkladu.

Základní právní rámec regulace banky při podnikání na kapitálovém trhu představuje již zmíněný BankZ a ZPKT spolu s příslušnými prováděcími předpisy.⁶⁹ Působnost BankZ se orientuje především na „*některé vztahy související se vznikem, podnikáním a zánikem bank se sídlem na území České republiky*“.⁷⁰ Použití výrazu „*některé*“ odkazuje jednak na skutečnost, že úprava v BankZ reflektuje pouze specifika bankovního podnikání, na které se jinak vztahuje i obecná úprava podnikání, a jednak na existenci dalších právních předpisů upravujících české bankovní prostředí. BankZ prošel od svého přijetí mnoha změnami, a z původně transformačního právního předpisu se postupně stal v důsledku transponování evropských směrnic⁷¹ předpisem především transpozičním. Tato skutečnost má vliv na samotnou interpretaci příslušných

⁶⁶ Dnes už neexistující Komise pro cenné papíry (dále jen „KCP“).

⁶⁷ Např. Česká bankovní asociace a její Etický kodex.

⁶⁸ Soudní dvůr Evropské unie.

⁶⁹ Na činnost banky dopadají samozřejmě i ustanovení řady dalších zákonů. Např. zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

⁷⁰ § 1 odst. 1 BankZ.

⁷¹ Oblast bankovní regulace je předmětem harmonizace na úrovni unijního práva, základním nástrojem ke sbližování národních právních úprav jsou směrnice, které zavazují členské státy EU co do svého stanoveného cíle, přičemž způsob jeho provedení si může volně zvolit členský stát sám. Ustanovení § 1 odst. 1 BankZ zdůrazňuje jeho transpoziční povahu slovy „*zákon zpracovává příslušné předpisy Evropské unie*“.

ustanovení, která je třeba vykládat ve světle transponované směrnice, tedy uplatňovat tzv. eurokonformní výklad.

ZPKT představuje veřejnoprávní regulaci podnikání v oblasti kapitálového trhu.⁷² Ze zmíněné veřejnoprávní povahy zákona vyplývá i charakter jeho norem, které jsou převážně kogentní, což znamená, že jejich adresáti se od nich nemohou smluvně odchýlit ani je vyloučit, pokud to zákon sám výslovně nepřipouští. Také tento zákon ve svém úvodním ustanovení také odkazuje na svou transpoziční povahu a nutnost používat při praktické aplikaci přímo použitelné předpisy EU (zejména nařízení), na které jeho text navazuje. Obsah ZPKT je z podstatné části ovlivněn textem směrnice MiFID, která byla přijata za účelem harmonizace požadavků na poskytovatele investičních služeb, zejména podmínek povolení a pravidel jeho provozu a činnosti, a v jejímž světle je třeba zákon vykládat. Podle dikce ustanovení § 1 sleduje regulace v ZPKT zejména zajištění ochrany kapitálového trhu a investorů. Zakotvení principu ochrany investorů a kapitálového trhu je tak plně v souladu se směrnicí MiFID, která podtrhuje jeho význam tím, že ho zmiňuje ve své preambuli hned na několika místech.⁷³ Je tedy zřejmé, že při aplikaci ZPKT je třeba brát v potaz i tuto uvedenou zásadu.

Podrobnosti týkající se podmínek podnikatelské činnosti bankovního obchodníka s cennými papíry stanovených zákonem jsou dále upraveny prováděcími právními předpisy ve formě vyhlášek, k jejichž vydání je zákonem zmocněna ČNB.⁷⁴

S ohledem na již zmíněnou provázanost regulace a dohledu považuji za vhodné uvést také zákon o ČNB, resp. zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu,⁷⁵ který spolu s BankZ svěřuje dohled nad bankami, resp. v oblasti kapitálového trhu ČNB, která je podle ustanovení čl. 98 odst. 1 Ústavy⁷⁶ ústřední bankou státu.

⁷² Zákon používá pojem kapitálový trh, který ale na mnoha místech textu nekoresponduje s ekonomickým vymezením tohoto pojmu.

⁷³ V recitálu (2) odůvodňuje nezbytnost harmonizace v oblasti kapitálového trhu snahou poskytnout stále rostoucímu počtu investorů vysokou úroveň ochrany a v recitálu (31) výslovně označuje ochranu investorů jako jeden z cílů směrnice. V recitálech (44) a (71) znovu opakuje, že účelem směrnice je vedle účinné ochrany investorů i zajištění řádného fungování kapitálového trhu.

⁷⁴ Viz § 199 odst. 2 ZPKT.

⁷⁵ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance a zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů.

⁷⁶ Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, ve znění pozdějších předpisů.

Efektivnost regulace je podmíněna zajištěním výkonu dohledu a s ohledem na avizovanou ochranu investorů a kapitálového trhu také existencí kompenzačního a záručního systému. V české právní úpravě podnikání na kapitálovém trhu zabezpečuje poslední jmenovanou součást systému Garanční fond obchodníků s cennými papíry, který vyplácí za zákonem stanovených podmínek náhrady zákazníkům obchodníka s cennými papíry, který není schopen plnit své závazky vůči svým zákazníkům.⁷⁷

Ačkoliv výše nastíněné základy právní regulace bankovního podnikání působí celkem přehledně a jasně, při praktické aplikaci se situace poněkud mění a normativní struktura nabývá na složitosti. Z členství České republiky v EU vyplývá nutnost kombinovat české právní předpisy s celou řadou evropských předpisů, dodržovat požadavek eurokonformního výkladu a přihlížet též k různým výkladovým stanoviskům a uznávaným standardům, kterým je v různé míře přiznávána určitá relevance českými i evropskými předpisy.

3.3. Vstupní podmínky

Jakékoli problémy v bankovním sektoru, resp. na kapitálovém trhu mohou mít závažný dopad na chod celé ekonomiky země a s ohledem na globalizaci finančních trhů mohou nepříznivě ovlivnit i stabilitu finančního systému v celosvětovém měřítku. Je proto žádoucí, aby se v něm pohybovaly pouze kvalifikované a důvěryhodné subjekty. Právní úprava podmínek vstupu do bankovní sféry, resp. na kapitálový trh tak reaguje na potřebu zabránit bankovnímu podnikání nekvalitních subjektů, které ohrožuje stabilitu finančního systému.

BankZ váže vstup do bankovní sféry na udělení bankovní licence, které „*lze považovat za výchozí a zároveň jeden z neúčinnějších nástrojů bankovní regulace.*“⁷⁸ Zájemce o podnikání v bankovním sektoru tak musí splnit určité vstupní podmínky, někdy také označované jako kritéria autorizace⁷⁹, aby se stal bankou. Pro udělení

⁷⁷ Viz § 128 a násl. ZPKT.

⁷⁸ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankěře a klienty*. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-7201-515-X, s. 39.

⁷⁹ BAKEŠ, Milan et al. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-440-7, s. 482.

bankovní licence musí být v první řadě dodrženy náležitosti žádosti upravené vyhláškou ČNB⁸⁰ a dále splněny podmínky uvedené v ustanoveních § 4 odst. 1 a odst. 5 BankZ.

Žádost o udělení bankovní licence se předkládá ČNB,⁸¹ která o ní rozhoduje ve správním řízení.⁸² Výsledkem licenčního řízení je rozhodnutí o udělení licence⁸³ nebo zamítnutí žádosti.⁸⁴ Existence právního nároku na udělení bankovní licence při splnění požadovaných podmínek je poněkud diskutabilní. Mnozí autoři zastávají názor, že zde takový právní nárok není a vydání licence je čistě na uvážení ČNB.⁸⁵ Někteří tento nárok odůvodňují právem ČNB jako centrální banky posuzovat žádost o vydání licence s přihlédnutím k potřebám bankovního systému.⁸⁶ Jiní autoři se naopak domnívají, že při splnění zákonem stanovených podmínek žadatelem ČNB licenci udělit musí.⁸⁷ Z následujících důvodů se přikláním spíše k druhému uvedenému názoru. Bankovní licence jakožto správní akt⁸⁸ má povahu povolení. Existují i jiné typy správních aktů, a to souhlas (schválení) a koncese. U souhlasu je vyloučeno stanovení speciálních podmínek pro výkon schvalované činnosti, zatímco v případě bankovní licence je umožněno vázat výkon povolené činnosti na splnění dalších podmínek. Vydání koncese je věcí správního uvážení rozhodujícího orgánu s tím, že zákon stanoví určité vodítko v podobě několika hledisek, k jakým má při svém rozhodování přihlížet. Naopak povolením se „*povoluje činnost, která je vázána na určité hmotněprávní předpoklady (podmínky)*“, žadateli tak při jejich splnění „*nelze vydání aktu odepřít – na jeho vydání*

⁸⁰ Vyhláška ČNB č. 233/2009 Sb. o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky (dále jen „vyhláška ČNB o žádostech“).

⁸¹ V minulosti si ČNB musela před udělením bankovní licence vyžádat stanovisko Ministerstva financí, ale tento požadavek byl zrušen zákonem č. 57/2006 Sb. Nyní už má ČNB pouze povinnost o pravomocně udělené licenci Ministerstvo financí informovat. Viz § 40 odst. 7 BankZ.

⁸² Správní řízení se řídí zákonem č. 500/2004 Sb., správní řád, pokud BankZ nestanoví jinak.

⁸³ Bankovní licence se uděluje na dobu neurčitou.

⁸⁴ Žádost o licenci může předložit jak existující akciová společnost, tak zakladatelé dosud nevzniklé akciové společnosti, tedy již založené, ale zatím neexistující.

⁸⁵ Srov. PLÍVA, Stanislav et al. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8, s. 13.

BAKEŠ, Milan et al. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-440-7, s. 480.

⁸⁶ Srov. PÁNEK, Dalibor a VALOVÁ, Ivana. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008. ISBN 978-80-210-4726-6, s. 21.

⁸⁷ Srov. PIHERA, Vlastimil; SMUTNÝ, Aleš; SÝKORA, Pavel. *Zákon o bankách: komentář*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-389-9, s. 47.

⁸⁸ Jedná se o správní akt ad personam, bankovní licence je tedy nepřevoditelná na jinou osobu.

*má adresát aktu právní nárok“.*⁸⁹ Z výše uvedeného tak vyplývá, že bankovní licence splňuje znaky povolení jako typu správního aktu, i když rozhodně nelze přehlížet neurčitě formulované podmínky, které dávají ČNB jistý prostor pro uvážení, a jsou nepochybně argumentem zastánců opačného názoru na charakter licence. Podle původního znění BankZ měla licence spíše povahu koncese, neboť jedním z hledisek pro udělení bylo zvážení ekonomické účelnosti banky.⁹⁰ Domnívám se, že zákon nedává ČNB možnost rozhodovat naprosto svévolně, naopak musí při udělování licence zohledňovat pouze splnění zákonem stanovených podmínek, a správní uvážení může využít jen v rámci posuzování jednotlivých předpokladů. Pokud by tomu bylo jinak, žadatel by byl odkázán na libovůli ČNB, případné bezdůvodné zamítnutí žádosti by pravděpodobně řešil podáním žádosti o bankovní licenci v jiném členském státě Evropské unie a na základě jednotné licence⁹¹ by nakonec mohl podnikat i na území České republiky. Zamítavé rozhodnutí při splnění zákonných předpokladů žadatelem by tak s ohledem na nepochybně časově náročné hodnocení jednotlivých podmínek a existenci jednotné bankovní licence bylo naprosto iracionální.

Jak už bylo výše uvedeno, podmínkou udělení licence je splnění zákonných požadavků uvedených v ustanovení § 4 odst. 1 a 5 BankZ. Obecně lze říci, že vstupní podmínky se vztahují zejména k výši, původu a skladbě základního kapitálu⁹², charakterovým a profesionálním kvalitám žadatele⁹³, osob s kvalifikovanou účastí na něm a vedoucích zaměstnanců, technickým a organizačním předpokladům, řídicímu a kontrolnímu systému a obchodnímu plánu.

Zájemce o udělení bankovní licence se nemusí ve své žádosti omezovat pouze na tradiční bankovní činnosti, tedy na přijímání vkladů od veřejnosti a poskytování

⁸⁹ HENDRYCH, Dušan a kol. *Správní právo: obecná část*. 8. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7179-254-3, s. 203.

⁹⁰ Čl. 8 směrnice CID už výslovně zakazuje, aby žádost o povolení byla zkoumána z hlediska hospodářských potřeb trhu.

⁹¹ Princip jednotné licence viz §5c a násl. BankZ.

⁹² Minimální výše základního kapitálu je oproti obecné úpravě akciové společnosti v ObchZ i požadavku ve směrnici CID (čl. 9 směrnice vyžaduje počáteční kapitál v minimální výši pěti milionů eur) podstatně vyšší, a to 500 000 000 Kč, přičemž alespoň v této výši musí být tvořen peněžitými vklady. Současně se vyžaduje jeho splacení v plné výši.

⁹³ Okruh vstupních podmínek byl o požadavek důvěryhodnosti a odborné způsobilosti samotného žadatele rozšířen teprve nedávno, a to novelou č. 420/2011 Sb. v souvislosti s přijetím zákona č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim.

úvěrů. Naopak je dokonce obvyklé, že součástí jeho žádosti je navíc některá z dalších činností vyjmenovaných v ustanovení § 1 odst. 3 BankZ. Odst. 5 téhož ustanovení k tomu dodává, že pokud je třeba k výkonu takové činnosti povolení ČNB podle zákonů upravujících regulaci poskytování některých finančních služeb, musí žadatel prokázat splnění všech zákonných podmínek požadovaných pro udělení takového povolení. Teprve po prokázání jejich splnění povolí ČNB výkon žadatelem zvolené činnosti v bankovní licenci. Z toho vyplývá, že pokud má žadatel zájem věnovat se investičním službám⁹⁴, musí kumulativně splnit podmínky stanovené v ZPKT. V této souvislosti je třeba zmínit, že při provádění investičních obchodů vystupuje banka zpravidla jako obchodník s cennými papíry, vztahují se na ni tedy ustanovení upravující jeho činnost, s výjimkou ustanovení výslovně vyloučených z aplikace na banky. ZPKT totiž označuje za obchodníka s cennými papíry⁹⁵ právnickou osobu, která poskytuje investiční služby na základě povolení ČNB k činnosti obchodníka s cennými papíry s tím, že toto povolení musí obsahovat alespoň jednu hlavní investiční službu.⁹⁶ Banka, která má v licenci povolené poskytování alespoň jedné hlavní investiční služby, je vždy současně obchodníkem s cennými papíry.

Při srovnání požadavků na udělení bankovní licence a na udělení povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry⁹⁷ nelze přehlédnout zjevnou podobnost. Je tak zřejmý společný cíl obou úprav, tedy umožnit vstup na finanční trh pouze dostatečně kvalifikovaným subjektům.

Okruh vstupních podmínek se při žádosti o povolení poskytovat investiční služby rozšiřuje o několik specifických požadavků. Banka musí předložit nejen plán obchodní činnosti, ale i návrh svého organizačního uspořádání, návrh pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a pravidel jednání se zákazníky, která splňují zákonné požadavky. Zákon tak žadatele zmocňuje k vydání vnitřních předpisů, jejichž adresátem budou zejména jednotlivé organizační útvary a zaměstnanci obchodníka s cennými papíry. Co se týče obsahu těchto předpisů, zákon sám stanoví

⁹⁴ § 1 odst. 3 písm. h) BankZ.

⁹⁵ Viz § 5 ZPKT.

⁹⁶ Viz § 6 odst. 2 ZPKT.

⁹⁷ Viz § 6 ZPKT.

pouze povinnost dodržet požadavky stanovené zákonem a prováděcími předpisy,⁹⁸ které společně vytváří určitý základní rámec pravidel, a jejich podrobnější rozvedení přenechává na žadateli samotném. ČNB proto vytvořila určité vodítko pro tvorbu těchto povinných vnitřních předpisů ve svém úředním sdělení.⁹⁹ Vymezuje v něm určité minimální požadavky na jejich obsah a současně nabádá k tomu, aby se žadatel ve svém návrhu vyvaroval pouhých odkazů na ustanovení zákona či prováděcího předpisu nebo dokonce jejich doslovného přebírání. Mám za to, že v praxi pravděpodobně k opisování celých pasáží zákona dochází, přesto zákonodárcem zvolené řešení vnímám pozitivně, neboť obchodníkovi s cennými papíry umožňuje upravit si konkrétní postupy při výkonu své činnosti tak, aby co nejlépe odpovídaly rozsahu jeho činnosti i organizační struktuře. Podrobnější úprava těchto pravidel na úrovni zákona nebo prováděcího předpisu by totiž nemusela vyhovovat podmínkám každého obchodníka s cennými papíry vzhledem k rozdílnému rozsahu i druhům jimi poskytovaných investičních služeb. Poslední specifický požadavek se týká věcného a personálního vybavení a organizačních předpokladů, které přirozeně musí odpovídat rozsahu, v jakém banka zamýšlí investiční služby poskytovat.

V udělené bankovní licenci se pak uvádí, které hlavní a doplňkové investiční služby je banka oprávněna poskytovat a ve vztahu ke kterým investičním nástrojům.¹⁰⁰ To znamená, že povolení se uděluje samostatně pro jednotlivé investiční služby a u každé investiční služby ještě samostatně pro jednotlivé skupiny investičních nástrojů.

Lze tedy shrnout, že zákonné požadavky pro udělení bankovní licence mají vzhledem k vysokým nárokům na žadatele především preventivní charakter. Působení nevhodného subjektu v bankovním prostředí, resp. na kapitálovém trhu může mít negativní důsledky pro jeho zákazníky a ohrozit stabilitu celého finančního systému, BankZ proto stanoví relativně dlouhou lhůtu¹⁰¹ pro vydání rozhodnutí v licenčním řízení a dává tím ČNB dostatek času pro pečlivé vyhodnocení splnění podmínek žadatelem.

⁹⁸ Zejména vyhláška ČNB 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb (dále jen „PravISV“).

⁹⁹ Úřední sdělení ČNB ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry [online]. ČNB, 2009 [cit. 15. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

¹⁰⁰ § 6 odst. 2 ZPKT.

¹⁰¹ Podle ustanovení § 40 odst. 3 BankZ vydá ČNB rozhodnutí o udělení licence nebo o zamítnutí žádosti o licenci do 6 měsíců ode dne zahájení správního řízení.

Vstupní podmínky je možné připodobnit k sítu, přes které projde jen subjekt, který dosažením všech požadovaných předpokladů prokázal určitou vybavenost a schopnost vyrovnat se s konkurencí i případnými ztrátami na finančním trhu a riziko jeho selhání je tedy minimální. Licenční řízení tak nepochybně tvoří důležitou součást systému regulace.

3.4. Pravidla bankovního podnikání

Po udělení licence a zahájení činnosti je banka při svém podnikání vázána dalšími povinnostmi, které musí dodržovat po celou dobu své existence. S ohledem na téma mé práce se budu soustředit na úpravu činnosti banky, která může vykonávat i investiční obchody, resp. některé investiční služby. Jak již bylo výše zmíněno, ustanovení § 1 odst. 3 písm. h) BankZ bance výslovně umožňuje za splnění uvedených podmínek poskytovat vedle komerčních služeb i služby investiční, ale blíže je nevynezuje ani nevyjmenovává, pouze odkazuje na zvláštní právní předpis, tedy ZPKT. Z uvedeného ustanovení tak vyplývá, že při činnosti v podobě výkonu investičních obchodů podléhá banka regulaci ZPKT. Nicméně situace není tak jednoduchá, jak se zdá, neboť tento zákon v mnoha ustanoveních odkazuje v případě banky na použití pravidel uvedených v BankZ. Fakticky tak rozděluje obchodníky s cennými papíry na dvě skupiny, a to nebankovní a bankovní. Základ regulace činnosti banky jako obchodníka s cennými papíry tvoří pravidla obezřetného podnikání a pravidla jednání se zákazníky, která jsou zakotvena z podstatné části už v BankZ a ZPKT, ale jejich podrobnější úpravu obsahují prováděcí předpisy, zejména v podobě vyhlášky ČNB o pravidlech obezřetného podnikání¹⁰² a PravISV.

3.4.1. Pravidla obezřetného podnikání

Vzhledem k tomu, že v případě bankovního obchodníka s cennými papíry dochází k prolínání obou výše uvedených zákonů, budu k systému pravidel přistupovat z pohledu subjektu, tedy banky, na kterou se vztahuje rámcová úprava obezřetnostních pravidel v BankZ, a v důsledku jejích aktivit na kapitálovém trhu současně také úprava obezřetného poskytování investičních služeb v ZPKT.

¹⁰² Vyhláška ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry (dále jen „ObezV“).

Obsah pravidel obezřetného podnikání se odvíjí od obecné povinnosti postupovat při výkonu své činnosti obezřetně uložené bankám ustanovením § 12 odst. 1 BankZ. Toto ustanovení současně uvádí jako příklad takového jednání provádění obchodů způsobem, který nepoškozuje zájmy jejích vkladatelů a neohrožuje bezpečnost a stabilitu banky. Zároveň zákon stanovil zákaz uzavírání smluv nápadně nevýhodných pro banku pod sankcí absolutní neplatnosti. Pro lepší pochopení významu povinnosti postupovat obezřetně je třeba zmínit, že její zakotvení coby stěžejní zásady obezřetnostních pravidel představuje reakci zákonodárce na mezery v legislativě, které umožnily tunelování bank v devadesátých letech.¹⁰³

Povinnost jednat obezřetně je konkretizována pravidly uvedenými v dalších ustanoveních BankZ, ZPKT a příslušných prováděcích předpisech, která se týkají zejména následujících oblastí:

- kapitálová přiměřenost a angažovanost;
- pravidla likvidity a bezpečného provozu;
- pravidla obchodů s osobami se zvláštním vztahem k bance;
- obchodování s cennými papíry na vlastní účet;
- oddělení úvěrových obchodů a obchodů s investičními nástroji;
- výkon funkce vedoucí osoby;
- odborná péče;
- řídicí a kontrolní systém;
- střet zájmů;
- ochrana vnitřních informací;
- předcházení manipulace s trhem;
- vedení evidence cenných papírů a investičních nástrojů;
- činnosti vykonávané prostřednictvím jiné osoby;
- ochrana majetku zákazníka;
- další pravidla činnosti obchodníka s cennými papíry.

¹⁰³ Srov. Důvodová zpráva k tzv. velké novele BankZ (novela č. 165/1998 Sb.).

Z uvedeného výčtu je zřejmé, že obezřetnostní pravidla zahrnují především předpoklady pro činnost, organizaci vnitřního provozu a kapitálovou vybavenost banky. Zákonodárce se tedy snaží regulovat všechny oblasti, jejichž nedostatky mohou představovat zásadní ohrožení stability a bezpečného fungování banky. Omezený rozsah této práce mi bohužel nedovoluje věnovat svou pozornost všem obezřetnostním pravidlům, proto jsou předmětem dalšího výkladu pouze ta, která s ohledem na téma mé práce shledávám opravdu nejvíce relevantními. Tím v žádném případě nezpochybnuji význam ostatních pravidel.

V rámci obezřetného poskytování investičních služeb je pro banku významný **požadavek předchozího souhlasu ČNB s výkonem funkce vedoucí osoby** odpovědné za činnost banky jako obchodníka s cennými papíry, zakotvený v ZPKT. V řízení o předchozí souhlas¹⁰⁴ ČNB posuzuje, zda příslušná osoba splňuje předpoklady pro výkon této funkce formulované v ustanovení § 10 odst. 2 ZPKT. Zmíněné ustanovení nejprve vyjmenovává osobní předpoklady, jimiž jsou dosažení věku 18 let, plná způsobilost k právním úkonům, absence překážky provozování živnosti¹⁰⁵, důvěryhodnost a odborná způsobilost¹⁰⁶, a následně formuluje další předpoklady vztahující se k vhodnosti žadatele z hlediska řádného a obezřetného poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry, u kterého má funkci vedoucí osoby vykonávat. Zákon ČNB ukládá, aby při posuzování vhodnosti osoby žadatele zohlednila především to, „*zda řádnému výkonu funkce nebrání jeho profesní, podnikatelská nebo jiná obdobná činnost, zejména činnost u osoby s obdobným předmětem podnikání*“. V této souvislosti

¹⁰⁴ Náležitosti žádosti upravuje vyhláška ČNB o žádostech.

¹⁰⁵ Viz § 8 zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon).

¹⁰⁶ Absence zákonného vymezení pojmů „důvěryhodnost“ a „odborná způsobilost“ není opomenutím zákonodárce, nýbrž jeho záměrem. Jedná se o tzv. neurčité právní pojmy. Zákon jejich používáním reaguje na specifika okolností jednotlivých případů a poskytuje tak ČNB prostor k jejich posouzení a úvaze, zda konkrétní případ do rozsahu pojmu spadá či nikoliv. Kromě toho, že byl obsah obou pojmů dostatečně rozveden v rámci rozhodovací praxe ČNB, resp. dříve KCP, podává ČNB jejich výklad ještě ve svém úředním sdělení ze dne 21. května 2010 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost. ČNB v něm vymezuje důvěryhodnost jako kritérium zohledňující dodržování právních a etických pravidel a morální profil žadatele. ČNB v něm dále uvádí skutečnosti, které jsou pro ni při posuzování důvěryhodnosti žadatele rozhodující. Spočívají především v bezúhonnosti a profesní, podnikatelské integritě posuzované osoby. Při hodnocení důvěryhodnosti osoby se ČNB řídí tzv. principem absence negativních zpráv, tzn. skutečností, které vyvolávají závažné pochybnosti o důvěryhodnosti nebo mají za následek její nedostatek. Odborná způsobilost představuje podle názoru ČNB kritérium, které zohledňuje vedle vzdělání zejména znalosti a dostatečné zkušenosti, u vedoucích osob též řídicí zkušenosti, a předešlé působení na finančním trhu. *Úřední sdělení ze dne 21. května 2010 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost* [online]. ČNB, 2010 [cit. 15. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

je třeba zmínit, že v minulosti zákon obsahoval výčet neslučitelných funkcí, ale byl vypuštěn novelou č. 230/2008 Sb. s odůvodněním, že by žadateli „neměla být a priori zakázána možnost účastnit se na vedení obchodníka s cennými papíry“¹⁰⁷ z titulu jeho funkce, povolání nebo podnikatelské činnosti. Je tak úlohou ČNB, aby zkoumala každý případ individuálně a posuzovala dopad případných dalších aktivit žadatele na jeho vhodnost z hlediska příslušných kritérií. Nemyslím si, že by stav založený novelou představoval změnu k lepšímu. Vzhledem k deklarovanému cíli regulace kapitálového trhu by zákonodárce neměl snižovat úroveň požadavků na tak důležitou funkci, jakou pozice vedoucí osoby nepochybně je. Zrušením výčtu neslučitelných funkcí pouze zatížil ČNB, která se v rámci svěřené diskrece bude muset „zdržovat“ posuzováním osob, u kterých je výkon této funkce s ohledem na jejich další aktivity opravdu nevhodný, a místo pouhého odkazu na neslučitelnost funkcí bude povinna zdůvodňovat, proč daná osoba neodpovídá zákonným kritériím.

Při provádění investičních obchodů je banka vedle požadavku obezřetnosti vázána ještě **obecným požadavkem odborné péče**, formulovaném v ustanovení § 11a ZPKT, podle kterého je obchodník s cennými papíry „povinen poskytovat investiční služby s odbornou péčí“. V systému regulace vystupuje tato povinnost do popředí především kvůli své široké působnosti, neboť se uplatňuje nejen při provádění samotných investičních obchodů, ale i při výkonu dalších činností s nimi spojených.¹⁰⁸

Obecně zásada odborné péče představuje souhrn profesionálních standardů (zásad *lege artis*), které musí být vždy splněny, aby určité jednání mohlo být shledáno v souladu s požadavky zákona. Pokud konkrétní postup obchodníka s cennými papíry nenaplnuje její znaky, je protiprávním jednáním. Výše citované ustanovení tak má dvojitý význam - vymezuje celkový směr podnikání obchodníka s cennými papíry a zároveň je podpůrným ustanovením všude tam, kde ustanovení zákona nepostačují k postižení

¹⁰⁷ Důvodová zpráva k zákonu č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

¹⁰⁸ V případě termínu odborná péče se opět jedná o neurčitý právní pojem, který zákonodárce použil úmyslně, aby dal ČNB jako orgánu dohledu prostor posoudit, zda konkrétní jednání s přihlédnutím ke všem okolnostem patří do rozsahu tohoto pojmu. Samozřejmě to pro ni neznamená absolutní volnost při rozhodování, naopak, ČNB musí brát v úvahu účel právní úpravy a dodržovat princip předvídatelnosti práva.

některého nepatřičného jednání při poskytování investičních služeb.¹⁰⁹ Jako pomůcka k objasnění požadavku odborné péče a tím též k naplnění principu právní jistoty a transparentnosti postupu orgánu dohledu slouží Metodika KCP k odborné péči¹¹⁰, převzatá ČNB, jež obsah pojmu přibližuje, nicméně sama poukazuje na jeho úmyslnou neurčitost, která jeho vyčerpávající definici v podstatě vylučuje. OdbP zdůrazňuje, že požadavek jednání s odbornou péčí je nezbytné posuzovat v souvislosti s výkonem nějaké konkrétní činnosti, neboť odborná péče sama o sobě nepředstavuje samostatnou povinnost, ale vždy se vztahuje ke konkrétní činnosti, kterou obchodník s cennými papíry vykonává.¹¹¹ Z tohoto důvodu ani nepřipadá v úvahu stanovení taxativního výčtu požadavků na vynaložení odborné péče. Podle OdbP spočívá odborná péče v odbornosti (profesionalitě) a pečlivosti a její dodržení je třeba hodnotit podle objektivních kritérií, v každém případě individuálně a vždy z pohledu ex ante, tedy vzhledem k podmínkám existujícím v době posuzovaného jednání.¹¹² Na interpretaci pojmu odborné péče má nepochybně vliv také praxe na kapitálovém trhu, na základě které se vytvářejí určité ustálené znaky vystihující jednání v souladu s odbornou péčí. Význam zásady odborné péče spočívá v tom, že v jejím světle je třeba vykládat i další povinnosti, které zákon ukládá bance při poskytování investičních služeb.

K zajištění obezřetného poskytování investičních služeb má banka povinnost zavést a udržovat **řídící a kontrolní systém**, který pokrývá veškeré její činnosti.¹¹³ Tato povinnost se tedy týká organizačního uspořádání banky a její řádné správy a řízení, které představují předpoklad jejího bezpečného fungování a stability. ZPKT obsahuje vlastní úpravu řídicího a kontrolního systému, nicméně ohledně bankovního obchodníka s cennými papíry stanoví, že pro řídicí a kontrolní systém banky se použije BankZ a zvláštní požadavky podle tohoto zákona.¹¹⁴ S ohledem na uvedenou formulaci mám za to, že banka se v této oblasti řídí vedle obecné úpravy BankZ také zvláštní úpravou ZPKT, která odráží specifika poskytování investičních služeb, představuje tedy určitý

¹⁰⁹ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 157.

¹¹⁰ *Metodika Komise pro cenné papíry k odborné péči* [online]. ČNB, 2004 [cit. 20. 6. 2012]. (dále jen „OdbP“). Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

¹¹¹ OdbP, s. 9.

¹¹² Tamtéž, s. 10.

¹¹³ § 12 a) ZPKT.

¹¹⁴ Zákonodárce tedy zvolil jiný přístup než u institutů kapitálové přiměřenosti a angažovanosti, kde výslovně uvádí, že se příslušná ustanovení ZPKT na banku nevztahují.

nadstandard, který musí bankovní obchodník s cennými papíry při své činnosti dodržovat. Není náhodou, že ČNB ohledně řídicího a kontrolního systému zvolila společnou úpravu pro banky i obchodníky s cennými papíry v ObezV a některé jeho specifické povinné součásti upravila zvlášť v PravISV. Způsob provedení obou zákonů ze strany ČNB tak podporuje výše uvedený výklad.

Další obezřetnostním požadavkem je povinnost zavést **postupy pro zjišťování a řízení střetu zájmu**, který může nastat mezi osobami vypočtenými v ustanovení § 12 písm. b) ZPKT. Domnívám se, že tuto povinnost je možné vzhledem k její povaze podřadit pod požadavky na řídicí a kontrolní systém, ačkoliv systematika zákona ji zařazuje jako zvláštní požadavek na stejné úrovni. Sama ČNB s ohledem na společný cíl těchto povinností řadí ve své ObezV zásady pro zamezování vzniku možného střetu zájmu mezi požadavky na řídicí a kontrolní systém. Předpokládám, že zákonodárce tímto uspořádáním pravděpodobně zamýšlel zabránit případnému podceňování problematiky střetu zájmů ze strany povinných osob.

*Střetem zájmu se rozumí „jak stav, tak proces, kdy provádění jednoho druhu činnosti pro zákazníka (potenciálního zákazníka) je v konkrétním případě v rozporu s prováděním jiného druhu činnosti pro něj z důvodu, že obchodníkovi s cennými papíry nedovoluje věnovat veškerou odbornou péči při provádění obou druhů činností, anebo informace získané obchodníkem s cennými papíry z jednoho druhu činnosti může být využita proti oprávněným zájmům zákazníka při provádění jiného druhu činnosti“.*¹¹⁵ PravISV obchodníkovi s cennými papíry ukládá, aby ve svém vnitřním předpise upravujícím zásady řízení střetu zájmu identifikoval okolnosti, které by mohly vést nebo dokonce vedou ke vzniku střetu zájmu při realizaci investičních obchodů, a stanovil postupy pro jeho řízení. Ze znění směrnice MiFID, textu vyhlášky i z jejího odůvodnění je zřejmé, že byl zvolen přístup, který zohledňuje praktickou nemožnost absolutně eliminovat vznik konfliktu zájmů. Tento přístup celkem rozumně rezignuje na poněkud nesplnitelný požadavek absolutního vyloučení možného vzniku střetu zájmu, a bere v potaz realitu, kdy i přes veškerá zavedená opatření ke konfliktům zájmů dochází. Ochrana zájmů a majetku zákazníků je tak zajišťována prostřednictvím zjištění a řízení

¹¹⁵ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 161.

střetů zájmů. Ke splnění zákonných požadavků tak banka musí ve svých vnitřních předpisech zavést postupy, kterými zajistí, aby nedocházelo k poškozování zájmů zákazníka v důsledku střetů zájmů.

Zákon dále vyžaduje, aby banka k zajištění obezřetného poskytování investičních služeb přijala **opatření k ochraně vnitřních informací**. Než přistoupím k samotnému výkladu institutu vnitřních informací v českém právním prostředí, považuji za vhodné objasnit tuto problematiku v širších souvislostech. Současná podoba regulace institutu vnitřních informací je výsledkem dlouhodobé snahy postihnout nelegální praktiky v podobě tzv. „insider trading“¹¹⁶, provázející podnikání na kapitálovém trhu. Obecně se pod pojmem „insider trading“ rozumí „*obchody a smlouvy, při kterých jsou využity (resp. zneužity) ostatním subjektům nedostupné informace, kdy dochází k manipulování trhem či k nedostatečné ochraně investorů*“.¹¹⁷ Nejčastěji se tento jev vyskytuje při obchodech spojených s nákupem a prodejem cenných papírů, nicméně nelze vyloučit jeho přítomnost ani u jiných investičních obchodů, byť jen vzácnou. Osoby, které získaly tuto ostatním subjektům nedostupnou, tedy vnitřní informaci, se běžně označují jako zasvěcené osoby neboli insideři. Samotné nabytí vědomosti o určitých neveřejných skutečnostech, které mohou mít zásadní vliv na vývoj cen, resp. kurzu finančních nástrojů, nevyvolává žádné negativní dopady na fungování kapitálového trhu. Problematickým se stává až jejich případné využití při obchodování s investičními nástroji na veřejném trhu, tedy provedení takové transakce na základě investičního rozhodnutí vytvářeného pod vlivem znalosti vnitřní informace. Řešení výše popsaného jednání se pochopitelně stalo předmětem sporů v ekonomických i právních kruzích, které sice vzhledem k názorové rozmanitosti teoretiků přetrvávají dodnes, nicméně za vítěze těchto teoretických rozporů lze označit odpůrce insider tradingu. Jejich hlavním argumentem jsou ztráty způsobené ostatním účastníkům kapitálového trhu, kteří vnitřními informacemi nedisponují. Ačkoliv identifikovat jednotlivé „oběti“ insider tradingu a vyčíslit jejich ztráty je takřka nemožné, poškození jejich zájmů v důsledku zneužití vnitřních informací insideři je víc než patrné. Zjednodušeně řečeno, insideři dosahují svých zisků zneužíváním neinformovanosti

¹¹⁶ Někdy též insider obchody, insider dealing.

¹¹⁷ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovnictví*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-462-7, s. 573.

ostatních účastníků trhu. V této souvislosti nelze opominout fakt, že předpokladem efektivního fungování kapitálového trhu je především jeho důvěryhodnost z pohledu investorů, resp. i potenciálních investorů. Důvěryhodně působí pouze takový kapitálový trh, který prosazuje rovný přístup investorů k informacím. Z uvedených důvodů se insider trading stalo předmětem regulace a ve většině vyspělých států je takové jednání zakázáno. Je třeba zmínit, že bohužel i přes řadu opatření na ochranu před zneužitím trhu k insider tradingu dochází, neboť insideři často těží z poněkud obtížného prokazování takového jednání. Není tak výjimečná situace, kdy navzdory zjevné realizaci insider obchodů nedojde k jejich potrestání. V evropských zemích byl insider trading v právní úpravě dlouho opomíjen, na rozdíl od regulace ve Spojených státech amerických, která takové jednání postihovala už ve 30. letech minulého století.¹¹⁸ Zákodárci v Evropě s regulací v této oblasti příliš nespěchali a první legislativa reflektující škodlivost insider tradingu se objevila až koncem 80. let. Ochrana před zneužíváním trhu se samozřejmě dočkala i své úpravy na úrovni EU, která pochopila, že insider trading představuje překážku pro sblížení kapitálových trhů jejich členů. V českém právním prostředí představují normativní základ ochrany vnitřních informací ustanovení § 124 a 125 ZPKT. Platná právní úprava ochrany před insider tradingem má svou předlohu v evropské regulaci v podobě tzv. směrnice MAD¹¹⁹, včetně prováděcích směrnic¹²⁰. Ve smyslu legální definice uvedené v ustanovení § 124 odst. 1 ZPKT se za vnitřní informaci považuje informace, která kumulativně splňuje následující znaky:

- je přesná,
- přímo nebo nepřímo se týká finančního nástroje, odvozeného nástroje, emitenta takových finančních nástrojů nebo jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu či jiné ceny takového finančního nástroje nebo jeho výnosu,
- není veřejně známá a

¹¹⁸ Srov. USA. Securities Exchange Act 1934. Dostupné z WWW: <www.sec.gov>

¹¹⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu), (dále jen „MAD“).

¹²⁰ Pro institut vnitřní informace je relevantní zejména směrnice Komise 2003/124 ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice MAD, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem.

- poté, co by se stala veřejně známá, by mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos tohoto finančního nástroje nebo odvozeného nástroje.

Další odstavec dodává, že vnitřní informací je i informace sdělená zákazníkem při předávání pokynu k poskytnutí investiční služby, pokud splňuje výše uvedené definiční znaky. Cílem tohoto ustanovení je zabránit tzv. front runningu, tedy obchodování na základě informací o dosud neprovedených pokynech zadaných zákazníky, které budou mít s velkou pravděpodobností vliv na chování ostatních účastníků trhu.¹²¹ Banka disponující informacemi o pokynech s kurzotvorným potenciálem by jich tak mohla při neexistenci této úpravy využít ve svůj vlastní prospěch a provést příslušný obchod na vlastní účet, popř. na účet třetích osob ještě před provedením podaného pokynu.

K zajištění ochrany informací stanoví zákon řadu povinností, které se vztahují k vyjmenovaným osobám, označovaným jako tzv. zasvěcené osoby. Obecně se jedná o osoby, které v souvislosti se svým postavením, funkcí nebo jiným způsobem získaly vnitřní informací. Osoby, pomocí nichž banka vykonává svou činnost, se bezesporu nacházejí v postavení zasvěcené osoby, neboť mají přístup k informacím o svých zákaznících. Mám za to, že úprava institutu vnitřní informace v žádném případě nevyklučuje úpravu k ochraně před zneužíváním informací podle ustanovení § 19b BankZ, pouze ji s ohledem na svou širší působnost doplňuje. Bankovní obchodník s cennými papíry tak musí dodržovat povinnosti vyplývající z obou těchto úprav.

Ke splnění svých povinností bude muset banka přijmout opatření reflektující povinnosti stanovené na ochranu vnitřních informací, tedy zákaz obchodování s využitím vnitřní informace, a to jak na vlastní účet, tak na účet třetí osoby, zákaz činit přímá či nepřímá investiční doporučení a povinnost mlčenlivosti včetně zamezení šíření vnitřních informací. Z institutu ochrany vnitřních informací vyplývá pro banku ještě zvláštní oznamovací povinnost vůči ČNB v případě důvodného podezření na využití vnitřní informace při uzavření obchodu.

Skutková podstata obchodování s využitím vnitřní informace se v praxi stala předmětem výkladových sporů v několika členských státech EU. Ustanovení

¹²¹ Slov. § 15p ZPKT.

čl. 2 odst. 1 směrnice MAD ukládá členským státům zakázat každé osobě uvedené ve výčtu, „*kteří drží důvěrnou informaci, používat takovou informaci při nabývání nebo zcizení nebo při pokusech o nabytí nebo zcizení, na vlastní účet nebo na účet třetí strany přímo nebo nepřímo finančních nástrojů, jichž se týká tato informace*“. Za vzniklými interpretačními nejasnostmi stál obrat „používat (užívat, využívat)“.¹²² Tato formulace totiž celkem pochopitelně vedla k závěrům, že jednání je právně postžitelné pouze v případě, že se prokáže příčinná souvislost mezi projevem vůle zasvěcené osoby směřujícím k nabytí či zcizení finančního nástroje, kterého se vnitřní informace týká, a užitím vědomosti o vnitřní informaci k takovému nabytí nebo zcizení.¹²³ V této souvislosti je třeba uvést, že se český zákonodárce původně držel doslovného znění citovaného článku a v úpravě zvolil také výraz „využití“,¹²⁴ a tudíž se odborná literatura celkem pochopitelně přiklání k výkladu, podle něhož je k naplnění skutkové podstaty deliktu nezbytná již zmíněná příčinná souvislost.¹²⁵ Ze současné podoby ustanovení § 124 odst. 4 ZPKT písm. a) vyplývá, že k protiprávnímu jednání dojde už samotným nabytím či zcizením finančního nástroje, jehož se vnitřní informace týká, případně pokusem o takové nabytí nebo zcizení, a to samozřejmě za předpokladu, že tu není některý z liberačních důvodů uvedených v posledním odstavci.

K definitivnímu ukončení výkladových sporů došlo rozsudkem SDEU ve věci Spector¹²⁶, a to jednoznačně ve prospěch druhého uvedeného výkladu, tedy výkladu ve smyslu stávajícího znění ZPKT. SDEU při svém rozhodování vycházel nejen z doslovného znění sporného článku směrnice, ale i z jejího účelu. Absenci volní složky jako pojmového znaku deliktu odůvodňuje tím, že by její systematické zkoumání vedlo k podstatnému snížení účinnosti zákazu využití vnitřní informace. SDEU se vyjadřuje

¹²² Anglická verze: „... *from using that information...*“

Německá verze: „...*unter Nutzung...*“

Francouzská verze: „...*d'utiliser cette information...*“

¹²³ ŠOVAR, Jan. *Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu po poslední novelizaci*. Obchodněprávní revue 9/2009, s. 261 [online]. C. H. Beck [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <www.beck-online.cz>

¹²⁴ Ke změně došlo novelou č. 230/2009 Sb.

¹²⁵ Srov. KOTÁSEK, Josef. *Ochrana vnitřních informací*. Vyd. 1. Brno: Tribun EU, 2008. ISBN 978-80-7399-355-9, s. 127.

¹²⁶ Rozsudek Soudního dvora ze dne 23. prosince 2009 ve věci C-45/08, Spector Photo Group N.V. a Chris Van Raemdonck jako žalobců a Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA) jako žalované. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>>

také k přístupu k procesnímu dokazování a zdůrazňuje nezbytnost dodržování principu presumpce nevinu zakotvenému v čl. 6 odst. 2 EÚLP.¹²⁷ Znamená to, že obchodování zasvěcené osoby s investičními nástroji nelze automaticky posuzovat jako porušení zákazu. Jedná se pouze o domněnku, která je přípustná za předpokladu, že je vyvratitelná a že jsou zaručena práva na obhajobu. V praxi se tak od dohledového orgánu očekává, že v případě aplikace této domněnky poskytne dotčené osobě možnost prokázat, že k porušení zákazu obchodování zasvěcené osoby nedošlo. Rozsudek ESD se v českých odborných publikacích dočkal pozitivní i negativní odezvy. Na jednu stranu se kladně hodnotí návod ESD k přístupu k insider tradingu z procesního hlediska,¹²⁸ na druhou stranu je konstrukce tohoto institutu ve světle výkladu ESD předmětem značné kritiky kvůli narušení zásady právní jistoty.¹²⁹

Osobně považuji platnou úpravu institutu ochrany vnitřních informací za celkem vydařenou, neboť odráží logické myšlenkové pochody osoby účastnící se podnikání na kapitálovém trhu. Není pochyb o tom, že pokud taková osoba získá určitou vnitřní informaci, nebude schopna ji při svém investičním rozhodnutí absolutně ignorovat a její chování na kapitálovém trhu bude vždy ovlivněno touto informací. Současně má dohledový orgán oproti předchozímu stavu výhodnější pozici, neboť již nemusí složitě dokazovat, že zasvěcená osoba se pro realizaci určitých obchodů skutečně rozhodla na základě vnitřní informace, kterou měla k dispozici. Nicméně kvalitní právní úprava sama o sobě nezaručuje její důsledné dodržování a vynucování. K tomu je zapotřebí jednak funkční dohled, který jakékoli náznaky insider tradingu včas odhalí a identifikuje, a jednak efektivní sankční systém, který nastoupí ihned po prokázání insider obchodů a postará se o dostatečně odrazující potrestání. Je otázkou, nakolik účinně celý systém regulace v českém prostředí funguje. Rozhodně se nedomnívám, že by nízký počet, resp. téměř nulový počet odhalených insider obchodů podával důkaz o jeho kvalitě. Obávám se, že je tomu spíše naopak, jak dokazuje mediálně známý případ

¹²⁷ Evropská úmluva o lidských právech.

¹²⁸ ŠOVAR, Jan. *Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu ve světle poslední judikatury Evropského soudního dvora*. Obchodněprávní revue 5/2010, s. 141 [online]. C. H. Beck. [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <www.beck-online.cz>

¹²⁹ Srov. PRŮŠA, Ivo. *Vnitřní informace a jejich (zne)užití: dílčí poznámky k interpretaci insider dealingu Soudním dvorem Evropské unie*. Obchodněprávní revue 3/2012, s. 65 [online]. C. H. Beck. [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <www.beck-online.cz>

manažera ČEZ z roku 2005.¹³⁰ Z přístupu jednotlivých orgánů k popsánému případu usuzují, že zde panuje určitá nejistota ohledně objasnění a postihu insider obchodů. Z vyjádření soudce Městského soudu v Praze Kamila Kydalky v rozhovoru o rozhodnutí o netrestné povaze chování manažera je zjevné nepochopení problematiky insider tradingu: „*takzvaná vnitřní informace, se kterou mohl nakládat, jak říká obžaloba, není natolik významná, že by mohla po svém zveřejnění změnit kurz akcí – ať už pozitivně, či negativně. Pokud informace jsou zveřejněné a kurzem akcie to vůbec nepohne, tak o jakou závažnou vnitřní informaci šlo?*“¹³¹ Informace o výsledcích hospodaření emitenta nepochybně naplňuje znaky vnitřní informace, především znaku kurzotvorného potenciálu.¹³² Pro lepší pochopení uvádí ČNB ve svém úředním sdělení¹³³ příklady skutečností přímo způsobilych přivodit významnou změnu kurzu finančního nástroje, přičemž výsledky hospodaření emitenta zaujímají v tomto výčtu první místo. Současně odkazuje na rozhodovací praxi KCP,¹³⁴ která k tomuto problému připomíná, že „*při posuzování kurzotvorného charakteru (potenciálu) informace je třeba vycházet ze situace, která zde existovala v době, kdy předmětná skutečnost nastala, tj. posuzovat vliv na kurz cenného papíru ex ante a nikoliv ex post*“. Soudce správně označil hospodářské výsledky za vnitřní informace, ale nepochopil, že významný kurzotvorný potenciál je jejím definičním znakem, a z neznámých důvodů ho hodnotil zvlášť, a navíc z naprosto irelevantního pohledu ex post. Tento přístup vyústil v chybný závěr o nedostatečně závažném charakteru diskutované vnitřní informace. Soudce navíc zcela opominul fakt, že smyslem regulace je zajistit rovný přístup

¹³⁰ Manažer ČEZ Alan Svoboda 2005 krátce před zveřejněním hospodářského výsledku a výše dividendy nakupoval doslova ve velkém akcie ČEZ. Městský soud dospěl k závěru, že ze strany manažera sice došlo ke zneužití vnitřních informací při obchodování s akciemi, nicméně takové jednání údajně nedosáhlo intenzity trestného činu. Věc pak byla postoupena ČNB jako možné spáchání přestupku. Ačkoliv ČNB chování manažera kvalifikovala jako spáchání přestupku a uložila mu v souladu s tímto rozhodnutím příslušnou pokutu, k jeho potrestání nakonec nedošlo. Rozhodnutí totiž po sérii opravných prostředků putovalo přes Městský soud v Praze až k Nejvyššímu správnímu soudu, který ho kvůli údajným procesním pochybením ze strany ČNB zrušil.

¹³¹ POKORNÝ, Marek. *Zneužití informací manažerovi ČEZ k ničemu nebylo, říká soudce*. IHned.cz [online]. Economia, 2009 [cit. 13. 11. 2012]. ISSN 1213-7693. Dostupný z WWW: <<http://zpravy.ihned.cz/cesko/c1-36170210-zneuzeni-informaci-manazerovi-cez-k-nicemu-nebylo-rika-soudce>>

¹³² Viz § 2 odst. 2 vyhlášky ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci, ve znění vyhlášky č. 191/2001 Sb.

¹³³ *Úřední sdělení ČNB ze dne 18. prosince 2009 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci (revidovaná verze z 27. ledna 2012)* [online]. ČNB, 2009 [cit. 18. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

¹³⁴ Rozhodovací praxe KCP/20/2004. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

investorů k informacím na kapitálovém trhu. Podstata insider tradingu spočívá v tom, že zasvěcená osoba využije vnitřní informace s vidinou zisku dosaženého obchodováním s takto neinformovanými osobami. Nezáleží tedy na tom, jestli se situace na trhu opravdu nakonec vyvine tak, jak insider předpokládal. Podstatné je, že vnitřní informaci měl a na kapitálovém trhu obchodoval s finančními nástroji, kterých se týkala. Logicky se předpokládá, že ve snaze dosáhnout co nejvyššího zhodnocení svých investic činil svá investiční rozhodnutí pod vlivem veškerých informací, které měl k dispozici, včetně těch vnitřních. Jsem si plně vědoma, že ve světle dřívějšího trestního zákona nebylo jednoduché hodnotit společenskou nebezpečnost činu a vymezit jasné hranice mezi trestnými činy a přestupky, a proto hodnotím pouze vyjádření k povaze a závažnosti informace o hospodářských výsledcích emitenta. Je bez diskusí, že manažerovo chování představuje porušení určitých etických pravidel, ale je možné případ uzavřít pouze jeho morálním odsouzením? Nejde přece jen o nekalé jednání samotné, ale o důvěryhodnost kapitálového trhu, která je předpokladem fungující tržní ekonomiky celé země. Popsaný případ chování manažera ČEZ ukazuje, že kontrolní a sankční mechanismus kvůli výkladovým i procesním pochybením absolutně selhal a po sedmi letech nadějí vzkázal účastníkům kapitálového trhu, že insider obchody zůstávají na našem území nepotrestány.

EU si je vědoma potíží s účinným postihem insider tradingu na úrovni jednotlivých členských států a rozhodla se poprvé využít nový čl. 83 odst. 2 SFEU k tomu, aby přijala společná minimální pravidla v oblasti trestního práva. V září loňského roku uveřejnila legislativní návrh směrnice, která stanoví minimální trestní sankce za zneužití vnitřních informací a manipulaci s trhem.¹³⁵ Směrnice současně doplňuje návrh nařízení o zneužívání trhu, který by měl zdokonalit stávající právní rámec a zpřísnit správní postihy. EU si od nové úpravy slibuje zefektivnění regulace insider tradingu díky odrazujícím účinkům přísnějších sankcí. Snad nová úprava naplní své cíle i v našich podmínkách a postup orgánů v případě manažera ČEZ zůstane ojedinělým excesem.

¹³⁵ *Evropská komise uveřejnila návrh nové evropské úpravy proti zneužívání trhu* [online]. Ministerstvo financí, 2011 [cit. 13. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kt_ochrana_kap_trhu_64901.html>

K ochraně před zneužitím trhu směřuje vedle opatření k ochraně vnitřních informací také **opatření k předcházení manipulaci s trhem**. ZPKT opět v návaznosti na směrnici MAD vymezuje manipulaci s trhem v ustanovení § 126 jednak pozitivně jako jednání způsobilé „zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce finančního nástroje, nebo jiným způsobem zkreslit kurz finančního nástroje“, jednak negativně taxativním výčtem jednání, která do rozsahu pojmu nespádají. Podle způsobu, jakým se lze manipulace s trhem dopustit, je možné vyčlenit čtyři typové skupiny chování: vytváření klamavých signálů pro trh, vytváření umělých cenových hladin, podvodná a úskočná jednání a rozšiřování nesprávné, klamavé nebo neúplné informace.¹³⁶ Zákon stanoví obecný zákaz manipulace s trhem, tedy jakéhokoli jednání naplňujícího znaky uvedené v legální definici. V úředním sdělení¹³⁷ ČNB podává výklad, jaké osoby lze považovat za manipulující. Řadí mezi ně i osobu podléhající z titulu svého postavení povinnosti odborné péče, která ale v důsledku nedodržení požadovaného standardu péče neodhalí nesprávnost, neúplnost či klamavost informací nebo potenciální manipulaci u obchodů či pokynů, jež provádí. Vzhledem k tomu, že je porušení zákazu sankcionováno správním, resp. za určitých okolností i trestním právem, musí banka zadávané pokyny svých zákazníků a uzavírané obchody posuzovat obzvlášť pečlivě, aby se takovému postihu vyhnula. Lze tak usuzovat, že součástí opatření k předcházení manipulace s trhem bude zavedení efektivního mechanismu minimalizujícího riziko manipulativního jednání ze strany zákazníků, resp. mechanismu, který takové chování včas odhalí. Jedině takovým přístupem může banka dostat požadavku odborné péče při poskytování investičních služeb.¹³⁸ Z rozhodovací praxe¹³⁹ vyplývá velmi přísný přístup dohledového orgánu, který od obchodníka s cennými papíry očekává přijetí natolik obezřetných opatření, která prakticky neumožní realizaci manipulativních pokynů zákazníků. V případě důvodného podezření, že určitý obchod může být manipulací s trhem, je banka povinna bez zbytečného odkladu informovat ČNB. ČNB, vědoma si obtížnosti posuzování

¹³⁶ Úřední sdělení ČNB ze dne 18. prosince 2009 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci (revidovaná verze z 27. ledna 2012), s. 17 an.

¹³⁷ Tamtéž, s. 18.

¹³⁸ KCP ve svém rozhodnutí KCP/32/2001 uvedla, že „obchodník s cennými papíry je povinen vynaložit odbornou péči, aby zjistil, zda splnění příkazu klienta povede k manipulaci či nikoliv“. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

¹³⁹ Srov. Rozhodovací praxe KCP/13/2003. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

manipulace s trhem i důvodnosti takového podezření, poskytla ve vyhlášce¹⁴⁰ povinným osobám určitý návod, jak v takových případech postupovat. Podezření musí vycházet nejen z naplnění znaků v legální definici, ale také z kritérií pro posuzování tržní manipulace uvedených v této vyhlášce, a být rozumně odůvodněno konkrétními okolnostmi obchodu.

ZPKT spolu s PravISV upravují i další povinnosti, jejichž společným cílem je naplnění zásady ochrany investora, konkrétně **ochrany jeho majetku**. Platí základní pravidlo, že pokud obchodník s cennými papíry drží, opatruje či spravuje aktiva patřící zákazníkovi za účelem dosažení výnosu nebo je za ně jakýmkoli způsobem zodpovědný, měl by pro ně zajistit řádnou ochranu, a to zejména segregací a identifikací těchto aktiv, případně i jinak, v souladu s odpovědností, kterou za ně převzal.¹⁴¹ Ustanovení § 2 odst. 1 písm. h) ZPKT vymezuje majetek zákazníka jako „*peněžní prostředky a investiční nástroje, které má obchodník s cennými papíry ve své moci za účelem poskytnutí investiční služby, a peněžní prostředky a investiční nástroje získané za tyto hodnoty pro zákazníka*“. Z legální definice tedy vyplývá, že zákaznickým majetkem nemohou být jiné věci nebo majetkové hodnoty než peněžní prostředky a investiční nástroje. Dalším pojmovým znakem je faktická moc obchodníka s cennými papíry nad takto vymezeným majetkem, tedy uvedené hodnoty mu jsou přímo svěřeny nebo k nim má dispoziční oprávnění, a to za účelem poskytnutí investiční služby zákazníkovi. Zákon zároveň z rozsahu vymezení zákaznického majetku výslovně vylučuje vklady podle BankZ¹⁴², o kterých účtuje bankovní obchodník s cennými papíry. Toto ustanovení může vyvolávat určité výkladové nejasnosti, neboť v případě bankovního obchodníka s cennými papíry nemusí být úplně jednoznačné, kdy posuzovat svěřené peněžní prostředky jako vklad v režimu BankZ a kdy jako majetek zákazníka ve smyslu ZPKT. Domnívám se, že při posuzování charakteru vložených prostředků hraje klíčovou roli účel, za jakým ke svěřením peněžních prostředků došlo. Zatímco v případě vkladu v režimu BankZ se banka zavazuje vyplatit částku odpovídající výši vložených prostředků, v režimu ZPKT se zavazuje s těmito prostředky

¹⁴⁰ Vyhláška č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci, ve znění vyhlášky č. 191/2001 Sb.

¹⁴¹ OdbP, s. 16.

¹⁴² Ve smyslu ustanovení § 1 odst. 2 písm. a) BankZ se vkladem rozumí „*svěřené peněžní prostředky, které představují závazek vůči vkladateli na jejich výplatu*“.

nakládat dohodnutým způsobem na účet zákazníka v rámci poskytování investičních služeb. Bankovní obchodník s cennými papíry by tedy měl rozlišovat, zda přijímá peněžní prostředky jako vklady, přičemž tyto nebudou majetkem zákazníka ve smyslu ZPKT, nebo jako peněžní prostředky za účelem poskytnutí investiční služby, ohledně kterých bude muset plnit povinnosti vztahující se k majetku zákazníka podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.¹⁴³

Obchodník s cennými papíry musí vést řádnou evidenci majetku zákazníků, a to takovým způsobem, aby mohl kdykoliv odlišit aktiva držená pro jednoho zákazníka od aktiv jiných zákazníků a samozřejmě i od svého vlastního majetku. V této souvislosti má ještě povinnost zavést účinná organizační opatření, která povedou k minimalizaci rizika ztráty nebo znehodnocení majetku zákazníka v důsledku zneužití majetku zákazníka, podvodu, špatné správy, nedostatečné evidence nebo nedbalosti.¹⁴⁴ Za účelem ochrany majetku zákazníka se bance ukládá povinnost zavést při nakládání s investičními nástroji zákazníka opatření k ochraně jeho vlastnického práva, zejména pro případ úpadku obchodníka s cennými papíry, a k vyloučení použití investičních nástrojů zákazníka k obchodům na vlastní účet nebo na účet jiného zákazníka. Obchodník s cennými papíry může investiční nástroje svého zákazníka použít k obchodu na vlastní nebo cizí účet pouze s jeho předchozím výslovným souhlasem.¹⁴⁵ Obchodník s cennými papíry také musí zabezpečit, aby peněžní prostředky zákazníka nebyly použity k obchodům na vlastní účet nebo na účet jiného zákazníka. Zákon stanoví, že se tato povinnost nevztahuje na vklady u bankovního obchodníka s cennými papíry. S ohledem na výše uvedenou domněnku usuzuji, že úmyslem zákonodárce je vyloučit opravdu pouze případy, kdy se jedná o vklad ve smyslu BankZ a nikoli o peněžní prostředky svěřené bance za účelem poskytnutí investiční služby. Nicméně, lze se setkat i s odlišným názorem, podle kterého se tato povinnost nevztahuje na bankovního obchodníka s cennými papíry jako takového.¹⁴⁶

¹⁴³ Shodně PIHERA, Vlastimil; SMUTNÝ, Aleš; SÝKORA, Pavel. *Zákon o bankách: komentář*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-389-9, s. 16 a násl.

¹⁴⁴ § 12c ZPKT, § 5 PravISV.

¹⁴⁵ § 12e ZPKT.

¹⁴⁶ Srov. HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 186.

Banka jako obchodník s cennými papíry dále musí vést v elektronické podobě **deník**,¹⁴⁷ ve kterém se evidují přijaté pokyny k obstarání převodu investičních nástrojů a obchodů uzavřených na základě těchto pokynů a také obchodů uzavřených obchodníkem s cennými papíry na vlastní účet.

ZPKT zakotvuje za účelem zajištění co nejvyšší míry ochrany zákazníka i kapitálového trhu všeobecný požadavek na **odborné kvality personálního vybavení** obchodníka s cennými papíry, které musí odpovídat povaze, složitosti a rozsahu jím prováděných činností.¹⁴⁸ Banka musí zabezpečit, aby osoby, pomocí kterých provádí své činnosti, byly důvěryhodné a měly znalosti a zkušenosti nezbytné pro plnění jim přidělených činností. Zákon současně zmocňuje ČNB, aby pro výkon některých činností těmito osobami vymezila rozsah potřebných znalostí a zkušeností a požadavky na jejich prokázání. ČNB tak činí prováděcím právním předpisem ve formě vyhlášky.¹⁴⁹ Očekává se, že obchodník s cennými papíry při plnění výše uvedené povinnosti využije pomůcku v podobě úředního sdělení ČNB¹⁵⁰, ve kterém jsou blíže vysvětleny některé tematické oblasti potřebných znalostí.

Závěrem lze konstatovat, že pravidla obezřetného podnikání kladou vysoké nároky nejen na samotné jednání při provádění obchodů, ale především na organizaci a provoz banky, které s činností banky úzce souvisí. Snaží se tak zajistit nejen stabilitu a bezpečnost banky a ochránit její zákazníky, ale také stabilitu a důvěryhodnost samotného finančního trhu. Nicméně k dosažení cílů regulace samozřejmě nestačí pouhé zakotvení přísných pravidel v právních předpisech, k tomu je potřeba fungující systém dohledu nad jejich dodržováním. V tomto směru je role ČNB nepostradatelná.

¹⁴⁷ Na základě zákonného zmocnění v ustanovení § 13 ZPKT upravuje způsob vedení a náležitosti deníku vyhláška č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele. Je nutné dodat, že právní úprava deníku není obsažena pouze v ZPKT a uvedené vyhláše, ale také v nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice MiFID, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále jen „PN-MiFID“).

¹⁴⁸ Viz § 14 ZPKT.

¹⁴⁹ Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

¹⁵⁰ *Úřední sdělení ČNB ze dne 16. června 2009, k rozsahu potřebných znalostí osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry a další osoby své činnosti*[online]. ČNB, 2010 [cit. 20. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

3.4.2. Pravidla jednání se zákazníky

Zatímco pravidla obezřetného podnikání se zaměřují především na ochranu kapitálového trhu samotného a k ochraně investorů tak přispívají spíše zprostředkovaně, pravidla jednání se zákazníky směřují k přímé ochraně investorů. Regulace v této oblasti vychází z existence informační asymetrie, tedy jinými slovy z toho, že se na kapitálovém trhu setkávají osoby, které jsou v poněkud nerovném postavení z hlediska svých odborných znalostí a profesionálního vybavení.¹⁵¹

Než přistoupím k samotné problematice jednání se zákazníky, považuji za nezbytné nastínit základy institutu kategorizace zákazníků, od kterého se následně odvíjí rozsah aplikace jednotlivých pravidel a úroveň jejich ochrany. Zákon v souladu se svou evropskou předlohou MiFID provádí kategorizaci zákazníků s cílem zajistit každé skupině zákazníků adekvátní ochranu bez nadbytečného zatěžování poskytovatele investičních služeb.¹⁵² Tento přístup je vyjádřením určité flexibility v rámci uplatňování veřejného zájmu na ochraně investora.¹⁵³ V právní úpravě se rozlišují dva základní typy zákazníků, a to profesionální zákazník a zákazník, který není profesionálním zákazníkem.¹⁵⁴ Zákon přímo vymezuje osoby, které jsou profesionálními zákazníky, s tím, že ostatní osoby automaticky spadají do druhé skupiny. Vůči první uvedené skupině se pravidla jednání uplatní jen v omezené míře, zákazníkům z této skupiny je tak zajištěna nejnižší míra ochrany. V rámci skupiny profesionálních zákazníků je ještě možné vyčlenit další skupinu – jedná se o tzv. způsobilé protistrany. Zákon je sice výslovně jako zákazníky neoznačuje, nicméně z preambule MiFID vyplývá, že za ně mají být považovány.¹⁵⁵ Vzhledem k tomu, že vůči profesionálnímu zákazníkovi v postavení způsobilé protistrany nemá banka vůbec povinnost plnit pravidla jednání se zákazníky, omezuje se poskytovaná ochrana na pouhé zjištění informací o této osobě a oznámení o jejím zařazení do této skupiny. Ve vztahu k profesionálnímu zákazníkovi se uplatní několik zákonných domněnek - především se předpokládá, že má dostatečné

¹⁵¹ OdbP, s. 12.

¹⁵² V říjnu loňského roku byl v reakci na krizi zveřejněn návrh na revizi směrnice MiFID (tzv. MiFID II), který mění současný koncept kategorizace zákazníků a podstatně zvyšuje míru ochrany poskytované profesionálním zákazníkům i způsobilé protistraně.

¹⁵³ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 34.

¹⁵⁴ § 2a až § 2d ZPKT.

¹⁵⁵ Viz recitál (40) MiFID.

odborné znalosti a zkušenosti v oblasti investic k tomu, aby činil vlastní investiční rozhodnutí a vyhodnocoval rizika, která podstupuje v souvislosti s investiční službou nebo obchodem s investičním nástrojem. U profesionálního zákazníka uvedeného v ustanovení § 2a odst. 1 a 2 ZPKT se pro účely poskytování investičního poradenství presumuje finanční zázemí dostatečné k tomu, aby podstupoval související investiční rizika, odpovídající jeho investičním cílům. Naopak osoba, která byla zařazena jako neprofesionální zákazník, požívá ochrany poskytované pravidly jednání v plné míře.

Zařazení zákazníka do některé z uvedených kategorií ale rozhodně není definitivní a neměnné. Zákazník má v podstatě neomezenou možnost požádat banku, aby s ním zacházela jako se zákazníkem z jiné kategorie. Pokud ale má být úroveň jeho ochrany snížena, nemá zákazník na vyhovění takové žádosti právní nárok a rozhodnutí je čistě na uvážení banky. Stejně tak má i banka možnost změnit režim poskytované ochrany a zákazníka přeargovat do jiné skupiny, nicméně v tomto případě může být míra ochrany pouze zvýšena.

Regulace pravidel jednání se zákazníky je soustředěna především v ZPKT s tím, že mnohá z nich jsou podrobněji rozvedena ve PrávISV. Východisko pravidel jednání se zákazníky představuje ustanovení § 15 odst. 1 ZPKT, které ukládá obchodníkovi s cennými papíry obecnou povinnost jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků. Jako obecná zásada prostupuje dalšími povinnostmi stanovenými v rámci pravidel jednání se zákazníky a jeho porušení se posuzuje jako správní delikt ve smyslu ustanovení § 157 odst. 2 ZPKT. Současně má coby generální klauzule podpůrnou povahu a lze ho tedy použít tam, kde nežádoucí chování obchodníka s cennými papíry vůči jeho zákazníkům nelze postihnout podle jiných právních norem. Kvalifikované, čestné a spravedlivé jednání a nejlepší zájem zákazníků jsou neurčité právní pojmy, které nelze definovat vyčerpávajícím způsobem a vymezení jejich obsahu je ponecháno na uvážení dohledového, resp. jiného příslušného orgánu, který v konkrétním případě hodnotí soulad jednání se zákonnými požadavky. Zákon mu tak dává při posuzování prostor pro individuální přístup se zohledněním konkrétních okolností případu. Vzhledem k povaze výchozího principu jednání se zákazníky ho lze považovat za určitou konkretizaci požadavku odborné péče ve vztahu k zákazníkům a v tomto světle je třeba jeho obsah interpretovat.

Základní maxima je dále doplněna zákazem pobídek, které mohou vést k porušení tohoto principu. Zákon těmito tzv. nepřipustnými pobídkami při poskytování investičních služeb rozumí přijetí, nabídku nebo poskytnutí poplatku, odměny nebo nepeněžité výhody, která může vést k porušení obecného principu jednání se zákazníky.¹⁵⁶ Vzhledem k tomu, že takové pobídky představují ve své podstatě střet zájmů *sui generis*, zákon je výslovně zakazuje. Samozřejmě nelze všechny pobídky kvalifikovat jako ohrožení zájmů zákazníků, proto ČNB stanovila na základě zákonného zmocnění kritéria pro určení přípustných pobídek ve PraviSV.¹⁵⁷ Je zřejmé, že posouzení přípustnosti pobídky není v některých případech úplně jednoduché, banka bude muset k této otázce přistupovat velice opatrně a pečlivě sledovat dodržení výchozího principu jednání se zákazníky.

Základní princip jednání se zákazníky je v dalších ustanoveních upřesněn konkrétními povinnostmi¹⁵⁸ ohledně způsobu chování ve vztahu k zákazníkům, které lze shrnout do následujících oblastí:

- komunikace se zákazníky;
- informování zákazníků;
- vyžadování informací od zákazníka;
- provádění pokynů za nejlepších podmínek;
- zpracování pokynů;
- informace o pokynech a stavu majetku zákazníka.

Je třeba dodat, že banka musí dodržovat pravidla jednání se zákazníky nejen vůči svému zákazníkovi, ale také ve vztahu k potenciálnímu zákazníkovi, tedy k osobě, která zatím zákazníkem není, ale může se jím stát.¹⁵⁹

Pravidla týkající se první uvedené oblasti¹⁶⁰ se vztahují na jakoukoli **komunikaci** se zákazníky, včetně osobního jednání nebo propagačního sdělení,

¹⁵⁶ Viz § 15 odst. 3 ZPKT.

¹⁵⁷ § 15 PraviSV.

¹⁵⁸ Vztah generální klauzule k tomuto výčtu povinností je vztahem obecného ke speciálnímu. Viz *Konzultační materiál ke směrnici o trzích s finančními nástroji (tzv. MiFID (I)): Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům* [online] Ministerstvo financí, 2006 [cit. 15. 11. 2012]. Dostupné z WWW:

<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultacni_material_MF-MiFID-zari2006_A.pdf.pdf>

¹⁵⁹ S výjimkou povinností stanovených v § 15d odst. 1 písm. h) a § 15g.

pochopitelně za podmínky, že se týká investičních služeb nebo investičních nástrojů. Ustanovení § 15a odst. 1 ZPKT konstruuje obecný postulát pro komunikaci se zákazníky, podle kterého banka nesmí používat nejasné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé informace. Zákon za klamavou informaci¹⁶¹ považuje informaci způsobilou vyvolat klamnou představu o předmětu, jehož se týká. Zdůrazňuje se tak potenciál příslušné informace vyvolat jiný než pravdivý dojem, klamat o svém obsahu, o vlastnostech či schopnostech určitého subjektu, investičního nástroje nebo o jiné skutečnosti.¹⁶² Klamavou informací nemusí být vždycky jen lživá informace, ale i pravdivá, pokud vzhledem k souvislosti, v níž byla použita, může uvést v omyl. Při posuzování klamavosti určité informace hraje důležitou roli vedle způsobu a formy vyjádření i okruh osob, kterým je určena. Zákon v tomto směru bance výslovně ukládá, aby při plnění pravidel komunikace se zákazníky přihlížela k tomu, jak by vysvětlení, propagaci nebo jinou informaci vnímala osoba s průměrnou intelektuální úrovní, obezřetností a rozpoznávací schopností v postavení zákazníka.¹⁶³ Jedná se o výkladové pravidlo tzv. testu běžného investora¹⁶⁴, které bylo zavedeno s ohledem na požadavek unijního práva, aby informace poskytované v rámci komunikace se zákazníky byly „dostačující a prezentovány způsobem, o němž lze předpokládat, že mu porozumí průměrný příslušník skupiny, které jsou určeny nebo která se pravděpodobně stane jejich příjemcem.“¹⁶⁵ Pojem běžný investor v žádném případě nepředstavuje další kategorii zákazníků. Nikdo jako běžný investor per se neexistuje, o běžném investorovi lze mluvit pouze ve vztahu ke konkrétnímu investičnímu nástroji či službě.¹⁶⁶ Domnívám se, že díky ustanovení, kterým byla provedena transpozice výše citovaného

¹⁶⁰ Úprava komunikace se zákazníky je transpozicí obecné úpravy v MiFID, včetně PS-MiFID.

¹⁶¹ Viz § 2 odst. 1 písm. g) ZPKT.

¹⁶² HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 27.

¹⁶³ § 15c ZPKT.

¹⁶⁴ Pojem běžného investora byl rozveden již dříve správní judikaturou KCP, která ho vymezila jako rozumnou osobu, která pravidelně obchoduje na trhu s předmětným druhem investičních nástrojů, přičemž není rozhodné, zda se jedná o profesionála či laika, neboť stěžejní je prvek pravidelnosti (jako výraz určité zkušenosti) a rozumnosti (ustupují tedy prvky iracionality v investičním rozhodování). Viz KCP/7/2002.

¹⁶⁵ Čl. 27 odst. 2 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 (dále jen „PS-MiFID“).

¹⁶⁶ *Konzultační materiál ke směrnici o trzích s finančními nástroji (tzv. MiFID (I.): Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům* [online] Ministerstvo financí, 2006 [cit. 15. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultacni_material_MF-MiFID-zari2006_A.pdf>

ustanovení PS-MiFID, by mohla vyvolávat mylný dojem, že běžný investor je jakýsi průměrný reprezentant celé široké veřejnosti. Nicméně při dodržení eurokonformního výkladu se nepochybně dospěje k závěru, že běžný investor je průměrným příslušníkem skupiny, které je určena nebo která pravděpodobně bude příjemcem vysvětlení, propagace nebo jiné informace poskytované bankou.¹⁶⁷ Lze tedy shrnout, že banka může ve styku se zákazníkem důvodně předpokládat, že jedná s osobou, která je nadána průměrnou inteligencí, běžnou pečlivostí a opatrností, přičemž pro takové posouzení je třeba vzít v úvahu povahu investiční služby, výsledek zařazení zákazníka (tedy zda je profesionálním či neprofesionálním zákazníkem), zvolený prostředek komunikace i skutečnost, zda je informace určena zákazníkovi nebo jiné osobě, kterými by mohla být pravděpodobně využita.¹⁶⁸

Výše uvedený obecný zákaz klamavosti upřesňuje základní požadavky, které je třeba dodržovat při komunikaci s neprofesionálním zákazníkem. Jejich cílem je jednak umožnit zákazníkovi získat základní údaje¹⁶⁹ o bance jakožto obchodníkovi s cennými papíry, a jednak zajistit způsob komunikace, který zákazníka neuvede v omyl. Obsah komunikace by měl zákazníkovi podávat přesný, dostačující úplný obraz o poskytované investiční službě, resp. investičním nástroji, o jejích výnosech či výhodách a podstatných rizicích s ní spojených. Zákon explicitně zakazuje zastírání, zlehčování nebo zamlčování důležitých skutečností, informací či upozornění.¹⁷⁰ Z úpravy povinností je patrný její smysl, a to poskytnout neprofesionálnímu zákazníkovi srozumitelný, vyvážený a plnohodnotný přehled všech skutečností významných pro jeho investiční rozhodnutí.

¹⁶⁷ K obsahu pojmu běžného investora jako průměrného člena určité skupiny se vyjádřila i judikatura SDEU. Srov. rozhodnutí SDEU C-210/1996 ze dne 16. července 1998 ve věci Gut Springenheide GmbH und Rudolf Tusky v Oberkreisdirektor des Kreises Steinfurt- Amt für Lebensmittelüberwachung. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 15. 11. 2012]. Dostupné z WWW: < <http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm> >

¹⁶⁸ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 206.

¹⁶⁹ Těmito údaji jsou ve smyslu ustanovení § 2 odst. 1 písm. j) ZPKT obchodní firma, sídlo a identifikační číslo.

¹⁷⁰ PravISV stanoví konkrétní požadavky na obsah a způsob podání informace neprofesionálnímu zákazníkovi v případě srovnání investičních služeb, investičních nástrojů nebo osob poskytujících investiční služby, údajů o výkonnosti v minulosti, simulace minulého výkonu, údajů o budoucí výkonnosti, zdanění a informací o dohledovém orgánu (§ 17 PravISV).

V rámci pravidel v oblasti **informování** zákazníků¹⁷¹ upravuje zákon katalog informací, které je banka povinna stávajícím i potenciálním zákazníkům sdělit.¹⁷² Cílem této informační povinnosti je poskytnout zákazníkovi dostatečné množství relevantních informací a umožnit mu učinit na základě takto získaných dat investiční rozhodnutí.¹⁷³ Z tohoto důvodu se obsah, rozsah a způsob informování zákazníka odvíjí nejen od výsledku jeho zařazení do některé z kategorií zákazníků, ale také od jeho znalostí a povahy a vlastností investičního nástroje, resp. obchodu, jehož se poskytovaná služba týká. Jedině tak může zákazník získat adekvátní přehled údajů důležitých k informovanému rozhodnutí, zda dá pokyn k provedení zamýšleného obchodu nebo zda vůbec využije nabízených investičních služeb. Banka může dostát svým povinnostem v oblasti informování zákazníka pouze tak, že při poskytování informací zohlední specifika každého zákazníka, resp. toho kterého obchodu.¹⁷⁴ Závěrem je třeba připomenout, že v jednotlivých pravidlech informování zákazníka se pochopitelně odráží výše zmíněná kategorizace zákazníků, která redukuje úroveň informací, které jsou poskytovány profesionálnímu zákazníkovi.¹⁷⁵

Pravidla **vyžadování informací od zákazníka** jsou založena na zásadě „poznej svého zákazníka“ (know your customer). Vzhledem k tomu, že tato povinnost se ještě štěpí v závislosti na druhu hlavní investiční služby, zavedly se tak dva režimy s odlišnými požadavky na míru informací v závislosti na tom, obsahuje-li hlavní investiční služba poradenský prvek či nikoli.¹⁷⁶

Ustanovení § 15h ZPKT upravuje povinnosti banky pro zjišťování potřeb zákazníka při poskytování investičního poradenství a obhospodařování majetku,¹⁷⁷ tedy hlavních investičních služeb s poradenským prvkem. V tomto režimu se uplatňuje

¹⁷¹ Informace musí být zákazníkovi poskytnuty v dostatečném časovém předstihu a to buď v listinné podobě, nebo na trvalém nosiči dat.

¹⁷² Podrobnější obsah těchto informací je tradičně stanoven PravISV.

¹⁷³ Viz čl. 19 odst. 3 MiFID.

¹⁷⁴ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9 s. 210.

¹⁷⁵ Viz § 15g ZPKT.

¹⁷⁶ *Konzultační materiál ke směrnici o trzích s finančními nástroji (tzv. MiFID (I)): Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům* [online] Ministerstvo financí, 2006 [cit. 15. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultační_materiál_MF-MiFID-zari2006_A_.pdf>

¹⁷⁷ Jedná se o hlavní investiční služby podle ustanovení § 4 odst. 2 písm. d) a e) ZPKT.

tzv. test vhodnosti (suitability test), jehož smyslem je získání nezbytných informací¹⁷⁸ o zákazníkovi v takovém rozsahu, aby banka porozuměla podstatným skutečnostem o něm a mohla se tak důvodně domnívat, že s ohledem na druh a rozsah služeb požadovaných služeb jsou konkrétní obchod, investiční nástroj nebo hlavní investiční služby pro zákazníka vhodné. Z úpravy testu vhodnosti vyplývá, že smyslem není pouze pasivní sběr různých informací o zákazníkovi a jeho finančních poměrech, naopak získané informace je nutné pečlivě hodnotit a vytvořit tak investiční profil zákazníka potřebný k doporučení vhodného obchodu, investiční služby či investičního nástroje. Jedině takový přístup bude v souladu s požadavkem odborné péče.¹⁷⁹

Celkem pochopitelně se nabízí otázka, jak má banka postupovat v případě, kdy se jí z různých důvodů¹⁸⁰ nepodaří získat potřebné informace, nebo je sice získá, ale po pečlivém zhodnocení dospěje k závěru, že poskytnutí hlavní investiční služby, rady nebo provedení obchodu neodpovídá finančnímu zázemí zákazníka, jeho investičním cílům či odborným znalostem a zkušenostem potřebným k pochopení souvisejících rizik. Zákon s takovou situací našťěstí počítá a bance v takových případech zakazuje doporučit hlavní investiční službu, poskytnout radu ohledně investičního nástroje nebo provést obchod s investičním nástrojem.

Ustanovení § 15i ZPKT stanoví povinnosti banky pro zjišťování potřeb zákazníka při poskytování hlavních investičních služeb bez poradenského prvku. Banka musí získat informace, které jí umožní posoudit, zda zvažovaná hlavní investiční služba, investiční nástroj nebo obchod jsou pro zákazníka přiměřené, tedy provést tzv. test přiměřenosti (appropriateness test). V rámci tohoto testu má banka povinnost požádat zákazníka o informace o jeho odborných znalostech a zkušenostech v oblasti investic.¹⁸¹ Tedy zatímco v režimu investičních služeb s poradenským prvkem je zakotven

¹⁷⁸ Informace o jeho odborných znalostech a zkušenostech v oblasti investic, finančním zázemí a investičních cílech.

¹⁷⁹ Srov. rozhodovací praxe KCP/14/2005: „Pokud obchodník s cennými papíry vyžaduje informace od zákazníků o jejich zkušenostech, finanční situaci a záměrech, ale tyto údaje nevyhodnotí a nezvolí na jejich základě vhodnou strategii, jedná v rozporu se zákonem.“

¹⁸⁰ Např. zákazník odmítne příslušné informace poskytnout, podá zjevně neúplné, nepřesné nebo nepravdivé informace...

¹⁸¹ Výjimkou z jinak povinného testu přiměřenosti je tzv. execution only. Banka nemusí provádět test přiměřenosti při provádění hlavní investiční služby, která spočívá výlučně v přijímání a předávání pokynů a/nebo v provádění pokynů, popř. se související doplňkovou investiční službou, pokud splní podmínky uvedené v ustanovení § 15k ZPKT.

požadavek příslušné informace získat, zde je povinnost omezena na pouhé požádání o tyto informace. Logicky o ně musí požádat v takovém rozsahu, který mu umožní vyhodnotit, zda má zákazník potřebné odborné znalosti a zkušenosti pro pochopení rizik spojených s nabízenou nebo poptávanou hlavní investiční službou, investičním nástrojem či obchodem. Přiměřenost je tedy dána, pokud má zákazník znalosti a zkušenosti potřebné k tomu, aby porozuměl souvisejícím rizikům.¹⁸² Pokud banka na základě získaných informací dospěje k závěru, že zvažovaná hlavní investiční služba, investiční nástroj či obchod nejsou přiměřené, je na takové zjištění povinna zákazníka upozornit. V případě, že zákazník požadované informace odmítne poskytnout nebo je neposkytne v nezbytném rozsahu, banka zákazníka poučí o tom, že při takovém postoji není schopna vyhodnotit přiměřenost zvažované hlavní investiční služby, investičního nástroje či obchodu. S ohledem na výše uvedené lze říci, že v případě testu přiměřenosti není poskytnutí hlavní investiční služby podmíněno získáním příslušných informací, a na rozdíl od testu vhodnosti tak ke splnění zákonné povinnosti postačí se o získání informací alespoň pokusit, tedy požádat o ně.

Pro oba uvedené režimy platí zákaz nabádat zákazníka k nepodávání příslušných informací. Dále je stanovena vyvratitelná právní domněnka, že banka může vycházet ze spolehlivosti informací poskytnutých zákazníkem, ledaže věděla nebo vědět měla, že takové informace jsou zjevně neúplné, nepřesné nebo nepravdivé.

V rámci pravidel jednání se zákazníky je dále zakotvena povinnost provádět **pokyny zákazníka za nejlepších podmínek** (tzv. povinnost best execution).¹⁸³ Evropská úprava uvádí tento požadavek jako povinnost učinit všechny rozumné kroky k tomu, aby se dosáhlo pro zákazníka nejlepšího možného výsledku.¹⁸⁴ Český zákonodárce ale při transpozici tento požadavek formuloval poněkud odlišně, a to jako absolutní povinnost provádět pokyny za nejlepších podmínek. Nicméně ve světle směrnice MiFID a s přihlédnutím ke smyslu úpravy a dalším ustanovením ZPKT lze dospět k závěru, že ve skutečnosti je cílem požadavku best execution zavedení a uplatňování mechanismu (pravidel a postupů), který zajistí dosažení nejlepšího

¹⁸² Čl. 35 odst. 1 PS-MiFID.

¹⁸³ § 151 ZPKT.

¹⁸⁴ Čl. 21 odst. 1 MiFID.

možného výsledku.¹⁸⁵ K zajištění požadavku best execution zákon ukládá zavést a udržovat organizační uspořádání a pravidla pro provádění pokynů zákazníků (tzv. execution policy).¹⁸⁶ Při konstituování vnitřního předpisu obsahujícího pravidla pro provádění pokynů zákazníků musí banka přihlížet ke kritériím povahy zákazníka (zejména jeho zařazení), povahy jeho pokynu, povahy a vlastností předmětného investičního nástroje a povahy dostupných převodních míst, a zohlednit předepsané faktory (cenu dosažitelnou na převodním místě, celkový objem účtovaných poplatků, rychlost realizace pokynu, objem požadovaného obchodu atd.).¹⁸⁷ V těchto pravidlech musí banka ještě určit relativní důležitost vybraných faktorů nebo způsob jejího určení a uvést podstatné informace o převodních místech, na kterých se pokyny zákazníků provádí. Zákonodárce pochopitelně neočekává, že banka bude mít přístup ke všem existujícím převodním místům, ale vyžaduje, aby banka svůj výběr v tomto směru v pravidlech odůvodnila. Vzhledem k tomu, že zákon vyžaduje předchozí souhlas zákazníka s pravidly provádění pokynů, která banka zavedla v rámci plnění povinnosti best execution, předpokládá se důkladné seznámení zákazníka s obsahem těchto pravidel.

Je třeba říci, že dodržení požadavku best execution rozhodně neznamená provádět obchody v rozporu s příkazy zákazníka s poukazem na nevýhodnost realizace takových příkazů.¹⁸⁸ Právní úprava proto reflektuje skutečnost, že zákazník má často své specifické požadavky na provedení pokynu a odlišný názor na jeho vhodnost než banka, a stanoví pro tento případný konflikt řešení v podobě přednosti instrukcí zákazníka. Banka se tak může odchýlit od povinnosti best execution, ale samozřejmě pouze v mezích stanoveným příkazem zákazníka. S ohledem na obecnou povinnost jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků usuzují, že by

¹⁸⁵ Čl. 21 odst. 2 MiFID.

¹⁸⁶ Z unijní úpravy transponované v ustanovení § 15l ZPKT vyplývají tři základní kroky, které banka musí učinit pro tvorbu a uplatňování těchto pravidel. Za prvé se musí rozhodnout, které faktory ovlivňující výsledek realizace pokynu upřednostní pro konkrétní kategorii či skupinu zákazníků nebo pro konkrétního zákazníka. Za druhé je třeba provést analýzu dostupných převodních míst tak, aby vybrala ta převodní místa, která povedou ke splnění povinnosti best execution. Za třetí musí průběžně sledovat účinnost organizačního uspořádání a pravidel za účelem zjištění a nápravy případných nedostatků. HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 231.

¹⁸⁷ § 15l odst. 1 písm. a) až h) ZPKT.

¹⁸⁸ Srov. rozhodovací praxe KCP/1/2005.

banka v těchto situacích měla zákazníka upozornit na případnou nevýhodnost realizace pokynu, na jehož provedení navzdory odlišným doporučení banky trvá. Banka v žádném případě nesmí využívat principu přednosti instrukcí zákazníka k tomu, aby se vyhnula svým povinnostem vyplývajícím z požadavku best execution. Zákon proto bance výslovně zakazuje, aby zákazníky k podání takových příkazů vybízela, ať už přímo nebo nepřímo. Banka navíc musí na základě žádosti zákazníka doložit, že jeho pokyny provedla v souladu s pravidly pro provádění pokynů.

Úplně jinou situaci než výše popsany případ však představují pokyny zákazníka, které směřují k manipulaci s trhem. Banka musí v souladu s požadavkem odborné péče a obezřetnosti provedení těchto pokynů i přes jejich případnou výhodnost odmítnout.¹⁸⁹ Princip ochrany před zneužitím trhu tak má přednost před individuálním zájmem konkrétního zákazníka.

Požadavek best execution se netýká pouze hlavní investiční služby provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka, třebaže formulace „provádění pokynů za nejlepších podmínek“ může k takovému výkladu svádět. Zákon sám pro jistotu dodává, že se povinnosti vyplývající z požadavku best execution vztahují také na poskytování dalších hlavních investičních služeb, jejichž faktickou náplní je provádění pokynů. Jmenovitě se jedná o hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, je-li poskytována zákazníkovi, a obhospodařování majetku.

S prováděním pokynů úzce souvisí také **zpracování pokynů**. Zákon bance ukládá realizovat pokyny zákazníka ve vztahu k pokynům ostatních zákazníků nebo pokynům na vlastní účet spravedlivě a bez zbytečných průtahů, přičemž za účelem splnění tohoto požadavku je banka povinna zavést a udržovat pravidla pro zpracování pokynů.¹⁹⁰ Tato pravidla musí zajišťovat především neprodlené a přesné zaznamenávání přijetí a provedení pokynů a zpracování srovnatelných pokynů zásadně podle časové priority, řádné vypořádání provedeného pokynu a pravidla pro sdružování pokynů.

¹⁸⁹ Už KCP se ve svém rozhodnutí KCP/21/2001 vyjadřovala ke střetu zájmu zákazníka a zájmu na čistotě a transparentnosti kapitálového trhu, který vyřešila ve prospěch ochrany kapitálového trhu.

¹⁹⁰ § 15o ZPKT.

Právní úprava bere v potaz hrozbu možného střetu zájmu při provádění a zpracování pokynů, proto v ustanovení § 15p ZPKT explicitně zakazuje jednání zakládající tzv. front running, tedy využívání informací týkajících se neprovedených pokynů k vlastním obchodům. Je zde patrná úzká souvislost této problematiky s ochranou vnitřních informací.¹⁹¹ Informace o neprovedených pokynech mohou mít povahu vnitřních informací, nicméně k uplatnění ochrany před zneužíváním informací ve smyslu výše uvedeného ustanovení to není nezbytné. Lze tedy shrnout, že toto ustanovení ve svém důsledku rozšiřuje ochranu proti zneužívání informací na veškeré informace o neprovedených pokynech, bez ohledu na to, zda jsou či nejsou vnitřními informacemi.¹⁹² Zákon bance za účelem ochrany zájmů zákazníků, potažmo důvěryhodnosti kapitálového trhu ukládá učinit veškeré přiměřené kroky k tomu, aby zabránila osobám se zvláštním vztahem k bance¹⁹³ zneužít informace týkající se neprovedených pokynů.

O provedeném pokynu je banka povinna zákazníka informovat ve stanovené lhůtě.¹⁹⁴ Tato povinnost se vztahuje také na informaci o stav vyřizování dosud neprovedeného pokynu, pokud o ni zákazník požádá. Obdobně je formulována povinnost informovat zákazníky o stavu peněžních prostředků a investičních nástrojů, které jsou majetkem zákazníka. V případě poskytování investiční služby obhospodařování majetku se tato informační povinnost vztahuje také na obchody, které banka pro zákazníky uzavřela.

4. Emisní obchody

Emisní obchody obecně představují jednu ze základních a nejvýznamnějších služeb poskytovaných v rámci investičního bankovníctví. Pro komplexní výklad považuji za nezbytné objasnit jejich podstatu a nastínit běžný postup při provádění emisních obchodů.

¹⁹¹ Více k institutu ochrany vnitřních informací v kapitole 3.4.1.

¹⁹² Srov. důvodová zpráva k zákonu č. 230/2008 Sb. zvláštní část k § 15p.

¹⁹³ Pojem osoby se zvláštním vztahem je vymezen v ustanovení § 2 odst. 1 písm. c) ZPKT.

¹⁹⁴ Lhůty k plnění těchto informačních povinností vůči zákazníkům jsou stanoveny v PravISV.

4.1. Pojem a podstata emisních obchodů

Podnikatelské subjekty a vlády mohou volit různé způsoby získávání zdrojů k financování svého rozvoje, přičemž se nejčastěji rozhodují mezi dvěma základními způsoby, a to bankovními úvěry a vydáváním cenných papírů na kapitálových trzích. Vydávání (emise) cenných papírů tedy slouží k obstarávání finančních prostředků a představuje tak základní alternativu k bankovnímu úvěru. Ekonomický princip tohoto způsobu financování spočívá v tom, že deficitní subjekt vydává různé druhy cenných papírů, které nakupují přebytkové subjekty, a tím dochází k alokaci volných finančních prostředků. Emise cenných papírů je spojena s vysokými nároky na dostatečné znalosti v právní, účetní i ekonomické oblasti a široké kontakty na investory. Emitent tak musí pečlivě zvážit, zda zvládne veškeré přípravné práce, ocenění, vydání a vlastní umístění cenných papírů na kapitálový trh sám, anebo raději využije služeb emisních zprostředkovatelů. Z tohoto hlediska se v teorii rozlišují dva základní druhy emisí, a to vlastní a cizí. Jak můžeme dovodit z jejich pojmenování, vlastní emisi zajišťuje sám emitent cenných papírů, zatímco cizí emise je realizována za pomoci emisních zprostředkovatelů. Náročnost emise vede emitenta většinou k rozhodnutí obrátit se na emisního zprostředkovatele, jehož funkci plní v evropských podmínkách zejména univerzální banky.¹⁹⁵

Obecně lze emisní obchody vymežit jako druh investičních obchodů spočívajících v obstarávání vydávání cenných papírů emisním zprostředkovatelem, který zabezpečuje emisní poradenství, vyhotovení emisního prospektu, registraci emise, vytvoření emisního konsorcia, umístění cenných papírů a podporu obchodování emitovaných cenných papírů.¹⁹⁶ Někteří zahraniční autoři zahrnují do emisních obchodů nejen emise cizí, ale i vlastní, a vymezují tak pojem jako vydávání cenných papírů a jejich umístění emitentem nebo prostřednictvím třetí osoby.¹⁹⁷ Zastávám názor, že

¹⁹⁵ Emisním zprostředkovatelem může být nejen univerzální banka, ale i investiční banky, resp. nebankovní obchodníci s cennými papíry.

¹⁹⁶ ULRICH, Milan a PFEIFEROVÁ, Daniela. *Investiční bankovníctví*. Vyd. 1. Praha: Česká zemědělská univerzita, Provozně ekonomická fakulta ve vydavatelství Credit, 2004. ISBN 80-213-1135-5, s. 10.

¹⁹⁷ „...Ausgabe von Wertpapieren des Kapitalmarktes durch einen Emittenten und die Platzierung dieser Wertpapiere bei Anlegern unmittelbar oder unter Einschaltung von Dritten.“ SCHWINTOWSKI, Hans-Peter a SCHÄFER, Frank A. *Bankrecht: commercial banking, investment banking*. 2., neu bearbeitete Aufl. Köln: Heymanns, 2004. ISBN 3-452-24658-2, s. 933.

zprostředkovatelská povaha investičního bankovníctví vlastní emisi z emisních obchodů vylučuje.

V českém právním prostředí jsou emisní obchody reprezentovány následujícími investičními službami:

- upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání (§ 4 odst. 2 písm. g) ZPKT),
- umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání (§ 4 odst. 2 písm. h) ZPKT) a
- služby související s upisováním nebo umístováním investičních nástrojů (§ 4 odst. 3 písm. f) ZPKT).

Z názvů prvních dvou investičních služeb můžeme odvodit klasifikaci emisních obchodů na dva základní typy. První uvedená služba je hlavní investiční službou a v teorii se označuje jako ručitelský emisní obchod. Banka zde má postavení ručitele (underwriter), který se zavazuje emitentovi, že zajistí distribuci nové emise investičních nástrojů nebo její části mezi investory a v případě neúspěšné distribuce celou emisi nebo její část upíše na vlastní účet. Faktické zajištění úpisu investičního nástroje nemusí mít nutně formu veřejné nabídky, v úvahu připadá také neveřejná nabídka, umístění prostřednictvím regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému.¹⁹⁸ Vzhledem k formulaci názvu této investiční služby mám za to, že absence závazku zajistit veřejné či neveřejné nabízení emitovaných investičních nástrojů investorům vylučuje zařazení pod tuto investiční službu. Pokud by dohoda emitenta a banky obsahovala pouze samotný závazek, že banka upíše jím emitované investiční nástroje sama, aniž by se současně zavazovala k výkonu činností směřujících k další distribuci těchto cenných papírů, vystupovala by v roli investora a nikoli emisního zprostředkovatele.¹⁹⁹ K provedení tohoto emisního obchodu se zpravidla uzavírá

¹⁹⁸ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 72.

¹⁹⁹ Shodně *Úřední sdělení ČNB ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*, s. 7.

smlouva o obstarání vydávání investičního nástroje, resp. slovy zákona o cenných papírech²⁰⁰ smlouva o obstarání vydávání cenného papíru.²⁰¹

Druhý typ emisního obchodu je také hlavní investiční službou a od předchozího typu se liší tím, že banka už není zatížena ručitelským závazkem. Banka zde vystupuje jako zprostředkovatel (subscriber), který se zavazuje, že se pro emitenta pokusí nalézt investory, kteří emisi emitovaného investičního nástroje nebo jeho část upíší. Zprostředkovatel se může rozhodnout, zda se na úpisu emise také zúčastní, ale v tomto případě se jedná čistě o jeho právo, nikoli povinnost. Dalším pojmovým znakem je úplata nebo jiná výhoda poskytnutá bance ze strany emitenta, případně jiné osoby, které je tato investiční služba poskytována. V teorii se tato služba řadí pod emisní obchod komisionářský, případně prodejní.²⁰² Poskytování této služby je obvykle založeno smlouvou o zprostředkování vydávání investičního nástroje.²⁰³

Třetí investiční služba je službou doplňkovou a její obsah tvoří podpůrné činnosti související s výše popsányi obchody. Fakticky se bude jednat především o administrativní a právní služby spojené s úpisem, přípravu nebo spolupráci na přípravě prospektu, marketingovou činnost a podobné činnosti běžně vykonávané v průběhu realizace emisních obchodů. Málokdy jsou tyto aktivity zakotvené ve zvláštní smlouvě, zpravidla budou součástí textu výše zmíněných smluv.

Nově vydávané cenné papíry mohou být z hlediska technické stránky umístěny veřejně (tzv. public placement) nebo soukromě (tzv. private placement). Při veřejné emisi jsou cenné papíry umístěny na veřejných trzích cenných papírů a jsou přístupné široké veřejnosti. Jinými slovy můžeme veřejnou emisi charakterizovat jako veřejnou nabídku cenných papírů neomezenému okruhu předem neurčených osob s cílem získat tak požadovaný objem kapitálu prostřednictvím primárního trhu²⁰⁴ cenných papírů.²⁰⁵

²⁰⁰ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „CenP“).

²⁰¹ Viz § 33a CenP. V této souvislosti je třeba upozornit na ustanovení § 8a CenP, podle něhož se ustanovení části o smlouvách o cenných papírech použijí přiměřeně také na jiné druhy investičních nástrojů.

²⁰² V případě komisionářského emisního obchodu přebírá banka komisionářským způsobem emisi za emisní kurs a prodej pak realizuje vlastním jménem na cizí účet. V případě prodejního emisního obchodu banka emisi rozprodává cizím jménem na cizí účet.

²⁰³ Viz § 33b CenP.

²⁰⁴ Primární trh je trh, na kterém jsou cenné papíry emitovány, tedy trh, na kterém se uskutečňuje prvotní prodej neboli emise cenných papírů. Někdy označován také jako trh nových cenných papírů.

Právě nabídka širšímu okruhu osob je příčinou přísnější státní regulace, které veřejná emise zpravidla podléhá. Povinnosti vyplývající z regulace veřejné emise mají za následek její poměrně vysokou časovou a finanční náročnost. Určitou protihodnotu představuje prestiž, kterou emitentovi veřejná emise přináší. V očích veřejnosti je totiž veřejná emise známkou stability a důvěryhodnosti podnikání.²⁰⁶ Při soukromé emisí²⁰⁷ jsou cenné papíry nabídnuty pouze omezenému okruhu předem určených osob. Soukromá emise není svázána přísnými veřejnoprávními regulačními pravidly jako veřejná emise a není tedy zatížena tak vysokými emisními náklady a časovou náročností. Její nevýhodou je nižší sekundární likvidita emitovaných cenných papírů způsobená právě omezeným počtem investorů. Lze tedy shrnout, že smysl rozlišování mezi veřejnou a soukromou emisí, tedy umístěním na základě veřejné nebo soukromé nabídky spočívá především v rozdílné úrovni ochrany investorů.²⁰⁸

V případě veřejné emise akcií akciové společnosti, s jejímiž akciemi se dosud veřejně neobchodovalo, se hovoří o tzv. prvotní veřejné nabídce akcií (initial public offering, dále jen „IPO“). Lze se setkat i s definicemi IPO v širším smyslu, které jimi rozumí nejen prvotní veřejnou nabídku akcií, ale cenných papírů obecně.²⁰⁹ Osobně jsem toho názoru, že pojem IPO je ze své povahy spojen původně opravdu pouze s akciemi.²¹⁰ Většina autorů při vymezení IPO zdůrazňuje skutečnost, že společnost

²⁰⁵ MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 18.

²⁰⁶ ČIŽINSKÁ, Romana. *Podnik a kapitálový trh: kapitálový trh a podnikové financování v České republice*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. ISBN 978-80-7204-673-7, s. 81.

²⁰⁷ Někdy se používá také označení uzavřená emise. Např. ULRICH, Milan a PFEIFEROVÁ, Daniela. *Investiční bankovníctví*. Vyd. 1. Praha: Česká zemědělská univerzita, Provozně ekonomická fakulta ve vydavatelství Credit, 2004. ISBN 80-213-1135-5, s. 12.

²⁰⁸ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-7201-515-X, s. 593.

²⁰⁹ „Specifickou formou emise cenných papírů jsou initial public offering, tj. úpisy cenných papírů na veřejných trzích.“ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-462-7, s. 407.

„IPO je termín užívaný pro primární veřejnou nabídku investičních cenných papírů spojenou se vstupem na burzovní trh.“ RADVAN, Michal, KYNCL, Libor a MOŽDIÁKOVÁ, Michaela. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010. ISBN 978-80-210-5277-2, s. 33.

²¹⁰ Burza cenných papírů Praha (dále jen „BCPP“) označuje IPO „za vžitý termín pro primární veřejnou nabídku akcií spojenou se vstupem na burzovní trh“. *IPO*. BCPP, 2012 [online]. [cit. 5. 11. 2012]. Dostupné z WWW:

< <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO> >

Americká Securities and Exchange Commission (dále jen „SEC“) mluví o IPO, když „a company first sells its shares to the public“. *Answers: IPO*. SEC, 2007 [online]. [cit. 5. 11. 2012]. Dostupné z WWW:

< <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm> >

nabízí své akcie, resp. cenné papíry veřejnosti poprvé a současně vstupuje na veřejný organizovaný (regulovaný) trh cenných papírů.²¹¹ Pro úplnost je třeba doplnit, že v případě IPO se nemusí vždy jednat o emisi nových akcií, IPO může spočívat i ve veřejné nabídce akcií vydaných již dříve, se kterými se ale dosud obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů. Fakticky se tak rozlišuje IPO primárních akcií a IPO sekundárních akcií, přičemž není vyloučeno, že v rámci IPO dojde ke kombinaci obou možností. Od IPO je třeba odlišovat situaci, kdy dochází k navyšování základního kapitálu společnosti, s jejímiž akciemi se na veřejném kapitálovém trhu již obchoduje, prostřednictvím další veřejné emise akcií. Tento případ je zejména v zahraničí označován jako sekundární emise akcií²¹²(secondary public offering).²¹³ Navzdory popularitě IPO ve světě je tento způsob financování na českém kapitálovém trhu bohužel zatím poněkud nedoceněný.²¹⁴ Domnívám se, že příčiny tohoto neutěšeného stavu je třeba hledat vedle nedostatku domácích institucionálních investorů, absence tradice IPO, obav z vysokých finančních nákladů a nepřipravenosti také v určité nedůvěře v kapitálový trh, která je pozůstatkem negativních zkušeností se selháním trhu v devadesátých letech minulého století. Mé domněnky podporuje fakt, že v rámci některých IPO realizovaných na českém kapitálovém trhu byly akcie „pro jistotu“ současně kotovány i na burzách v zahraničí.

4.2. Postup při emisních obchodech

Vymezení jednotlivých kroků při emisních obchodech považuji za nezbytné pro pochopení funkce, kterou banka jako emisní zprostředkovatel při realizaci emisních obchodů zastává. Postup při obstarávání vydávání cenných papírů není ve všech případech naprosto identický, neboť každá emise je svým způsobem specifická, přesto

Shodně ČIŽINSKÁ, Romana. *Podnik a kapitálový trh: kapitálový trh a podnikové financování v České republice*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. ISBN 978-80-7204-673-7, s. 83. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 188.

²¹¹ V této souvislosti se hovoří o přeměně soukromé společnosti (společnosti vlastněné soukromě) na veřejnou akciovou společnost (veřejně obchodovatelnou společnost). Pro tento proces se vžil anglosaský pojem „going public“.

²¹² Někdy se používá také označení sezónní emise akcií (seasoned equity offering).

²¹³ ČIŽINSKÁ, Romana. *Podnik a kapitálový trh: kapitálový trh a podnikové financování v České republice*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. ISBN 978-80-7204-673-7, s. 83.

²¹⁴ Do tohoto roku proběhlo na BCPP osm IPO (Zentiva, ECM Real Estate Investments, Pegas Nonwovens, AAA auto, VGP, New World Resources N.V., KIT Digital, Fortuna). Momentálně se připravuje IPO Mountfieldu.

se pokusím stručně nastínit základní fáze standardního procesu veřejné emise. Obecně se postup při emisních obchodech dělí na tři hlavní fáze, a to fázi přípravnou, realizační a post-realizační.²¹⁵ Za úplný počátek celého procesu je třeba považovat samozřejmě rozhodnutí společnosti, resp. jejího managementu o vydání cenných papírů. Takové rozhodnutí je většinou provázeno výběrem vhodného emisního zprostředkovatele, který bude plnit funkci manažera emise. Tuto funkci zpravidla vykonává banka v pozici obchodníka s cennými papíry nebo syndikát²¹⁶ několika bank, kdy pak jedna z nich zastává roli vedoucího manažera emise. Manažer emise představuje nejdůležitější článek emisního obchodu, neboť napomáhá s celou přípravou a realizací emisního obchodu a zajišťuje jeho hladký průběh.

V rámci přípravné fáze uzavře emitent s vybraným manažerem emise smlouvu o zprostředkování umístění emise cenných papírů (tzv. emisní smlouvu), která upravuje jejich vzájemné vztahy po dobu přípravy a realizace emise, včetně podmínek emise a výše provize. Manažer emise se podílí na určení velikosti a struktury emise, výběru vhodného kapitálového trhu a provede prověrku emitenta (tzv. due diligence)²¹⁷ ke zjištění a ověření údajů nutných k emisi.²¹⁸

Realizační fáze se skládá z úkonů, které už směřují bezprostředně k uskutečnění emise. Její významnou část představuje příprava a zpracování emisního prospektu, který obsahuje podstatné informace pro kvalifikované posouzení cenných papírů a hospodářské situace emitenta. Prospekt podléhá schválení orgánem dohledu nad kapitálovým trhem a poté musí být zveřejněn. Dalším úkolem manažera emise je registrace emise u dohledového orgánu a v případě záměru uvést emitované cenné papíry na regulovaný trh také zajištění všech náležitostí spojených s přijetím cenných papírů k obchodování na takovém trhu. Následně emitent ve spolupráci s manažerem emise připraví prezentaci (tzv. roadshow)²¹⁹ své osoby a vydávaných cenných papírů, která je určena významným potenciálním investorům, zejména institucionálního

²¹⁵ MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 51.

²¹⁶ Syndikáty neboli emisní konsorcia se vytvářejí v případě větších emisí.

²¹⁷ Due diligence zahrnuje právní, ekonomické, finanční a účetní prověření.

²¹⁸ PLÍVA, Stanislav et al. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009. ISBN 978-80-7357-433-8, s. 125 a 131.

²¹⁹ Většinou ve formě osobních setkání představitelů emitenta a manažera emise s potenciálními investory.

charakteru. Cílem je marketingová podpora chystané emise cenných papírů, zjištění skutečného zájmu o emisi a vytvoření určitých představ ohledně jejího ocenění. V průběhu roadshow přijímá manažer emise, resp. členové syndikátu nabídky investorů o ceně a množství nabízených cenných papírů. Poté se koná závěrečné jednání emitenta a manažera emise, jehož účelem je určit na základě zhodnocení nabídek emisní kurz, objem emise a alokaci emise mezi jednotlivé členy syndikátu. Tyto nové údaje jsou zapracovány do konečné podoby prospektu. Při tomto jednání se zároveň stanoví závěrečné podmínky smlouvy mezi emitentem a manažerem emise, případně členy syndikátu. Následuje umístění cenných papírů, tedy rozprodej cenných papírů jednotlivým investorům. Jak už bylo zmíněno výše, umístění je možné formou veřejné nebo soukromé nabídky.

V závěrečné fázi emisního obchodu plní emisní zprostředkovatel své poslední úkoly, a to stabilizaci tržní ceny nově emitovaného cenného papíru a zajištění jeho likvidity na sekundárním trhu.²²⁰ Nejčastějším stabilizačním opatřením jsou intervenční operace prováděné na sekundárních trzích²²¹ a ujednání o dočasném zákazu prodeje cenných papírů²²². K podpoře dostatečné likvidity vystupuje emisní zprostředkovatel na sekundárním trhu v pozici tzv. tvůrce trhu (market maker).

4.3. Regulace emisních obchodů

Vzhledem k tomu, že na rozdíl od soukromé nabídky podléhá veřejná nabídka přísné veřejnoprávní regulaci, považují objasnění problematiky veřejné nabídky cenných papírů za nezbytnou součást tohoto výkladu. Důvody regulace veřejného nabízení investičních cenných papírů jsou v podstatě shodné s obecnými důvody regulace v oblasti kapitálového trhu. Zákonodárce předpokládá, že povinné zveřejňování zásadních informací emitenta umožní investorům učinit kvalifikovaná investiční rozhodnutí, která zároveň přispějí k efektivnější alokaci zdrojů na kapitálovém trhu.

²²⁰ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 199.

²²¹ Pomocí tzv. over-allotment neboli greenshoe opce.

²²² Tzv. lock-up period.

Česká právní úprava veřejné nabídky v ZPKT má svou předlohu ve směrnici o prospektu²²³, přičemž samotný obsah prospektu je stanoven v přímo účinném prováděcím nařízení o prospektu²²⁴. Pojem veřejná nabídka investičních cenných papírů²²⁵ je v ustanovení § 34 odst. 1 ZPKT²²⁶ vymezen jako „*jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry*“. Výraz širší okruh by mohl vyvolávat určité interpretační potíže způsobené různou představou o počtu osob, který už lze považovat za veřejnost. Sám ZPKT ani jeho evropská předloha výslovně nestanoví, co rozumět širším okruhem osob. Obecně se tak označuje okruh osob, který přesahuje okruh známých, propojených osob nebo několika předem domluvených investorů. S ohledem na ustanovení § 35 odst. 2 písm. b) ZPKT, který upravuje výjimku z povinnosti uveřejnit prospekt, pokud jde o nabídku určenou omezenému okruhu osob, který v členském státě EU, kde je tato nabídka činěna, nedosahuje počtu 150, lze vyvodit, že povinnosti spojené s veřejnou nabídkou investičních cenných papírů²²⁷ se nevztahují na nabídky adresované méně než 150 osobám.²²⁸ Lze tedy říci, že ZPKT, resp. ProspD nepřímo vymezuje, co se rozumí širším okruhem osob. Vzhledem k tomu, že se normotvůrcům při tvorbě právních předpisů ukládá povinnost formulovat text právního předpisu jednoznačně a srozumitelně,²²⁹ se domnívám, že výše uvedené řešení ohledně výkladu výrazu „širší okruh osob“ není zrovna uspokojiví. Normotvůrce, potažmo evropský normotvůrce by neměl po adresátech regulace vyžadovat složité odvozování obsahu výrazu „široký okruh osob“ z dalších ustanovení či dokonce za pomoci rozhodovací praxe soudů a jiných orgánů. Daleko vhodnější by bylo doplnit

²²³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování (dále jen „ProspD“).

²²⁴ Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu – zveřejňování prospektů a šíření inzerátů, ve znění nařízení Komise (ES) č. 1787/2006 a č. 211/2007 (dále jen „PN-ProspD“).

²²⁵ Pojem investiční cenné papíry je vymezen v ustanovení § 3 odst. 2 ZPKT, nicméně úprava veřejné nabídky některé z nich výslovně vylučuje v ustanovení § 34 odst. 4 ZPKT.

²²⁶ Další požadavky jsou v případě veřejné nabídky akcií v souvislosti s tzv. simultánním založením akciové společnosti stanoveny v ustanovení § 163 odst. 2 ObchZ.

²²⁷ V zásadě se jedná pouze o povinnost uveřejnit prospekt.

²²⁸ *Odpovědi na dotazy – veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Širší okruh osob.* ČNB, 30. 12. 2010 [online]. [cit. 5. 11. 2012] Dostupné z WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sirsi_okruh_osob.pdf>

²²⁹ Čl. 2 odst. 2 písm. d) Legislativní pravidla vlády.

legální definici veřejné nabídky dalším ustanovením, které by obsah pojmu jasně vymezovalo a tím předešlo případným pochybnostem ohledně výkladu.

Formulaci „sdělení obsahující příslušné informace“ zajímavě rozvedla judikatura, která za veřejnou nabídku považuje i sdělení, které tyto informace sice v úplnosti neobsahuje, ale informuje o tom, kde je lze získat.²³⁰ Vzhledem k tomu, že regulace této oblasti je ovládána především zásadou ochrany investora, lze takovou interpretaci vnímat jako odpovídající smyslu a účelu ustanovení. Samozřejmě, že veřejnou nabídkou není jakékoli sdělení příslušných informací, ale pouze takové, které má povahu nabízení. Veřejná nabídka je tak spojena s úmyslem investiční cenné papíry prodat, resp. v případě nové emise vydat.²³¹

S veřejnou nabídkou cenných papírů je spojena v podstatě jediná povinnost, a to povinnost uveřejnit prospekt, zakotvená v ustanovení § 35 odst. 1 ZPKT. Zákon výslovně podmiňuje veřejné nabízení cenných papírů uveřejněním prospektu schváleného ČNB²³², přičemž k tomuto uveřejnění musí dojít nejpozději na počátku veřejné nabídky.²³³ Vzhledem k tomu, že z povinnosti uveřejnit prospekt logicky vyplývá požadavek na jeho vyhotovení, je zřejmé, že pokud v určitém případě nevzniká povinnost prospekt uveřejnit,²³⁴ není přirozeně ani důvod ho vypracovávat.²³⁵

Prospekt je svou povahou standardizovaný informační dokument a jeho uveřejnění představuje základní nástroj, který má potenciálním investorům zajistit dostatečné a včasné informace o nabízeném cenném papíru.²³⁶ Sám ZPKT vymezuje

²³⁰ Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 10. 1. 2007, čj. 2 Afs 55/2006-96 In: Beck-online [právní informační systém]. Nakladatelství C. H. Beck [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://www.beck-online.cz/>>

²³¹ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 354.

²³² Nebo orgánem dohledu jiného členského státu EU. Viz § 36f ZPKT.

²³³ Zákon stanoví z této povinnosti výjimky. Jedná se zejména o případy nabídky určené kvalifikovaným a movitým investorům, malému okruhu osob, apod. Viz § 35 odst. 2 a 4 ZPKT. Tyto případy se označují jako safe harbours. Srov. RADVAN, Michal, KYNCL, Libor a MOŽDIÁKOVÁ, Michaela. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010. ISBN 978-80-210-5277-2, s. 33.

²³⁴ Tím samozřejmě není vyloučena povinnost vypracovat jiný informační dokument, pokud tak zákon stanoví. Srov. např. § 35 odst. 4 písm. a) až d) ZPKT.

²³⁵ *Odpovědi na dotazy – veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. K povinnosti vyhotovit prospekt*. ČNB, 30. 12. 2010 [online]. [cit. 5. 11. 2012] Dostupné z WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/K_povinnosti_vyhotovit_prospekt.pdf>

²³⁶ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 375.

obsah prospektu pouze velmi obecně, neboť podrobnější úprava je obsažena v PN-ProspD, které se v důsledku svého přímého účinku stalo součástí národního právního řádu. Je tedy dokonce nežádoucí, aby byl text nařízení přepisován do českých právních předpisů.²³⁷ ZPKT se proto snaží nevytvářet překážky jeho bezprostřední použitelnosti a stanoví pouze obecný rámec obsahu prospektu, z něhož vyplývají spíše určité principy a účel tohoto institutu. Ustanovení § 36 odst. 1 ZPKT vyžaduje, aby prospekt obsahoval veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a veřejně nabízených cenných papírů pro investory nezbytné k zasvěcenému posouzení těchto cenných papírů, finanční situace a budoucího vývoje podnikání emitenta. Náležitosti prospektu, resp. povinné údaje vyžadované ZPKT a PN-ProspD představují určité minimum, které musí prospekt obsahovat. Úprava nikde výslovně nezakazuje, aby byly uvedeny i další údaje, které nabízející považuje za relevantní ve vztahu k emitentovi či k nabízenému cennému papíru. Mám za to, že takové dobrovolné doplnění informací nad rámec zákonných požadavků by ale nemělo narušovat účel prospektu ani působit klamavě. V této souvislosti se nabízí otázka, zda je naopak možné v prospektu některé náležitosti vynechat. ZPKT výslovně umožňuje, aby některé údaje v prospektu uvedeny nebyly, ale současně takové zúžení podmiňuje povolením ČNB a naplněním stanovených podmínek.²³⁸ Dále se zpracovateli ukládá, aby byl prospekt formulován srozumitelně, způsobem umožňujícím snadnou analýzu. Vedle údajů o emitentovi a veřejně nabízeném cenném papíru obsahuje prospekt ještě tzv. shrnutí prospektu.²³⁹ Shrnutí prospektu je slovy zákona „*strukturovaný stručný a srozumitelný dokument*“, přičemž jsou současně stanoveny celkem rozsáhlé požadavky na jeho obsahové náležitosti.²⁴⁰ Jeho smyslem je poskytnout investorům jednoduchý úvod k samotnému prospektu a strukturovaný přehled o emitentovi, povaze cenného papíru a rizicích s ním spojeným. Dá se předpokládat, že shrnutí slouží především

²³⁷ Srov. Rozsudek SDEU ve věci 34/73 Fratelli Variola S. p. A. proti Amministrazione italiana delle Finanze ze dne 10. října 1973. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 6. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>>

²³⁸ Podle ustanovení § 36e ZPKT nesmí takové zúžení vést ke klamavosti prospektu. Dále jsou stanoveny tři skupiny náležitostí, u kterých je jejich absence v rámci zúžení prospektu přípustná – nepodstatné informace, informace, jejichž uveřejnění by bylo v rozporu s veřejným zájmem a informace, jejichž uveřejnění by mohlo významně poškodit emitenta a jejichž neuveřejnění neuvede veřejnost v omyl.

²³⁹ Shrnutí prospektu se nevyžaduje u dluhového cenného papíru, jehož jmenovitá hodnota nebo cena za 1 kus se rovná alespoň částce odpovídající 100 000 EUR. Viz § 4 nařízení vlády č. 190/2011 Sb.

²⁴⁰ Viz § 36 odst. 5 ZPKT.

neprofesionálním investorům jako základní zdroj informací, nicméně neměl by být zdrojem jediným. Z tohoto důvodu obsahuje upozornění, že investiční rozhodnutí by se mělo zakládat na posouzení prospektu jako celku. Prospekt se v podstatě skládá ze tří částí, které je možné vyhotovit jako tři samostatné dokumenty.²⁴¹ Těmito samostatnými dokumenty jsou registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu. Důvody tohoto členění jsou praktické, neboť usnadňují opětovnou přípravu a schvalování prospektu. V praxi tedy emitent, který už má registrační dokument dříve schválený ČNB, nemusí při další emisi zbytečně vypracovávat nový a připraví pouze doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu, které předloží ČNB ke schválení. Dále zákon upravuje možnost vypracovat místo „standardního“ prospektu tzv. základní prospekt, který nemusí obsahovat konečné podmínky vztahující se k jednotlivým emisím cenného papíru s tím, že je stačí uveřejnit a sdělit ČNB až před počátkem veřejné nabídky. Využití základního prospektu je zákonem omezeno na emise dluhových cenných papírů v rámci nabídkového programu²⁴², přičemž v praxi se tato možnost využívá zejména u dluhopisových programů²⁴³. Je zřejmé, že základní prospekt plní podobnou funkci jako registrační dokument. Úprava základního prospektu však ve srovnání s registračním dokumentem přináší emitentovi výraznější zjednodušení, neboť konečné podmínky nepodléhají schvalování ČNB. Odpovědnost za obsah prospektu, přesněji za správnost a úplnost uvedených údajů nese osoba, které prospekt vyhotovila, a ručitel, pokud je v prospektu uveden a za správnost údajů se zaručil.²⁴⁴ ZPKT počítá s tím, že prospekt vyhotovuje emitent nebo osoba, která má v úmyslu veřejně nabízet cenné papíry, případně žádá o přijetí cenného papíru

²⁴¹ ZPKT výslovně umožňuje zpracování prospektu jako dokumentu jednotného nebo složeného ze samostatných dokumentů. Viz § 36 odst. 7 ZPKT.

²⁴² Viz § 34 odst. 2 písm. c) ZPKT.

²⁴³ Srov. § 11 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

²⁴⁴ Čl. 6 ProspD stanoví pouze minimální okruh osob, které za obsah prospektu musí odpovídat. Je na členských státech, zda se rozhodnou pro přísnější úpravu a okruh povinných osob rozšíří o další subjekty. V této souvislosti je na místě zmínit rozsudek německého Spolkového soudního dvora ze dne 17. 11. 2011, sp. zn. III ZR 103/10. Soud řešil případ, kdy byl k prospektu emitenta připojen speciální výtisk rozhovoru s prof. Dr. Scholzem, mimo jiné bývalým spolkovým ministrem obrany. Rozhovor byl zveřejněn ve finančním časopise, přičemž se v něm profesor vyjadřoval velice pochvalně o emitentovi a vyzdvihoval jeho kvality především z hlediska přístupu k investorům. Profesor byl současně na několika místech včetně tohoto rozhovoru uváděn jako předseda poradního sboru společnosti propojené s emitentem. Emitent se po necelém roce stal insolventním. Soud ve svém rozhodnutí dovedl odpovědnost profesora za prospekt především z jeho mimořádného společenského postavení, které vyvolává dojem kompetentnosti a mimořádné serióznosti. Viz rozsudek německého Spolkového soudního dvora ze dne 17. 11. 2011, sp. zn. III ZR 103/10. In: Beck-online [právní informační systém]. Nakladatelství C. H. Beck [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: < <http://www.beck-online.cz/>>

k obchodování na regulovaném trhu.²⁴⁵ Lze tedy usuzovat, že osobami odpovědnými za obsah prospektu se rozumí pouze emitent, resp. nabízející a případný ručitel.²⁴⁶ Prospekt musí obsahovat údaje o osobách odpovědných za jeho správné vyhotovení a jejich prohlášení, že údaje uvedené v prospektu jsou podle jejich nejlepšího vědomí správné a nedošlo k zamlčení žádných skutečností, které by mohly změnit význam prospektu.

Jak už bylo výše uvedeno, vyhotovený prospekt podléhá schválení ČNB, přičemž řízení o schvalování se zahajuje na žádost osoby, která prospekt vyhotovila. Je poněkud zvláštní, že podle ZPKT má ČNB během řízení posuzovat v podstatě pouze formální stránku prospektu, tedy zda splňuje všechny náležitosti stanovené zákonem. Záměrem zákonodárce pravděpodobně nebylo, aby ČNB ignorovala případné nepravdivé údaje. Proto se domnívám, že s ohledem na funkci ČNB, kterou coby orgán dohledu v oblasti kapitálového trhu plní,²⁴⁷ by ČNB neměla schválit prospekt, který by sice obsahoval veškeré povinné náležitosti, ale současně by některé z nich byly chybné.

Z výše popsaného postupu při emisních obchodech vyplývá, že je často prakticky nemožné stanovit předem cenu a počet nabízených cenných papírů, neboť před zahájením veřejné nabídky ještě není známo, jak velký zájem investorů tato nabídka vyvolá. Z tohoto důvodu zákon rozumně stanoví dočasnou výjimku z povinných náležitostí prospektu a umožňuje, aby ČNB schválila prospekt i bez těchto dvou údajů,²⁴⁸ a to za podmínky, že je v prospektu uvedena maximální cena, nebo způsob určení ceny, nebo bude po jejich uveřejnění možné od smlouvy o koupi či upsání cenných papírů odstoupit.²⁴⁹ Konečná cena a počet cenných papírů (konečné podmínky) se pak přirozeně musí oznámit ČNB a uveřejnit.

Prospekt se bez zbytečného odkladu po schválení musí uveřejnit v úplném znění některým ze způsobů uvedených v zákoně. ZPKT upravuje jednotlivé způsoby celkem detailně, v některých částech duplicitně s ještě podrobnější úpravou v nařízení o

²⁴⁵ Viz § 36 odst. 6 ZPKT.

²⁴⁶ Shodně HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 384.

²⁴⁷ Srov. § 2 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

²⁴⁸ Tento předběžný prospekt se běžně označuje jako tzv. red herring.

²⁴⁹ Viz § 36d ZPKT.

prospektu.²⁵⁰ Z výčtu jednotlivých způsobů uvedených v ustanovení § 36h ZPKT lze učinit závěr, že ať si povinná osoba vybere kterýkoli z nich, vždycky to bude znamenat povinné uveřejnění na internetových stránkách emitenta, resp. nabízejícího, žadatele o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu, obchodníka s cennými papíry, pokud cenné papíry umísťuje nebo prodává, nebo organizátora regulovaného trhu. ZPKT současně stanoví podrobná pravidla pro uveřejnění prospektu na internetu, zejména pokud jde o jeho snadné vyhledávání, dostupnost a nezměnitelnost.

Po schválení prospektu může během trvání veřejné nabídky dojít ke změně některé podstatné informace uvedené v prospektu a jeho obsah tak přestane být aktuální. ZPKT se snaží předejít případnému klamání investorů, které by taková změna mohla vyvolat, a upravuje tzv. dodatek prospektu. Pokud se jedná o podstatnou změnu, která by mohla ovlivnit hodnocení cenného papíru, musí být vyhotoven dodatek prospektu a po schválení ČNB uveřejněn, a to stejným způsobem jako uveřejněný prospekt. Pochopitelně se tento institut neuplatní po skončení veřejné nabídky.

V případě žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu je třeba splnit vedle povinnosti uveřejnit prospekt také podmínky pro přijetí na regulovaný trh. ZPKT²⁵¹ stanoví některé podmínky sám, ale současně dává organizátorovi regulovaného trhu možnost stanovit ještě dodatečné podmínky, které musí vtělit do tzv. pravidel pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu.²⁵² Tato pravidla musí být jasná a transparentní a mají přispívat ke spravedlivému, řádnému a efektivnímu obchodování s investičními nástroji na regulovaném trhu.²⁵³

5. Obchodování s cennými papíry na cizí účet

V současné době běžní investoři většinou neobchodují s cennými papíry přímo, navíc často ani nemají přímý přístup na kapitálový trh, proto využívají služeb

²⁵⁰ Čl. 29 a násl. PN-ProspD.

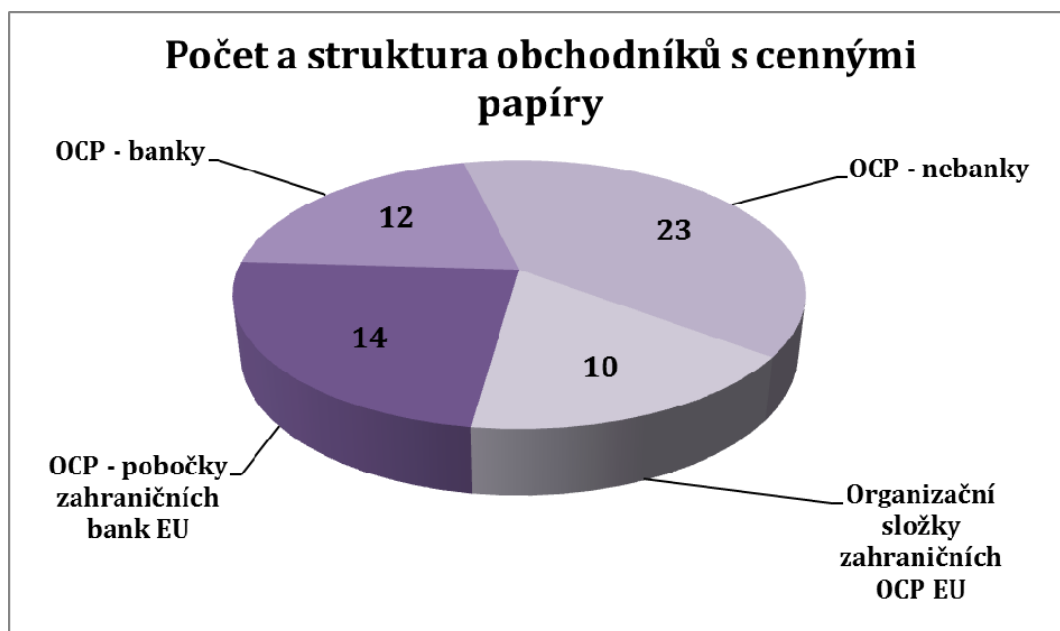
²⁵¹ ZPKT, resp. MiFID stanoví podmínky a PN-MiFID pak uvádí kritéria, podle nichž má organizátor trhu posuzovat splnění podmínek (zejména čl. 35 a násl.).

²⁵² Viz § 56 a 57 ZPKT.

²⁵³ Srov. čl. 40 odst. 1 MiFID.

obchodníků s cennými papíry.²⁵⁴ Zatímco emisní obchody se realizují na primárních trzích, obchodování s cennými papíry na cizí účet se odehrává na trzích sekundárních²⁵⁵. V českých podmínkách zaujímají na kapitálovém trhu co do objemu transakcí významné postavení především velké univerzální banky, třebaže co do počtu převládají nebankovní obchodníci s cennými papíry, jak je patrné z aktuálního stavu znázorněného v Grafu č. 2 a 3.

Graf č. 2: Počet a struktura obchodníků s cennými papíry v ČR ke dni 30. 6. 2012

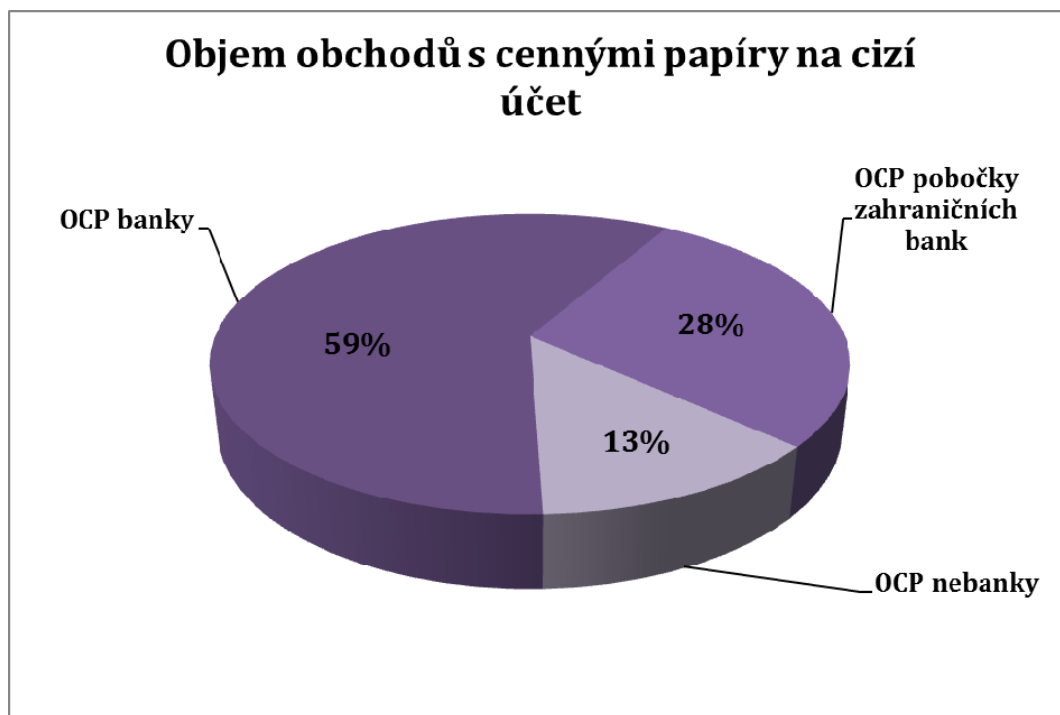


Pramen: *Základní ukazatele o sektoru obchodníků s cennými papíry*. ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/obchodnici_s_cp/index.html>

²⁵⁴ V ČR jsou dva organizátoři trhu – BCCP a RM-Systém. BCCP je organizována na členském principu a investoři na ní mohou obchodovat pouze prostřednictvím jejích členů, tedy obchodníků s cennými papíry. Na burzu RM-Systému mají přímý přístup pouze obchodníci s cennými papíry a movití investoři. Drobní investoři musí opět využít služeb obchodníků s cennými papíry, kteří mají přístup na burzu.

²⁵⁵ Sekundární trh je trh, kde se obchoduje mezi investory s již dříve vydanými cennými papíry. Stanovuje kurz (tržní cenu) cenných papírů a zajišťuje jejich likviditu.

Graf č. 3: Objem obchodů s cennými papíry (nákupů i prodejů) na cizí účet ke dni 30. 6. 2012



Pramen: *Základní ukazatele o sektoru obchodníků s cennými papíry*. ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/obchodnici_s_cp/index.html>

Obchodování s cennými papíry na cizí účet lze obecně vymezit jako obstarávání základních operací na sekundárních trzích v podobě nákupu a prodeje cenných papírů,²⁵⁶ které banka provádí svým jménem, ale na příkaz a na účet svého zákazníka.²⁵⁷ Banka při těchto obchodech vystupuje v pozici tzv. brokera, přičemž za poskytnutí této služby obdrží provizi, jejíž výše se odvíjí od objemu obchodů. Zákazník k obchodování využívá vlastní zdroje, tedy nákup cenných papírů financuje z vlastních peněžních prostředků a prodej realizuje z takového množství cenných papírů, které skutečně vlastní. K provedení obchodů dochází na základě různých příkazů, které zákazník předává bance. Příkazy většinou obsahují údaje o ceně, platnosti příkazu a objemu

²⁵⁶ Vedle těchto dvou klasických typů obchodů se ještě rozlišuje tzv. nákup na úvěr a krátký prodej (short selling), které ale nejsou předmětem výkladu.

²⁵⁷ Tato činnost se označuje jako brokerage.

transakce.²⁵⁸ Z hlediska cenových limitů se rozlišuje několik druhů obchodních příkazů.²⁵⁹ Nelimitované (tržní) příkazy²⁶⁰ nestanoví přesně určenou cenu, ale příkazují k prodeji či nákupu za nejlepší (prodejní či nákupní) cenu, které lze v daném okamžiku na trhu dosáhnout. Naopak limitované příkazy²⁶¹ stanoví cenový limit, tedy přesné nejvyšší kupní či nejnižší prodejní ceny. Dále se lze setkat s příkazy omezujícími ztrátu²⁶², které v podstatě představují kombinaci limitovaného a nelimitovaného příkazu. V těchto příkazech je určen kurz, při kterém má být cenný papír automaticky prodán. V okamžiku dosažení takto stanovené hranice následuje automatický prodej „co nejlépe“. Z příkazu tedy nevyplývá povinnost prodat cenný papír za stanovený limit, neboť tento pouze znamená pokyn k nelimitovanému prodeji. Skutečná prodejní cena pak může být nižší. Příkazy zajišťující zisk²⁶³ fungují opačně a jimi stanovená hranice znamená pokyn ke koupi cenných papírů „co nejlevněji“. Údaj o platnosti příkazu určuje období, během kterého může být příkaz proveden. Je možné žádné období nevymezit, potom příkaz platí až do jeho odvolání zákazníkem. Velmi často se používá příkaz „splň nebo zruš“²⁶⁴, který znamená, že příkaz musí být realizován okamžitě, jinak se ruší. Údaj o objemu transakce určuje množství prodáváných či nakupovaných cenných papírů. Příkaz může podobně jako u platnosti stanovit omezení, že se musí realizovat buď ohledně celého objemu, nebo vůbec.²⁶⁵

Po provedení příkazu zákazníka dochází k vypořádání obchodu, tj. k zaplacení a převodu cenných papírů na příslušných účtech.²⁶⁶ Banka má povinnost úspěšné provedení příkazu bez zbytečného odkladu oznámit zákazníkovi.

V českém právním prostředí je obchodování s cennými papíry na cizí účet představováno dvěma hlavními investičními službami:

²⁵⁸ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-7201-515-X, s. 597.

²⁵⁹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 204.

²⁶⁰ Tzv. market order.

²⁶¹ Tzv. limit order.

²⁶² Tzv. stop loss order.

²⁶³ Tzv. stop buy order.

²⁶⁴ Tzv. fill or kill.

²⁶⁵ Tzv. all or non.

²⁶⁶ Základní metodou vypořádání je tzv. delivery versus payment.

- přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů (§ 4 odst. 2 písm. a) ZPKT),
- provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka (§ 4 odst. 2 písm. b) ZPKT).

Prostřednictvím první uvedené služby banka umožňuje či usnadňuje zejména nabývání a zcizování investičních nástrojů prostřednictvím komunikace se zákazníkem. Tato komunikace spočívá především v získání pokynu od zákazníka o tom, jak má být ohledně investiční služby nebo investičního nástroje postupováno, a v předání této instrukce k jejímu provedení.²⁶⁷ Sám ZPKT pojem pokyn nespécifikuje, ale v rámci této investiční služby se jím rozumí zejména příkaz k nákupu nebo prodeji investičních nástrojů.²⁶⁸ Obecně pokyn představuje jakékoli strukturované sdělení zákazníka, které obsahuje alespoň relativně konkretizované informace týkající se investiční služby nebo investičního nástroje, umožňující bance seznat jejich obsah a účel a na základě toho provést konkrétní kroky spočívající v poskytnutí další investiční služby nebo služeb, kterými dojde k naplnění vůle (záměru) vyjádřené zákazníkem v jeho sdělení.²⁶⁹ Co se týče samotného průběhu investiční služby v praxi, banka přijatý pokyn provede buď sama, nebo ho předá, případně zajistí předání jiné způsobilé osobě, která pokyn provede. ZPKT dodává, že tato investiční služba zahrnuje také zprostředkování obchodů s investičními nástroji, které spočívá v závazku banky uskutečnit činnost směřující k nalezení protistrany pro zákazníka. Jinými slovy, banka vyvíjí činnost směřující k tomu, aby měl zákazník příležitost uzavřít příslušný obchod či smlouvu ohledně investičních nástrojů. Podstatou zprostředkování je tedy vyhledání protistrany a nezáleží na tom, zda se banka na samotném provedení těchto obchodů dále podílí.

Druhá investiční služba obvykle navazuje na tu první. Banka zde má postavení zástupce zákazníka, který vykonává činnost spočívající v realizaci pokynu k transakci s investičním nástrojem.²⁷⁰ Obsahem této služby je zpravidla nalezení vhodné protistrany pro realizaci obchodu s investičním nástrojem a uskutečnění tohoto

²⁶⁷ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 64.

²⁶⁸ *Úřední sdělení ČNB ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*, s. 4.

²⁶⁹ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 64.

²⁷⁰ Za tuto investiční službu se považuje i veřejná dražba cenných papírů. Srov. § 33 ZPKT.

obchodu, resp. uzavření příslušné smlouvy o investičním nástroji. Banka zde vystupuje pouze jako obstaravatel, tedy příslušné obchody se vždy uzavírají na účet zákazníka, který tak nese zisky či ztráty spojené s těmito obchody. Banka samozřejmě není zcela zbavena jakékoli odpovědnosti, naopak, musí postupovat s odbornou péčí a v souladu s uděleným pokynem. Zákazník může v pokynu určit cenu, za jakou zamýšlí investiční nástroje prodat či nakoupit, stanovit platnost pokynu i konkretizovat převodní místo. Z požadavku best execution vyplývá povinnost prodat investiční nástroj za cenu vyšší, nebo koupit investiční nástroj za cenu nižší, než byla uvedena v pokynu, pokud má banka takovou možnost. Jestliže zákazník cenu v pokynu neurčil, platí, že banka musí investiční nástroj prodat, resp. koupit za nejlepší cenu, které bylo možné při vynaložení odborné péče dosáhnout. K provedení pokynu dochází na převodním místě, které banka vybírá s ohledem na obsah pokynu, případně další instrukce ze strany zákazníka a pochopitelně v souladu se svými pravidly pro provádění pokynů a dalšími zákonnými požadavky. Na provedení pokynu, tedy na uzavření příslušného obchodu navazuje jeho vypořádání spočívající v převodu investičních nástrojů a peněžních prostředků.

Obvyklým smluvním rámcem obchodování s cennými papíry na cizí účet jsou tzv. obstaratelské smlouvy upravené v CenP²⁷¹. Smluvní základ obstarávání obchodů s cennými papíry tvoří nejčastěji komisionářská smlouva o obstarání koupě nebo prodeje investičního nástroje či smlouva o zprostředkování koupě nebo prodeje investičních nástrojů. V úvahu připadá i mandátní smlouva o obstarání koupě nebo prodeje investičních nástrojů, která se však v praxi téměř vůbec nepoužívá. Pro všechny typy obstaratelských smluv i samotné pokyny platí požadavek písemné formy. Trend přímého bankovníctví se samozřejmě promítá i do této oblasti, a tak se v praxi pokyny předávají i v jiných formách, zejména prostřednictvím internetu či telefonicky. Ze zákonné charakteristiky komisionářské smlouvy²⁷² vyplývá, že může být uzavřena buď jako smlouva o výsledku, anebo jako smlouva o činnosti.²⁷³ V prvním případě banka v postavení komisionáře splní svůj závazek až úspěšným zařízením koupě nebo prodeje

²⁷¹ Viz § 28 a násl. CenP.

²⁷² § 28 odst. 1 CenP: „Komisionářskou smlouvou o obstarání koupě nebo prodeje cenného papíru se zavazuje komisionář, že zařídí vlastním jménem pro komitenta a na jeho účet koupí nebo prodej cenného papíru, nebo že uskuteční činnost k dosažení tohoto výsledku, a komitent se zavazuje zaplatit za to úplat.“

²⁷³ KOTÁSEK, Josef et al. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7179-454-7, s. 394.

cenného papíru na účet zákazníka. Ve druhém případě se banka zavazuje pouze uskutečnit činnost směřující k tomuto výsledku, a tak svou povinnost splní právě výkonem této činnosti, a to i kdyby k samotné realizaci obchodu nakonec nedošlo. Mandátní smlouva může být také uzavřena jako smlouva o výsledku nebo o činnosti, přičemž hlavním odlišujícím znakem od smlouvy komisionářské je, že banka postupuje jménem a na účet zákazníka, což současně vede k její minimální praktické využitelnosti. Smlouva o zprostředkování obecně zakládá závazek banky jako zprostředkovatele vyvíjet činnost směřující k tomu, aby měl zákazník příležitost prodat nebo koupit cenný papír, nicméně ve světle zásady smluvní volnosti není vyloučeno její uzavření též jako smlouvy o výsledku.

6. Depotní obchody

Problematika depotních obchodů úzce souvisí s obchodováním s cennými papíry na cizí účet, neboť banky, které pro své zákazníky tyto obchody obstarávají, zpravidla také cenné papíry pro své zákazníky drží a spravují. Tyto služby se běžně označují jako tzv. custody služby.

Obecně se depotními obchody rozumí investiční obchody spočívající v úschově cenných papírů zákazníků banky.²⁷⁴ Původ této služby lze dohledat už ve starověku jako reakci na potřebu lidí uložit cenné předměty na bezpečnější místo, než jakým jsou vlastní domovy. Možnost předat cenné papíry určité specializované a důvěryhodné osobě do úschovy tak představuje jeden ze způsobů řešení problému ochrany cenných papírů před jejich ztrátou, zničením, poškozením, znehodnocením či odcizením.²⁷⁵ Postupně se k úschově přidaly i další služby zajišťující správu cenných papírů. V současnosti tak depotní obchody spočívají především ve výkonu těchto dvou činností. Jednotlivé druhy depotních obchodů se liší zejména v rozsahu úkonů, které banka pro zákazníka provádí, určité odlišnosti přirozeně vyplývají i z podoby cenných papírů, tedy

²⁷⁴ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovnictví*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-462-7, s. 427.

²⁷⁵ Jako jiný způsob řešení si lze představit přeměnu na zaknihované cenné papíry.

zda se jedná o cenný papír listinný či zaknihovaný.²⁷⁶ Základními druhy depotních obchodů jsou úschova, správa a jejich kombinace.

Depotní obchody jsou charakterizovány ZPKT jako doplňková investiční služba²⁷⁷ úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb.²⁷⁸ V rámci této služby přebírá banka od zákazníka listinné cenné papíry nebo vede evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů, vede samostatnou evidenci investičních nástrojů nebo vede evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů.²⁷⁹ Lze tedy shrnout, že podstatným znakem této služby je převzetí listinných cenných papírů nebo vedení příslušné evidence.²⁸⁰

Úschova cenných papírů je služba spočívající v řádném opatrování svěřených cenných papírů ze strany banky s tím, že je na požádání uschovatele vrátí. Technicky se tento druh depotního obchodu může provádět dvěma způsoby, a to prostřednictvím tzv. otevřeného depotu, nebo tzv. uzavřeného depotu. V případě otevřeného depotu se cenné papíry odevzdávají tak, že banka zná tituly uschovaných cenných papírů. U uzavřeného depotu jsou cenné papíry předány v obalu, přičemž banka není obeznámena s jeho obsahem, a tak ručí pouze za neporušení obalu. CenP rozlišuje dvě zákonné formy úschovy,²⁸¹ samostatnou a hromadnou.²⁸² Samostatná úschova je charakterizována uložením listinných cenných papírů jednoho zákazníka odděleně od listinných cenných papírů ostatních. Banka je jako schovatel povinna vrátit zákazníkovi tentýž listinný cenný papír, který jí byl zákazníkem předán do úschovy. Hromadná úschova spočívá ve společném uložení listinných cenných papírů jednoho zákazníka s listinnými cennými papíry jiných zákazníků, proto připadá v úvahu pouze u zastupitelných cenných

²⁷⁶ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-7201-515-X, s. 599.

²⁷⁷ V návrhu MiFID II je tato investiční služba zařazena mezi hlavní investiční služby.

²⁷⁸ § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT.

²⁷⁹ *Úřední sdělení ČNB ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*, s. 7.

²⁸⁰ ZPKT v ustanovení § 4 odst. 6 výslovně stanoví, že tato investiční služba zahrnuje také vedení evidence.

²⁸¹ Viz § 34 odst. 2 a 3 CenP.

²⁸² V teorii jsou samostatná a hromadná úschova formami tzv. pravidelné úschovy (*depositum regulare*), kde se zdůrazňuje, že banka je jako schovatel pouze detentorem svěřených cenných papírů, na rozdíl od tzv. nepravidelné úschovy (*depositum irregulare*), kde je banka zmocněna k libovolnému nakládání s uloženými cennými papíry a pouze se zavazuje k navrácení stejného množství a druhu. Z povahy věci zde nemá povinnost uložit převzaté cenné papíry odděleně od svých.

papírů.²⁸³ Banka pak nemusí zákazníkovi vrátit tentýž zastupitelný cenný papír, který jí zákazník svěřil do úschovy. Ochranu majetku zákazníka zajišťuje řádná evidence o převzatém listinném cenném papíru, kterou musí banka vést v podobě tzv. samostatné evidence investičních nástrojů.²⁸⁴ Smluvním základem úschovy je zpravidla smlouva o úschově cenných papírů,²⁸⁵ ale její uzavření samo o sobě ještě neznamená poskytování právě této služby. Pro podřazení pod konkrétní investiční službu je totiž rozhodující faktický obsah vykonávaných činností, nikoliv existence formálního smluvního rámce.²⁸⁶

V rámci správy je banka povinna činit veškeré právní úkony, které jsou nezbytné k výkonu a zachování práv spojených s určitým cenným papírem, a to i bez konkrétních pokynů zákazníka. Jedná se zejména o úkony spojené s uplatněním práva na dividendu, výměnných práv, předkupních práv, o výkon hlasovacího práva podle pokynů zákazníka (tzv. depotní hlasovací právo) a další aktivity podobné povahy. S ohledem na povahu této investiční služby se neočekává, že by se banka vyjadřovala k finančnímu zdraví či budoucímu vývoji emitenta cenných papírů, které pro zákazníka spravuje. Pokud by tak činila, pravděpodobně by naplňovala znaky jiné investiční služby, a to podle okolností investičního poradenství či obhospodařování majetku. Z povahy činností vykonávaných v rámci správy je zřejmé, že se týká jak listinných, tak zaknihovaných cenných papírů. V případě správy se nevyžaduje, aby banka jako správce měla listinný cenný papír fyzicky u sebe. Nicméně v případě, že ho banka přebírá za účelem uplatnění práv či provedení úkonů, ke kterým je cenný papír nezbytný, odpovídá za škodu na něm vzniklou stejně jako při samostatné úschově. Smluvním rámcem samotné správy je smlouva o správě cenného papíru.²⁸⁷

²⁸³ Zastupitelné cenné papíry v hromadné úschově jsou společným majetkem uschovatelů. Nejedná se však o institut spoluvlastnictví.

²⁸⁴ Viz § 12c odst. 1 písm. c) a § 93 ZPKT. Způsob a zásady vedení evidence upravuje § 94 a násl. ZPKT a prováděcí vyhláška ČNB č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů.

²⁸⁵ § 34 CenP.

²⁸⁶ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 73.

²⁸⁷ § 36 CenP.

V případě depotního obchodu, který spočívá ve společném výkonu správy i úschovy je smluvním základem smlouva o uložení cenného papíru.²⁸⁸ Z této smlouvy bance jako opatrovateli vyplývá povinnost převzít listinný cenný papír za účelem jeho uložení a spravování.

Vzhledem k tomu, že většina českých investičních cenných papírů má zaknihovanou podobu, je na místě stručně zmínit jejich evidenci. V minulosti tato úloha náležela Středisku cenných papírů, které vedlo jednotnou evidenci zaknihovaných cenných papírů i jejich vlastníků. Jednalo se o systém tzv. jednostupňové evidence cenných papírů, jenž dávno neodpovídal zahraničním trendům, které umožňovaly praktičtější vícestupňové evidence. V červenci roku 2010 převzal tuto evidenci Centrální depozitář cenných papírů²⁸⁹ a Středisko cenných papírů ukončilo svou činnost. Současná centrální evidence je založena na dvoustupňovém systému.²⁹⁰

Závěrem je třeba poukázat na skutečnost, že depotní obchody jsou v posledních letech výrazně ovlivněny trendem imobilizace a dematerializace. Při imobilizaci se listinné cenné papíry svěří do úschovy schovatele, schovatel je zapíše do evidence a následně se s nimi nakládá stejně jako se zaknihovanými cennými papíry. Různé převody a zástavy uložených cenných papírů se už nerealizují fyzicky, nýbrž zápisem této skutečnosti do evidence.²⁹¹ Dematerializace znamená, že cenné papíry neexistují ve fyzické podobě, tedy jako listinné, nýbrž jako zaknihované, o kterých se vede evidence. Tyto trendy však zatím existenci institutu úschovy v žádném případě neohrožují, naopak, úschova stále nachází své využití především u listinných cenných papírů, se kterými se neobchoduje na kapitálových trzích.

7. Správa majetku

Zatímco u depotních obchodů může být předmětem správy pouze investiční nástroj, v případě správy majetku stačí, že je investiční nástroj jeho součástí. Obecně se

²⁸⁸ § 37 CenP.

²⁸⁹ Dále jen „CDCP“.

²⁹⁰ CDCP vede majetkové účty svých účastníků, kterými jsou zejména bankovní a nebankovní obchodníci s cennými papíry, Ministerstvo financí České republiky, ČNB atd. CDCP poskytuje své služby všem majitelům cenných papírů vedených v jeho evidenci prostřednictvím svých účastníků.

²⁹¹ V praxi se za tímto účelem vytvářely sběrné banky (tzv. sběrný depozitář).

správou majetku (asset management, portfolio management) rozumí zprostředkovatelské obchody banky zaměřené na řízení portfolií zákazníků.²⁹² Hlavním motivem rozhodnutí zákazníka o svěřeni svého majetku do správy profesionální a důvěryhodné osobě je zabezpečení dlouhodobě odborné péče o svěřený majetek. V této souvislosti je zajímavé, že ačkoli má bankovní obchodník s cennými papíry obecně daleko více zákazníků než nebankovní, je to právě nebankovní obchodník s cennými papíry, komu zákazníci svěřují podstatně větší majetek k obhospodařování (viz Graf č. 4 a 5).

ZPKT označuje tento druh investičního obchodu jako hlavní investiční službu obhospodařování majetku, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání.²⁹³ Obsahem samotného obhospodařování je formulace investiční strategie na základě zhodnocení podmínek individuálního zákazníka a tržní situace a její praktická realizace, která je zcela v diskreci banky jakožto obhospodařovatele.²⁹⁴ Investiční strategie je výsledkem pečlivého posouzení a vyhodnocení podmínek týkajících se jednak zákazníka, zejména jeho odborných znalostí a zkušeností v oblasti investic, finanční situace a investičních cílů, a jednak aktuální situace na kapitálovém trhu. Jedině tak lze dospět k návrhu vhodné investiční strategie, která bude přesně odpovídat individuálním potřebám jednotlivého zákazníka. Samotná realizace obhospodařování pak spočívá v rozhodovací činnosti banky ohledně konkrétních parametrů jednotlivých obchodů, a to na základě vlastního uvážení v rámci dohodnuté investiční strategie. Právě přítomnost volné úvahy je nejvýraznějším odlišujícím znakem ve vztahu k jiným investičním službám. Pokud by banka při obhospodařování majetku postupovala na základě konkrétních pokynů zákazníka, už by pravděpodobně nešlo o tuto investiční službu, ale spíše o přijímání a předávání pokynů či provádění pokynů na účet zákazníka. Přesto mám za to, že při správě majetku nevyhnutelně dochází k příležitostnému zadávání instrukcí ze strany zákazníka ohledně obhospodařování. Nabízí se otázka, zda lze nepříliš časté konkrétní pokyny zákazníka a jejich realizaci bankou považovat za součást této služby či je nezbytné je automaticky

²⁹² MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, s. 215.

²⁹³ § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT.

²⁹⁴ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 69.

podřadit pod jiné služby. S ohledem na systematiku ZPKT, potažmo MiFID mám za to, že jednotlivé investiční služby je třeba opravdu přísně rozlišovat, proto by banka měla zohlednit praktické úkony při obhospodařování majetku, nespoléhat se na jejich subsumpci pod tuto investiční službu a mít „pro jistotu“ v bankovní licenci vedle obhospodařování majetku povoleny také služby přijímání a předávání pokynů a jejich provádění na účet zákazníka. Dále je třeba mít na paměti, že obhospodařování majetku je možné podřadit pod tuto investiční službu pouze v případě, že součástí tohoto majetku je investiční nástroj. Obecně se předpokládá, že obhospodařovaný majetek se bude skládat z investičních nástrojů a peněžních prostředků určených k nákupu investičních nástrojů či získaných jejich prodejem nebo uplatněním práv s nimi spojených. Jak můžeme vidět z Grafu č. 4, v praxi tvoří peněžní prostředky jen marginální část obhospodařovaného majetku. Nikde ale není uvedeno, jakou část spravovaného majetku by měly tvořit investiční nástroje, aby stále ještě připadalo v úvahu zařazení služby jako obhospodařování majetku ve smyslu ZPKT. Sám ZPKT mluví o investičním nástroji, směrnice MiFID ve své definici této investiční služby používá výraz „jeden nebo více investičních nástrojů“.²⁹⁵ Doslovným výkladem tak dospějeme k závěru, že postačuje opravdu jenom jeden investiční nástroj. Jsem si vědoma toho, že spravovat majetek v režimu ZPKT „kvůli jedné akci“ může působit poněkud absurdně, na druhou stranu jedním z hlavních cílů ZPKT je ochrana zákazníků a tak by měla být úprava interpretována právě v jejich prospěch.²⁹⁶

²⁹⁵ Čl. 4 odst. 1 bod 9) směrnice MiFID.

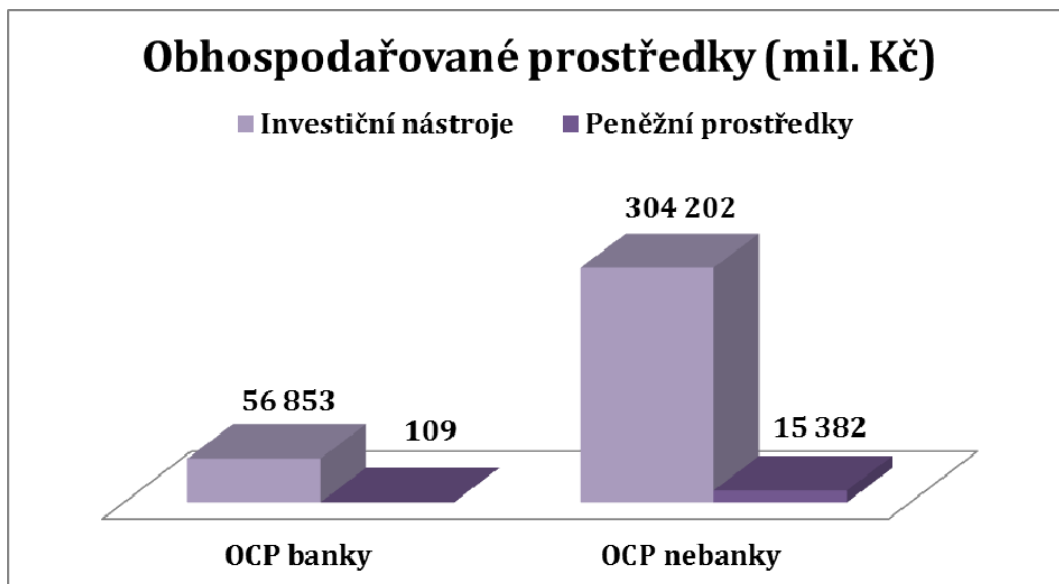
Anglická verze: „*one or more financial instruments*“.

Německá verze: „*ein oder mehrere Finanzinstrumente*“.

Francouzská verze: „*un ou plusieurs instruments financiers*“.

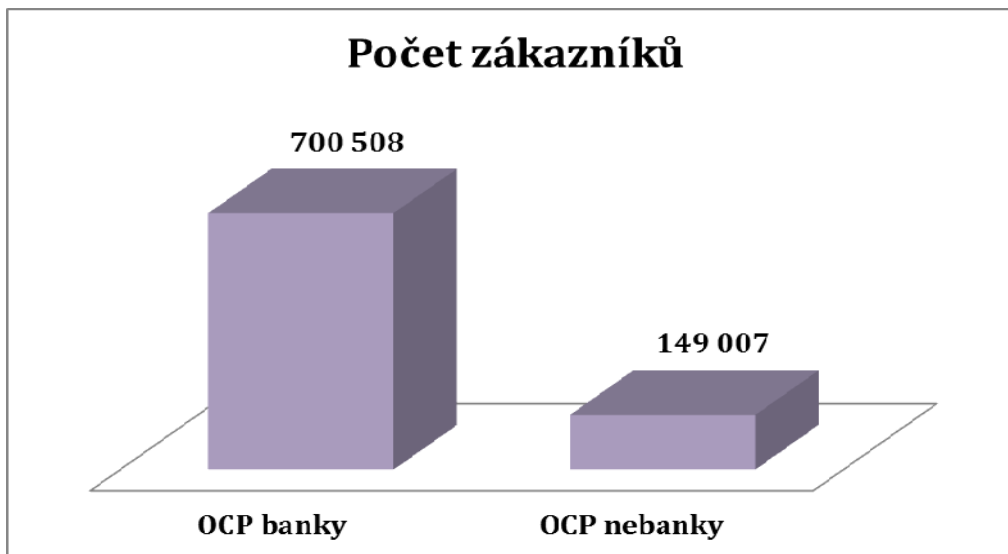
²⁹⁶ Opačný názor HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 71.

Graf č. 4: Struktura obhospodařovaných prostředků ke dni 30. 6. 2012



Pramen: *Základní ukazatele o sektoru obchodníků s cennými papíry*. ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/obchodnici_s_cp/index.html>

Graf č. 5: Počet zákazníků bankovních a nebankovních OCP ke dni 30. 6. 2012



Pramen: *Základní ukazatele o sektoru obchodníků s cennými papíry*. ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zakladni_ukazatele_fin_trhu/obchodnici_s_cp/index.html>

Dalším charakteristickým znakem této služby je individuální přístup, který se projevuje jak ve vztahu k zákazníkovi, tak ve vztahu k jeho majetku. Správa majetku představuje ze strany banky nadstandardní a individualizovanou službu, se kterou je spojena vysoká finanční náročnost, a proto se vyplatí jedině při dostatečně velkém investičním majetku. Poskytování této investiční služby je tak v běžné praxi podmíněno vložení majetku v určité minimální hodnotě.²⁹⁷ Individuální přístup nachází svůj odraz také ve vztahu k majetku zákazníka, který musí být zásadně oddělen od majetku banky i majetku ostatních zákazníků. Právě správa individuálního majetku jednotlivých zákazníků odlišuje tuto službu od obhospodařování majetku nashromážděného ve fondech kolektivního investování.²⁹⁸ Smluvním základem poskytování této investiční služby je obvykle smlouva o obhospodařování cenných papírů, resp. majetku zákazníka.²⁹⁹

Individualizovaný charakter správy majetku vede k vytvoření určitého důvěrného vztahu mezi zákazníkem a bankou, který je podstatně intenzivnější v případě, kdy je zákazníkem fyzická osoba. Správa svěřeného majetku bývá v případě fyzických osob často součástí širšího komplexu služeb v rámci tzv. privátního bankovníctví. V privátním bankovníctví už dávno nejde pouze o investice do investičních nástrojů či umění, ale hlavně o pocity zákazníka, že se jeho bankéř postará diskrétně nejen o jeho majetek, ale i o jeho další záležitosti. Se svěřeným majetkem nemalé hodnoty a vloženou důvěrou jsou spojeny přísné požadavky na obezřetnostní a profesionální přístup ze strany bankéře, který tak musí mít při obhospodařování majetku neustále na paměti nejlepší zájem zákazníka. Vysoké nároky jsou v tomto směru kladeny také na kvalitní regulaci a dohledový orgán, neboť správa majetku je oblastí velmi atraktivní pro různé podvodníky. Odstrašujícím příkladem absolutního selhání dohledového orgánu se stal případ Bernarda Madoffa, který coby správce majetku

²⁹⁷ Pro využívání privátního bankovníctví ČSOB musí mít zákazník investiční majetek o objemu převyšujícím 10 milionů Kč, u České spořitelny nad 5 milionů Kč. Cizí privátní banky jsou v tomto směru náročnější, např. rakouská banka Gutmann své služby nabízí pouze zákazníkům s disponibilním majetkem v hodnotě alespoň 1 milion EUR.

²⁹⁸ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.

²⁹⁹ Viz § 37a CenP.

zneužil důvěru svých zákazníků a zpronevěřil celkem 65 miliard USD, přičemž SEC nedokázala jeho dlouhodobé nepoctivé praktiky odhalit.³⁰⁰

8. Investiční poradenství

Existence investičního poradenství je reakcí na potřeby velké části investorů, kteří nemají dostatečné znalosti ani čas shromažďovat a analyzovat informace nezbytné pro kvalifikované investiční rozhodnutí. Z pohledu ZPKT se jedná o hlavní investiční službu investiční poradenství týkající se investičních nástrojů.³⁰¹ ZPKT dokonce uvádí její legální definici, což působí poněkud neobvykle ve srovnání s ostatními službami, u kterých se v podstatě omezuje pouze na jejich výčet. Mám za to, že důvodem legální definice je potřeba odlišit investiční poradenství od doplňkové investiční služby poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji. Mou domněnku podporuje fakt, že v případě analýzy investičních příležitostí přistoupil zákonodárce také k jejímu vymezení. Obsahem investičního poradenství je poskytování osobního (individuálně určeného) poradenství, které směřuje přímo či nepřímo k nákupu, prodeji, úpisu, umístění, vyplacení, držbě nebo jinému nakládání s konkrétním investičním nástrojem či nástroji nebo k uplatnění práva na takové nakládání, přičemž nezáleží na tom, zda je tato služba poskytována z podnětu zákazníka, resp. potenciálního zákazníka či banky.³⁰² Za hlavní pojmový znak investičního poradenství ve smyslu ZPKT, potažmo evropských předpisů tak lze označit právě jeho individualizovaný charakter.³⁰³

Individualizovaným poradenstvím se typicky rozumí rada, která je zákazníkovi prezentována jako vhodná pro jeho osobu, nebo vycházející z vyhodnocení jeho osobních podmínek, tedy zohledňující jeho individuální potřeby, odborné znalosti a zkušenosti v oblasti investic, finanční zázemí a investiční cíle.³⁰⁴ V takové radě by se

³⁰⁰ GOLDFARB, Zachary A. *The Madoff Files: A Chronicle of SEC Failure*. WASHINGTONPOST.COM [online]. The Washington Post, 2009 [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW:

< <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/09/02/AR2009090203851.html>>

³⁰¹ § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT.

³⁰² § 4 odst. 5 ZPKT.

³⁰³ Tento pojmový znak je zdůrazňován i samotnou PS-MiFID. Viz její preambule recitál (81) a čl. 52.

³⁰⁴ HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9, s. 83.

mělo promítat také určité hodnocení ze strany banky jakožto rádce, a proto samotné poskytnutí informací bez dalšího vysvětlení a posouzení nelze považovat za investiční poradenství. Nicméně za určitých okolností by i pouhé poskytnutí informací mohlo být vnímáno jako investiční poradenství, zejména v případě, kdy by banka uvedla pouze vybrané informace ve snaze ovlivnit investiční rozhodnutí zákazníka.³⁰⁵

Požadavek individuální určitosti služby se vztahuje také na investiční nástroj, ohledně něhož se poradenství poskytuje. Investičním poradenství není obecná rada o vhodnosti obchodů s investičními nástroji, nýbrž pouze rada ohledně určitého blíže konkretizovaného investičního nástroje. Pro zařazení poskytnutého poradenství právě pod tuto investiční službu je rozhodující také způsob, jakým byla určitá rada či informace zákazníkovi prezentována. Vzhledem k tomu, že smyslem úpravy je především ochrana investora, lze usuzovat, že v momentě, kdy je určitá rada zákazníkovi prezentována jako vhodná právě pro jeho osobu, jedná se o investiční poradenství bez ohledu na to, zda byly dodrženy zákonné požadavky pro poskytování této investiční služby.

Právní vztah mezi bankou a zákazníkem při poskytování investičního poradenství bude zpravidla upraven smluvně, nicméně právní předpisy žádný smluvní typ označovaný jako smlouva o investičním poradenství výslovně neupravují. Bude se tedy jednat o nepojmenovaný typ smlouvy, kde si strany stanoví práva a povinnosti v souladu s požadavky na výkon této investiční služby. Vzhledem k tomu, že v praxi je investiční poradenství zpravidla poskytováno společně s dalšími investičními službami, bude úprava tohoto vztahu pravděpodobně zapracována do textu smlouvy o těchto jiných investičních službách.

³⁰⁵ „...that advice requires an element of opinion on the part of the advisor; simply giving information without making any comment or value judgments on it is not advice. However, the mere provision of information may amount to advice if the circumstances in which it is provided give it the force of a recommendation; for example, a person may provide information on a selected basis in an attempt to influence the decision of the recipient.” BLAIR, William a Keith PALMER. *Banking and financial services regulation*. 3rd ed. London: Butterworths, 2002. ISBN 0-406-94987-5, s. 84.

Závěr

Cílem mé diplomové práce je podání uceleného výkladu problematiky investičních bankovních obchodů, což není s ohledem na omezený rozsah práce jednoduchá záležitost. Ve snaze vyhnout se přílišné popisnosti se soustředím pouze na nejzásadnější prvky regulace a s nimi spojené aktuální problémy či interpretační nejasnosti.

V systematické práci se promítá postavení banky jako subjektu, který investiční bankovní obchody provádí. S ohledem na její univerzální charakter není možné zcela odhlížet od skutečnosti, že se při své podnikatelské činnosti věnuje i jiným aktivitám. Z tohoto důvodu se vedle samotného vymezení banky a bankovních obchodů věnuji také úpravě vztahu komerčních a investičních obchodů v českém bankovním systému a přibližuji způsoby uspořádání těchto dvou oblastí v jiných bankovních systémech. Zároveň využívám určitého prostoru pro úvahu *de lege ferenda* a předkládám možné řešení ochrany vkladatelů před nebezpečným jednáním banky v podobě riskantního investování do cenných papírů na vlastní účet.

Stěžejní část mé práce tvoří obecná regulace investičních bankovních obchodů, kterou rozdělují na úpravu vstupních podmínek a úpravu pravidel bankovního podnikání na kapitálovém trhu. Zatímco vstupní podmínky představují souhrn požadavků, které musí subjekt splnit, aby vůbec mohl vykonávat investiční obchody, pravidla podnikání stanoví povinnosti, které musí při svém působení na kapitálovém trhu dodržovat. Na tento výklad navazují kapitoly, jejichž předmětem jsou jednotlivé investiční bankovní obchody se zaměřením na specifika jejich úpravy.

Nastavení míry náročnosti požadavků vyplývajících z regulace hraje klíčovou roli pro kvalitu subjektů i kapitálového trhu samotného. Příliš úzkostlivá a přísná regulace sice zajistí podnikání pouze vysoce kvalifikovaných a stabilních subjektů, nicméně bude mít negativní dopad na jejich konkurenceschopnost a finanční dostupnost poskytovaných služeb. Naopak lehkovážný a přehnaně liberální přístup umožní bankovní podnikání širokému okruhu subjektů, ale bohužel na úkor jejich kvality i stability. V tomto směru se kladou náročné požadavky na normotvůrce, od něhož se

očekává nastavení vyvážených pravidel, která zajistí adekvátní úroveň ochrany kapitálového trhu i investorů a zároveň nebudou nadbytečně zatěžovat samotné poskytovatele investičních služeb. V současnosti podléhá úprava investičních obchodů, resp. podnikání na kapitálovém trhu harmonizaci na úrovni evropského práva, a tak spočívá odpovědnost za rozumný přístup k regulaci právě na evropském normotvůrci.

Aktuální právní úpravu podnikání na kapitálovém trhu vytvořenou právě evropskými předpisy lze hodnotit velmi kladně, zejména co se týče kategorizace zákazníků v rámci pravidel jednání se zákazníky, která rozumně zohledňují odlišnou úroveň znalostí a zkušeností v oblasti investic a tyto rozdíly promítají i do úrovně ochrany investorů. Bohužel, Evropská komise dostala své pověsti přespříliš horlivého regulátora a minulý rok v reakci na finanční krizi předložila návrh tzv. směrnice MiFID II a nařízení MiFIR, které mají nahradit a zpřísnit stávající regulaci vytvořenou směrnicí MiFID. V navrhovaných změnách se odvolává na všudypřítomnou potřebu stále silnější ochrany investorů i kapitálového trhu samotného a zásadním způsobem narušuje původní koncept kategorizace zákazníků. V podstatě jde proti původní myšlence tohoto konceptu a rozšiřuje okruh povinností vůči profesionálním zákazníkům a dokonce zavádí i povinnosti vůči způsobilé protistraně. Podle mého názoru by taková úprava zbytečně zatěžovala obchodníky s cennými papíry a současně vnucovala ochranu zkušeným investorům proti jejich vůli. Mám za to, že by měl evropský normotvůrce přijmout skutečnost, že investiční obchody jsou vždy spojeny s určitými riziky a osoby v postavení profesionálních zákazníků a způsobilých protistran si toho jsou velice dobře vědomi. Regulace by měla na kapitálovém trhu vytvářet zdravé, důvěryhodné a transparentní prostředí a chránit především neprofesionální zákazníky, neboť profesionální zákazníci a způsobilé protistrany už splněním požadavků na zařazení do této skupiny prokázali, že takovou ochranu nepotřebují, navíc mají neomezenou možnost požádat o přeřazení do jiné kategorie.

Naopak jako rozumný krok ze strany evropského normotvůrce vnímám návrh směrnice o trestněprávním postihu zasvěcených osob, kterým se snaží zefektivnit a zpřísnit postup proti insider tradingu, jehož přítomnost na kapitálovém trhu značně narušuje důvěru investorů v transparentní a čestné obchodování s investičními nástroji.

Závěrem je třeba říci, že platnou právní úpravu investičních bankovních obchodů lze obecně považovat i přes její značnou rozsáhlost a nepřehlednost za vcelku zdařilou, a tak věřím, že v navrhovaných novelách vyhraje zdravý rozum a případné změny budou reagovat pouze na technologické inovace a akutní potřeby vyvíjejícího se trhu.

Seznam použité literatury

Monografie

BABOUČEK, Ivan a kol. *Regulace činnosti bank*. Vyd. 3. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2009. v, 318 s. ISBN 978-80-7265-144-3.

BAKEŠ, Milan et al. *Finanční právo*. 6., upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012. xxx, 519 s. Právnícké učebnice. ISBN 978-80-7400-440-7.

BLAIR, William a Keith PALMER. *Banking and financial services regulation*. 3rd ed. London: Butterworths, 2002. xxxiv, 692 s. ISBN 0-406-94987-5.

ČIŽINSKÁ, Romana. *Podnik a kapitálový trh: kapitálový trh a podnikové financování v České republice*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. 206 s. ISBN 978-80-7204-673-7.

DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005. 681 s. Vysokoškolská učebnice. ISBN 80-7201-515-X.

HENDRYCH, Dušan a kol. *Správní právo: obecná část*. 8. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2012. xxxiv, 792 s. Právnícké učebnice. ISBN 978-80-7179-254-3.

HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. xxv, 1004 s. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9.

Kolektiv autorů. *Bankovníctví*. 6. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2006. 280 s. ISBN 978-80-7265-099-6.

KOTÁSEK, Josef. *Ochrana vnitřních informací*. Vyd. 1. Brno: Tribun EU, 2008. 255 s. Knihovnicka.cz. ISBN 978-80-7399-355-9.

KOTÁSEK, Josef et al. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2009. xxviii, 419 s. Právnícké učebnice. ISBN 978-80-7179-454-7.

KRÁĚL, Miloš. *Bankovníctví I*. 6., upr. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. 220 s. ISBN 978-80-7318-776-7.

MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009. xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

MORRISON, Alan a WILHELM, William J. *Investment banking: institutions, politics, and law*. 1st pub. in pbk. New York: Oxford University Press, 2008. ix, 347 s. ISBN 978-0-19-954418-9.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

PÁNEK, Dalibor a VALOVÁ, Ivana. *Bankovní regulace a dohled*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008. 102 s. ISBN 978-80-210-4726-6.

PIHERA, Vlastimil; SMUTNÝ, Aleš; SÝKORA, Pavel. *Zákon o bankách: komentář*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2011. xviii, 499 s. Beckovy malé komentáře. ISBN 978-80-7400-389-9.

PLÍVA, Stanislav et al. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009. 220 s. ISBN 978-80-7357-433-8.

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. xvii, 716 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7.

POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého, 2004. 214 s. Skripta. ISBN 80-244-0906-2.

PŮLPÁNOVÁ, Stanislava. *Komerční bankovníctví v České republice*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007. 338 s. ISBN 978-80-245-1180-1.

RADVAN, Michal, KYNCL, Libor a MOŽDIÁKOVÁ, Michaela. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010. 61 s. Edice učebnic PrF MU; č. 456. ISBN 978-80-210-5277-2.

REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.

REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

SCHWINTOWSKI, Hans-Peter a SCHÄFER, Frank A. *Bankrecht: commercial banking, investment banking*. 2., neu bearbeitete Aufl. Köln: Heymanns, 2004. XXXIX, 1040 s. ISBN 3-452-24658-2.

ULRICH, Milan a PFEIFEROVÁ, Daniela. *Investiční bankovníctví*. Vyd. 1. Praha: Česká zemědělská univerzita, Provozně ekonomická fakulta ve vydavatelství Credit, 2004. 179 s. ISBN 80-213-1135-5.

Články

GOLDFARB, Zachary A. *The Madoff Files: A Chronicle of SEC Failure*. WASHINGTONPOST.COM [online]. The Washington Post, 2009 [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/09/02/AR2009090203851.html>>

POKORNÝ, Marek. *Zneužití informací manažerovi ČEZ k ničemu nebylo, říká soudce*. IHNED.cz [online]. Economia, 2009 [cit. 13. 11. 2012]. ISSN 1213-7693. Dostupné z WWW: <<http://zpravy.ihned.cz/cesko/c1-36170210-zneuziti-informaci-manazerovi-cez-k-nicemu-nebylo-rika-soudce>>

PRŮŠA, Ivo. *Vnitřní informace a jejich (zne)užití: dílčí poznámky k interpretaci insider dealingu Soudním dvorem Evropské unie*. Obchodněprávní revue 3/2012, s. 65 [online]. C. H. Beck. [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <www.beck-online.cz>

ŠOVAR, Jan. *Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu po poslední novelizaci*. Obchodněprávní revue 9/2009, s. 261 [online]. C. H. Beck [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <www.beck-online.cz>

ŠOVAR, Jan. *Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu ve světle poslední judikatury Evropského soudního dvora*. Obchodněprávní revue 5/2010, s. 141 [online]. C. H. Beck. [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <www.beck-online.cz>

Dokumenty ČNB, Ministerstva financí ČR a mezinárodních a nadnárodních orgánů, organizací a institucí

Evropská komise uveřejnila návrh nové evropské úpravy proti zneužívání trhu [online]. Ministerstvo financí, 2011 [cit. 13. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kt_ochrana_kap_trhu_64901.html>

Konzultační materiál ke směrnici o trzích s finančními nástroji (tzv. MiFID (I.): Pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům [online] Ministerstvo financí, 2006 [cit. 15. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultacni_material_MF-MiFID-zari2006_A_pdf.pdf>

Metodika Komise pro cenné papíry k odborné péči [online]. ČNB, 2004 [cit. 20. 6. 2012]. (dále jen „OdbP“). Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

Otázky a odpovědi: Jak jsou na tom banky? [online]. ČNB, 2012 [cit. 20. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/jak_jsou_na_tom_banky.html>

Odpovědi na dotazy – veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Širší okruh osob. ČNB, 30. 12. 2010 [online]. [cit. 5. 11. 2012] Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sirsi_okruh_osob.pdf>

Odpovědi na dotazy – veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. K povinnosti vyhotovit prospekt. ČNB, 30. 12. 2010 [online]. [cit. 5. 11. 2012] Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/K_povinnosti_vyhotovit_prospekt.pdf>

SANTOS, João A. C. *Commercial Banks in The Securities Business: A Review*. Working Paper [online]. Bank for International Settlements, 1998, s. 9 [cit. 26. 9. 2012]. Dostupné z WWW: <www.bis.org>

Úřední sdělení ČNB ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry [online]. ČNB, 2009 [cit. 15. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

Úřední sdělení ze dne 21. května 2010 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost [online]. ČNB, 2010 [cit. 15. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

Úřední sdělení ČNB ze dne 18. prosince 2009 o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci (revidovaná verze z 27. ledna 2012) [online]. ČNB, 2009 [cit. 18. 6. 2012]. Dostupné z WWW: <www.cnb.cz>

Zpráva o finanční stabilitě 2011/2012 [online]. ČNB, 2012 [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2011-2012/fs_2011-2012.pdf>

Další zdroje

www.cnb.cz

www.mfcr.cz

www.sec.gov

www.bis.org

WWW stránky jednotlivých bank

Důvodová zpráva k zákonu č. 230/2008 Sb.

Důvodová zpráva k zákonu č. 165/1998 Sb.

Seznam použitých právních předpisů a judikatury

Právní předpisy

Smlouva o fungování Evropské unie

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů

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

Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

Směrnice Komise 2003/124 ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování

Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů, ve znění nařízení Komise (ES) č. 1787/2006 a č. 211/2007

Nářízení Rady (ES) č. 2157/2001 ze dne 8. října 2001 o statutu evropské společnosti

Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, ve znění pozdějších předpisů

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

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

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů

Vyhláška ČNB č. 233/2009 Sb. o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky

Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti

Vyhláška ČNB 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb

Vyhláška ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

Vyhláška ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci, ve znění vyhlášky č. 191/2001 Sb.

Vyhláška č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele

Legislativní pravidla vlády

NĚMECKO. Gesetz vom 10. 7. 1961, BGBl. I S. 2776, über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)

USA. Securities Exchange Act 1934

Judikatura

Rozsudek Soudního dvora ze dne 23. prosince 2009 ve věci C-45/08, Spector Photo Group N.V. a Chris Van Raemdonck jako žalobců a Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) jako žalované. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 10. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/cs/index.htm>>

Rozhodovací praxe KCP/20/2004

Rozhodovací praxe KCP/32/2001

Rozhodovací praxe KCP/13/2003

Rozhodnutí SDEU C-210/1996 ze dne 16. července 1998 ve věci Gut Springenheide GmbH und Rudolf Tusky v Oberkreisdirektor des Kreises Steinfurt- Amt für Lebensmittelüberwachung. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 15. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/cs/index.htm>>

Rozhodovací praxe KCP/14/2005

Rozhodovací praxe KCP/1/2005

Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 10. 1. 2007, čj. 2 Afs 55/2006-96 In: Beck-online [právní informační systém]. Nakladatelství C. H. Beck [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://www.beck-online.cz/>>

Rozsudek SDEU ve věci 34/73 Fratelli Variola S. p. A. proti Amministrazione italiana delle Finanze ze dne 10. října 1973. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 6. 11. 2012]. Dostupné z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/cs/index.htm>>

Rozsudek německého Spolkového soudního dvora ze dne 17. 11. 2011, sp. zn. III ZR 103/10. In: Beck-online [právní informační systém]. Nakladatelství C. H. Beck [cit. 20. 11. 2012]. Dostupné z WWW: < <http://www.beck-online.cz/>>

Abstrakt

Předmětem této diplomové práce je ucelený výklad problematiky investičních bankovních obchodů se zvláštním důrazem na základní pravidla, které banka musí při provádění této činnosti dodržovat.

V systematicke práci se promítá postavení banky jako subjektu, který investiční bankovní obchody provádí. Vedle samotného vymezení banky a bankovních obchodů se autorka věnuje také úpravě vztahu komerčních a investičních obchodů v českém bankovním systému a zabývá se také způsoby uspořádání těchto dvou aktivit v jiných bankovních systémech, přičemž porovnává výhody a nevýhody s nimi spojenými.

Stěžejní část diplomové práce tvoří obecná regulace investičních bankovních obchodů, která se člení na úpravu vstupních podmínek a úpravu pravidel bankovního podnikání na kapitálovém trhu. V rámci vstupních podmínek se autorka zaměřuje na požadavky spojené s udělením bankovní licence a povolením k poskytování investičních služeb. Úprava pravidel bankovního podnikání na kapitálovém trhu se dále dělí na pravidla omezující podnikání a pravidla jednání se zákazníky. Autorka analyzuje a hodnotí právní úpravu jednotlivých požadavků vyplývajících z těchto pravidel, rozebírá případné výkladové nejasnosti a aktuální problémy spojené s prováděním investičních obchodů

Na výklad obecné regulace navazují kapitoly, jejichž předmětem jsou jednotlivé investiční obchody se zaměřením na specifika jejich úpravy. Autorka zde objasňuje pojmové znaky jednotlivých investičních obchodů a jejich vztah k investičním službám.

Abstract

The subject of this thesis seeks to provide a comprehensive commentary on the issue of investment banking transactions with special emphasis on the basic principles that should be complied with by bank in the course of its business.

The structure of this thesis reflects the primary position of bank as a subject carrying out the investment banking transactions. Aside the very definition of a bank as a subject and investment banking transaction, the author of this thesis focuses on the relation of commercial and investment undertakings in the Czech banking system and copes with different types of arrangement of those two activities in foreign banking systems, as well as compares the advantages and disadvantages of both.

The crucial part of this thesis deals with regulation of investment banking transactions in general. It covers description of authorization requirements and framework for business activities in the capital markets. The authorization requirements are mostly connected with conditions for granting banking license and permission to provide investment services. The text on regulation of banking business comprise mainly of rules of prudent business manners and of rules for dealing with customers. The author analyzes and evaluates the legislation dealing with individual requirements resulting from such regulation, assessing possible interpretational ambiguities and up-to-date issues arising from conducting investment business.

The general regulation is followed by chapters on individual types of banking transactions focusing on their respective exceptionalities. The author clarifies the characteristics of individual transactions and their relation to investment services.

Klíčová slova / Keywords

Investiční bankovní obchody / Investment banking transactions

Investiční bankovnínictví / Investment banking

Univerzální bankovní systém / Universal banking system

Oddělený bankovní systém / Separate banking system

Název / Title

Investiční bankovní obchody a jejich regulace / Investment banking transactions and their regulation

