

Regulovaný trh s investičními nástroji

Vedoucí diplomové práce:
JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Autor:
Michal Petr

listopad 2014

Čestné prohlášení:

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

V Praze dne 25. listopadu 2014

.....

Poděkování:

Chtěl bych poděkovat JUDr. Petru Kotábovi, Ph.D., vedoucímu diplomové práce, za odborné vedení a poskytnuté informace a rady při zpracování mé diplomové práce.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK	1
ÚVOD.....	2
1 REGULOVANÝ TRH S INVESTIČNÍMI NÁSTROJI.....	4
1.1 CHARAKTERISTIKY REGULOVANÉHO TRHU.....	5
1.2 PŘEDCHŮDCI A HISTORIE REGULOVANÝCH TRHŮ.....	6
1.3 HISTORIE BURZOVNICTVÍ NA ÚZEMÍ ČESKÉ REPUBLIKY.....	8
1.4 EVROPSKÝ KAPITÁLOVÝ TRH.....	11
1.4.1 <i>MiFID</i>	14
1.5 VYMEZENÍ FINANČNÍHO A KAPITÁLOVÉHO TRHU.....	15
1.5.1 <i>Kategorizace finančního trhu</i>	18
1.6 INVESTIČNÍ NÁSTROJE.....	20
1.7 NÁSTROJE OBCHODOVANÉ NA FINANČNÍCH TRZÍCH.....	22
1.7.1 <i>Akcie</i>	22
1.7.2 <i>Dluhové cenné papíry</i>	23
1.7.3 <i>Deriváty</i>	24
2 VÝCHODISKA REGULACE A DOZORU NAD KAPITÁLOVÝMI TRHY	29
2.1 DŮVODY REGULACE A DOZORU.....	29
2.2 INSTITUCIONÁLNÍ MODEL REGULACE.....	30
2.3 DOZOR VS. DOHLED.....	33
2.4 DOZOR NAD KAPITÁLOVÝM TRHEM V ČESKÉ REPUBLICE.....	34
3 REGULOVANÝ TRH S INVESTIČNÍMI NÁSTROJI V ČESKÉ REPUBLICE	38
3.1 REGULOVANÝ TRH A JEHO ALTERNATIVY.....	38
3.2 ORGANIZÁTOR REGULOVANÉHO TRHU.....	40
3.3 POVOLENÍ K ČINNOSTI ORGANIZÁTORA REGULOVANÉHO TRHU.....	41
3.4 DĚLENÍ OFICIÁLNÍHO TRHU DLE § 64 A REGULOVANÉHO TRHU DLE § 55.....	42
3.5 REGULOVANÝ TRH A MNOHOSTRANNÝ OBCHODNÍ SYSTÉM.....	43
3.6 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA ORGANIZÁTORŮ REGULOVANÉHO TRHU.....	44
3.6.1 <i>Organizační struktura BCPP</i>	44
3.6.2 <i>Organizační struktura ostatních organizátorů regulovaných trhů</i>	45
3.6.3 <i>Přístup k obchodování</i>	45
3.6.3.1 <i>Burza cenných papírů Praha, a. s. (BCPP)</i>	46
3.6.3.2 <i>Power Exchange Central Europe, a.s. (PECE)</i>	47
3.6.3.3 <i>RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.</i>	47
3.6.4 <i>Požadavky na přijetí investičních nástrojů k obchodování</i>	48

3.6.5	<i>Vypořádání obchodů</i>	49
3.6.6	<i>Stálý rozhodčí soud</i>	50
4	AKTUÁLNÍ VÝVOJ A BUDOUCNOST PRÁVNÍ ÚPRAVY REGULOVANÝCH TRHŮ	52
	ZÁVĚR	58
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	61

Seznam použitých zkratek

- BCPP** - Burza cenných papírů Praha, a. s.
- ČNB** - Česká národní banka
- DohKapTR** - zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů
- MiFID** - směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES
- MiFID II** - Směrnice Evropského parlamentu a Rady EU č. 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
- ObčZ** - zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- PECE** - Power Exchange Central Europe, a.s.
- RozŘ** - zákon č. 216/1994 Sb., o rozhodčím řízení a o výkonu rozhodčích nálezů, ve znění pozdějších předpisů
- SpŘ** - zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů
- ZoCP** - zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
- ZISIF** - zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
- ZPKT** - zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Úvod

Regulovaný trh jakožto součást finančního trhu má klíčové postavení v tržní ekonomice. Jeho prostřednictvím dochází k alokaci kapitálu, čímž podporuje růst ekonomiky. O tom, jak efektivní tato alokace bude, rozhoduje efektivita, nebo chceme-li rozvinutost, těchto trhů. S jejich vysokým významem výrazně kontrastuje jejich výrazná náchylnost k tržním selháním. Právě díky těmto vlastnostem se postupně staly z právního pohledu jednou z nejdynamičtěji se rozvíjejících oblastí. Rozvinutost finančních trhů je spolehlivým barometrem vyspělosti dané ekonomiky a ukazatelem jejího zdraví. Ve své práci jsem spojil náhled na vybranou problematiku z ekonomického a právního úhlu pohledu, jelikož se tyto dvě oblasti vzájemně výrazně ovlivňují.

Dá se říci, že nejen regulované trhy, ale finanční trhy obecně, jsou tak silné, jak silná je nedůvěra v ně. Důvěra se přitom zakládá na stabilitě trhů, jejich transparentnosti a rovnosti zúčastněných subjektů. Není tedy náhodou, když zjistíme, že tyto hodnoty bývají uváděny jako hlavní cíle nejen evropské regulace této právní oblasti.

Regulované trhy a burzovní trhy, na které v právním řádu regulované trhy navazují, mají dlouhou historii. V první kapitole se proto zaměřím na stručné zachycení klíčových okamžiků rozvoje světového burzovníctví. Odděleně budu věnovat pozornost historii českého kapitálového trhu kde zejména její novodobá část z 90. let 20. století do značné míry determinuje současné postavení kapitálových trhů. Cílem poslední subkapitoly je ohlednutí se za novodobým vývojem evropské legislativy, zejména pak se zaměřením na směrnici MiFID. Ačkoliv se jedná o samostatnou kapitolu oddělenou od popisu vývoje v České republice, je tato oblast určující pro další vývoj českého právního řádu. Toto vzájemné propojení vzniklo přistoupením České republiky k Evropské unii a dnes je téměř výhradním zdrojem změn tuzemského práva v oblasti kapitálového trhu. Aktuální legislativa ve smyslu revidované směrnice MiFID II je pak předmětem poslední, čtvrté kapitoly mé práce.

Ve zbývajících částech prvního oddílu se budu věnovat vymezení kapitálového trhu a finančního trhu, které pomůže při orientaci v dalším textu. V neposlední řadě poskytnu také exkurz do instrumentů obchodovaných na finančních trzích, jelikož právě tyto instrumenty a operace s nimi jsou základním stavebním kamenem finančních trhů.

Nutnou podmínkou existence finančních trhů je stanovení jejich regulatorního rámce. Jejich další rozvoj je přímo odvislý od důvěry, kterou v ně investoři, ale i emitenti kladou. Osvětlení důvodů regulace a jejich jednotlivých institucionálních modelů se budu věnovat ve druhé kapitole.

Vytvoření efektivní regulace je pouze prvním předpokladem pro úspěšný vznik efektivně fungujících trhů. Jakákoliv pravidla se stávají bezzubými, pakliže neexistuje následný dohled nad jejich plněním a případné sankce v případě jejich porušení. Právě proto se v další části nejdříve zaměříme na způsob začlenění dohledu do právního řádu a následně aplikujeme tyto teoretické základy na relativně krátce, avšak dramaticky se rozvíjejícím regulovaném trhu v České republice. Právě analýze vývoje dohledu nad českým kapitálovým trhem bude věnována hlavní část této kapitoly.

Otázkou, které se zde budu věnovat, je i rozsah a míra centralizace dohledu nad finančními trhy. Při řešení otázky centralizace dohledu zde přitom nemám na mysli soustředění dohledových pravomocí napříč jednotlivými segmenty finančního trhu v rukou jednoho subjektu uvnitř státu, nýbrž postupující centralizaci uvnitř Evropské unie.

V následující třetí kapitole se budu zabývat analyzováním aktuální právní úpravy regulovaného trhu v České republice. V návaznosti na již dříve analyzované charakteristické znaky regulovaného trhu se zaměřím na osvětlení jeho základních institutů a srovnání regulovaného trhu s konkurenčními obchodními systémy.

V poslední části mé práce se budu věnovat analýze nové revize směrnice o trzích finančních nástrojů, k jejímuž přijetí došlo. Zaměřím se zejména na východiska, za nichž úprava vznikala a nové instituty, které do právního řádu přinese, respektive přinese po její řádné transpozici.

Obsah práce odpovídá právnímu stavu k 1. říjnu 2014.

1 Regulovaný trh s investičními nástroji

Jednotný systém regulovaného trhu a organizátora regulovaného trhu se do zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZPKT“) dostal transpozicí směrnice MiFID. Dřívější členění trhu na burzovní a mimoburzovní od této doby již nemá význam, přičemž zjednodušeně řečeno se regulovaný trh stal nástupcem trhu burzovního a alternativní obchodní systém v podobě mnohostranného obchodního systému se stal představitelem trhu neregulovaného, který nahradil mimoburzovní trh.

Regulovanost tohoto trhu spočívá v tom, že zákon stanoví řadu pravidel, která se stávají zákonnou podmínkou existence a obchodování na takovýchto trzích. Jedná se konkrétně o podmínky pro přijetí investičních nástrojů k obchodování, u kterých zákon stanoví požadavky, které musí investiční nástroj splnit, aby jej bylo možné obchodovat na regulovaném trhu. Vedle těchto základních pravidel pro přijetí a následné obchodování investičních nástrojů na regulovaném trhu zákon dále očekává, že organizátor regulovaného trhu stanoví další, dodatečná vnitřní pravidla. Další oblastí, které zákon ve vztahu k regulovaným trhům taktéž věnuje pozornost, je přístup na tyto trhy, konkrétně pak požadavkům na účastníky regulovaného trhu.

Vedle regulovaného trhu ve smyslu ZPKT existuje jako alternativní převodní místo již zmiňovaný mnohostranný obchodní systém, který představuje trh neregulovaný. Jedná se o trh, který nesplňuje některé dále specifikované charakteristiky trhu regulovaného a neuplatní se tak na něj zákonná úprava trhu regulovaného. Konkrétní rozdíly regulovaného trhu a mnohostranného obchodního systému jsou blíže specifikovány v kapitole 3.5.

Pakliže budeme na trh nahlížet optikou rozlišující, zda jde o trh organizovaný, tedy zda je charakteristická pro trh osoba organizátora, pak toto sepjetí se subjektem organizujícím trh má pouze regulovaný trh. Navzdory vzájemným odlišnostem však plní regulovaný trh i mnohostranný obchodní systém obdobnou funkci, což ostatně uvádí i směrnice MiFID, když stanoví, že tato převodní místa, „plní stejnou funkci organizovaného obchodování“. Na rozdíl od regulovaného trhu zákon u mnohostranného obchodního systému nestanoví konkrétní podmínky pro přijetí investičních nástrojů a obchodování s nimi a pro přístup na tento trh. Zákon tato

pravidla sice nestanovuje, ale je povinností provozovatele trhu tato pravidla vytvořit. O mnohostranném obchodním systému tedy hovoříme jako o trhu neregulovaném, což ovšem neznamená, že by nebyl předmětem úpravy ze strany ZPKT.

Neregulované trhy bývají nazývány též jako OTC trhy (over the counter, neboli trh přes přepážku). Neregulované trhy jsou využívány jako alternativa k regulovaným trhům zejména tehdy, pokud investiční instrument nesplní náročné požadavky regulovaného trhu, ale emitent má přesto zájem nabídnout tento cenný papír investorům. Nižší stupeň regulace s sebou přináší vedle vyššího rizika také nižší náklady. Neregulované trhy jsou tudíž vyhledávány také kvůli jejich nižším transakčním nákladům. Z povahy věci vyplývá, že se jedná o trhy, kde budou obchodovány rizikovější finanční instrumenty, které ale také mohou dosahovat díky rizikové prémii vyššího výnosu.

Ve světle nově vzniklé evropské právní úpravy MiFID II, jejímž cílem je dále posílit ochranu investorů, dochází postupně k vyprazdňování pojmu OTC a veškeré obchodní platformy sloužící k realizaci nákupu a prodeje investičních instrumentů se stávají součástí evropských regulovaných trhů.

1.1 Charakteristiky regulovaného trhu

Úzká vazba regulovaného trhu a organizátora regulovaného trhu a termíny s tím související byly zavedeny do českého právního řádu novelou ZPKT č. 230/2008 Sb.

Ústřední pojem burzy cenných papírů jakožto organizátora trhu s investičními nástroji definovaný v původní právní úpravě v části 5, hlavě 2 ZPKT byl nahrazen zákonnou definicí regulovaného trhu s investičními nástroji v § 55 ZPKT, již byla do českého právního řádu transponována směrnice 2004/39/ES čl. 4 odst. 1 bod 14.

Regulovaný trh je vymezen pojmovými znaky, které jej nejen definují, ale také odlišují od alternativních obchodních platforem. Detailnější pohled na tyto znaky, vycházející ze zákonné úpravy, nám umožní mu lépe porozumět.

Jedná se o trh s investičními nástroji, tedy místo střetu subjektů nabízejících a poptávajících investiční nástroje, jejichž interakcí dochází k obchodům s finančními nástroji.

Druhou podmínkou, jíž je regulovaný trh s investičními nástroji definován, je pravidelnost obchodování na tomto trhu. Pravidelnost obchodování přitom pojmově

nespecifikuje ani směrnice MiFID, ani ZPKT. Pro splnění požadavku pravidelnosti není zcela jistě podmínkou jeho nepřetržité fungování, obchodování však nemůže být nahodilé. Můžeme ze zákonné definice dovodit, že by tuto podmínku splňoval i trh obchodující podle daného harmonogramu v některé, předem stanovené dny. A contrario obchodování na základě nahodilého setkání prodávajících a kupujících tuto podmínku nesplňuje.

Další definiční podmínkou je existence vnitřních pravidel regulovaného trhu upravujících přijímání investičních nástrojů k obchodování, jejich obchodování a přístup subjektů na regulovaný trh. Takto stanovená pravidla neumožňují organizátorovi ovlivňovat rozhodnutí na individuální bázi. Existence výše zmiňovaných pravidel obchodování je však již dle § 38 odst. 1 písm. f ZPKT podmínkou pro povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu, a tak se spíše než o podmínku jedná o vlastnost dokreslující charakter regulovaného trhu. Tato pravidla v české právní úpravě odpovídají požadavkům z recitálu 6 MiFID, dle nichž se jedná o pevně stanovená pravidla tehdy, pakliže neumožňují jejich tvůrci, respektive investičnímu podniku, jejich ad hoc změny pro konkrétní případy.

V neposlední řadě pak musí být regulovaný trh organizován zvláštním subjektem, organizátorem regulovaného trhu, který je držitelem licence popsané v kapitole 3.3. Definice regulovaného trhu je v souladu s recitálem 6 MiFID velmi blízká definičním znakům mnohostranného obchodního systému, který je blíže popsán v kapitole 3.5. Tato definiční blízkost značí, že se sice jedná o odlišné obchodní systémy, avšak oba plní tutéž funkci organizovaného obchodování a jako takové by měly mít blízký regulatorní rámec.

Označení trhu za „regulovaný“, stejně jako použití označení „burza cenných papírů“, chrání ustanovení § 53 ZPKT, které zakazuje užívání těchto pojmů subjektu nemajícímu povolení k organizování regulovaného trhu dle § 38 ZPKT.

1.2 Předchůdci a historie regulovaných trhů

Počátky burzovníctví nacházíme v italských městech již ve 12. století. Tehdejší pojetí burzy má však velmi vzdálený vztah k instituci regulovaného trhu tak, jak je známe dnes. Jednalo se o neformální setkání obchodníků obchodujících zejména s cennými papíry typu směnky, ale také s drahými kovy. Cenné papíry již tehdy

vykazovaly charakteristickou vlastnost zastupitelnosti, kterou si zachovaly dodnes, a která se stala současně faktorem, jež tyto trhy odlišil od trhů se zbožím a surovinami.

V neorganizovaných setkáních, ke kterým docházelo náhodně dle aktuálních potřeb, začala postupem času vznikat pravidla obchodování a okruh osob oprávněných vstupovat na takto živelně vzniklý trh se začal omezovat. Omezení okruhu osob, které se mohly účastnit obchodování, vyústilo ve vznik burzovních spolků. Takto vzniklé burzovní spolky se pravidelně scházely na stanovených místech, což umožnilo jejich další rozvoj. Přímého předchůdce regulovaných trhů v dnešním pojetí, a dřívějších burzovních trhů, nacházíme v 16. století, kdy v Antverpách vznikla první burza v dnešním slova smyslu. Tato instituce splňovala i novodobé charakteristické vlastnosti burzy, totiž, že se jednalo o místo, kde docházelo k organizovanému obchodu s cennými papíry.

Instituce burzy se velmi rychle rozšířila i do dalších měst, zejména pak do významných obchodních center. Vedle zmiňovaných směnek se dále obchodovalo se státními dluhovými cennými papíry a po vzniku prvních akciových společností v 17. století také s akciemi, které postupně získaly v 18. a zejména 19. století stěžejní význam. K oslabení dynamického rozvoje kapitálových trhů došlo v souvislosti s první světovou válkou, kdy byla postupně většina burzovních trhů uzavřena. Poválečný rozmach, ke kterému došlo napříč světovými trhy, byl přerušen krachem na newyorské burze roku 1929 a následující Velkou hospodářskou krizí. Devastující pokles kurzů a ztráta důvěryhodnosti v očích investorů vedla k dramatickému poklesu obchodů a související ztrátě likvidity obchodovaných cenných papírů. Oblast do té doby minimálně regulovaná se nyní stala cílem restriktivních zásahů ze strany státu, jejichž cílem bylo předejít opětovnému selhání trhu, respektive stanovit taková pravidla jeho fungování, která by selhání zamezila.

Další rozvoj a podpora burzovních trhů po 2. světové válce je spojena zejména s angloamerickými trhy. Oproti tomu růst významu kapitálových trhů v Evropě a jejich rozvoj, měřeno počtem obchodovaných cenných papírů a objemem obchodů, byl velmi pozvolný. Změna nastala v 80. letech, kdy došlo k liberalizaci právní úpravy obchodování. V souvislosti s rozvojem techniky se většina burz postupně stala elektronickými, tedy bez nutnosti obchodovat přímo na parketu burzy. Právě rozvoj

technologií a elektronizace burz dále zpřístupnily burzy širokému spektru potenciálních investorů a umožnily tak další vývoj.

Na světě se postupně rozvinuly tři odlišné typy burz:

Burza anglo-amerického typu

Jedná se o subjekt soukromého práva, který bývá založen významnými finančními subjekty v zemi. Obchodování na burze se neomezuje jen na členy burzy, kteří mají na burze podíl a jsou takzvaně držitelé „křesla“, jichž je přirozeně omezený počet, ale obchodování je jejich prostřednictvím zpřístupněno i široké veřejnosti. Stát upravuje proces obchodování na burze, avšak dále do obchodování nezasahuje. Burza je spravovaná vlastními orgány, které jsou zodpovědné za tvorbu hlavních burzovních předpisů, které upravují obchodování na ní.

Francouzský typ burzy

Francouzský typ burzy je charakteristický svou širokou otevřeností pro veřejnost. Navzdory tomu však lze obchody uzavírat výhradně prostřednictvím burzovních dohodců, takzvaných senzálů, kteří zprostředkovávají obchody na burze. Senzálové jsou do své funkce ustaveni orgány burzy.

Středoevropská burza

Pro středoevropskou burzu, která bývá též označována za burzu kontinentálního typu, je charakteristické, že se jedná o uzavřenou společnost členů burzy. Obchodování na burze je v tomto prostředí zájemcům umožněno výhradně prostřednictvím jejich členů. Pro tento druh burzy je také charakteristická integrace státu. Ten může dozor vykonávat prostřednictvím svého zástupce, který je na burze přítomen vedle jejich členů, případně, jak tomu bylo například v České republice, reguluje vznik burzy a její aktivity.

1.3 Historie burzovníctví na území České republiky

Na počátky burzovníctví v Čechách měla významný vliv Obchodní a živnostenská komora, která vznikla v roce 1850. Výsledkem intenzivních příprav pro vznik burzy na českém území byla v roce 1861 první organizovaná burzovní setkání, která byla nazvána Burzou peněžní, na zboží a plodiny. Kvůli nízkému zájmu burzovního publika však byla burza po jednom roce působení uzavřena. Úsilí o vytvoření trvalé burzy v Čechách ale přetrvávalo dále.

Myšlenka na znovuotevření burzy v Praze byla obnovena roku 1868 na základě iniciativy obchodnického spolku Merkur. Ani tento pokus však neměl dlouhého trvání a burza byla po necelém roce působení uzavřena, opět pro nezájem z řad investorů, což bylo možné přičítat neznalosti a nedostatečné osvětě v řadách českých investorů.

Roku 1871 došlo k poslednímu, tentokrát již úspěšnému pokusu o založení trvalého organizovaného kapitálového trhu v Praze a jako výsledek nezměrného úsilí a několikaletých snah o získání povolení od rakousko-uherských úřadů vznikla Pražská burza. Kromě výše zmiňovaných pokusů o založení burzy se do této doby obchodovalo na již existující prozatímní burze, která v Praze, ve Šlikově paláci na Národní třídě, existovala již od roku 1855 a na které se obchodovalo zejména se směnkami a měnami. Předmětem obchodování na nově formalizované burze byly zejména tuzemské akcie a státní dluhopisy, ale také zemědělské plodiny.

Po počátečním nezájmu o obchodování, který však trval pouze několik měsíců, se ke konci roku 1871 rozrostl počet na burze kotovaných společností až na 23 a v průběhu roku 1872 se dále více než zdvojnásobil. Právě obchodování se zemědělskými plodinami bylo roku 1892 vyčleněno do nově zřízené plodinové burzy, která byla za tímto účelem v Praze založena. Slibný rozvoj před sebou měla burza koncem 19. a dále na přelomu 19. a 20. století zejména díky růstu hospodářství na českém území. V Českých zemích se soustředila valná část průmyslové výroby tehdejšího mocnářství a Jubilejní zemská výstava konaná v Praze roku 1891 dále podpořila její růst. Navzdory ekonomické síle pražská burza i nadále hrála ve srovnání s hlavní vídeňskou burzou, kde bylo soustředěno centrum obchodu, ale také s budapeštskou burzou, druhořadou rolí.

První světová válka přinesla dočasné pozastavení obchodování na pražské burze. Geopolitické změny po první světové válce umožnily znovuotevření burzy v roce 1919, nikoliv jako lokální burzy okrajového významu, ale již jako hlavní burzy celostátního významu. Četné reformy umožnily její expanzi, která byla přerušena až zmiňovanou Velkou hospodářskou krizí, která obdobně jako ostatní burzy zasáhla i tu českou. Po mírném oživení v polovině 30. let byla činnost burzy opět přerušena mnichovským diktátem v roce 1938 a po konci 2. světové války byla považována v systému centrálně plánované ekonomiky za nadbytečnou instituci, a tudíž nebyla obnovena.

K znovuoobnovení kapitálového trhu v Československu došlo záhy po politických změnách v roce 1989. Počátky kapitálového trhu jsou spjaté s centrální bankou, tedy Státní bankou československou, která organizovala pravidelné obchodování s cennými papíry.

Nová kapitola burzovníctví na našem území se začala psát v roce 1991, kdy vznikl přípravný výbor pro znovuoobnovení Burzy cenných papírů Praha. Vedle úsilí o formální zřízení pražské burzy vznikla také prozatímní „burza“, na které se až do roku 1993 obchodovaly zejména nově emitované státní dluhopisy.

Snahy o formální založení burzy byly završeny roku 1992, kdy byla založena Burza cenných papírů Praha, a.s. Široké investiční veřejnosti měly přístup na burzu zajistit banky a obchodníci s cennými papíry, kteří byli jejími zřizovateli.

Obchodování bylo slavnostně zahájeno roku 1993. Tento rok je spjat také s emisí akcií první vlny kuponové privatizace, jejímž prostřednictvím došlo k redistribuci vlastnictví většiny státních podniků na občany. Kuponová privatizace podpořila význam burzovního trhu v Čechách a zapříčinila razantní růst objemu obchodů, avšak ještě více růst obchodovaných titulů. Zejména přijetím stovek nelikvidních titulů nabízených v kuponové privatizaci se však trh zahltit nabídkou, o kterou byl však jen velmi omezený zájem a likvidita těchto titulů tak byla velmi nízká.

Právní úprava vznikající v této době si kladla za cíl podpořit spravedlivou redistribuci majetku ve společnosti a dále stanovení právního rámce pro zajištění chodu navazujících sekundárních trhů s nově vzniklými akciemi dříve státních podniků v podobě organizovaného trhu s finančními instrumenty. Klíčový byl pro oblast finančních trhů zákon o cenných papírech a zákon o burze cenných papírů, z nichž se později povětšinou veřejnoprávní úprava vyčlenila do zákona o kapitálovém trhu.

Rok 1997 přinesl zpřehlednění situace poté, co bylo 1301 akciových titulů delistováno. I následné snížení počtu obchodovaných instrumentů, které s sebou vzhledem k poklesu objemu obchodů neslo i snížení počtu burzovních členů, vedlo ke zpřehlednění trhu a omezení nabídky jen na skutečně likvidní tituly.

Roku 2008 se stala majoritním akcionářem BCPP Wiener Börse AG, která pak vytvořila roku 2009 alianci s názvem CEE Stock Exchange Group. Pražská burza se tímto stala součástí největší skupiny burz ve střední a východní Evropě.

1.4 Evropský kapitálový trh

Vývoj moderního evropského práva kapitálových trhů, které zásadně ovlivňuje také právní úpravu v České republice, je výrazně ovlivněn zprávou Výboru moudrých z roku 2001 pod vedením barona Alexandra Lamfalussyho, zkráceně také označovanou jako Lamfalussyho zpráva (dále jen „Zpráva“). Zpráva zdůrazňuje význam společného finančního trhu Evropské unie, jehož proklamovaná jednota povede především k efektivnější alokaci kapitálu, nižším nákladům na kapitál a většímu ekonomickému růstu, což zlepší konkurenceschopnost evropských trhů jako celku ve srovnání s ostatními finančními centry. Nejedná se přitom o nic nového, společný trh, v němž dochází nejen k volnému pohybu kapitálu, byl již cílem Římské smlouvy¹.

Výchozí situací, za níž Zpráva vznikala, byla značně roztříštěná právní úprava kapitálových trhů v evropských zemích, již bylo třeba harmonizovat za účelem dosažení její jednoty.

Zpráva identifikovala faktory, které brání vytvoření společného finančního trhu²:

- Legislativní proces na úrovni Evropské unie je příliš pomalý. Jak uvádí Zpráva, legislativní proces trvá v průměru 3 roky, což je vzhledem k dynamice finančních trhů příliš dlouho. Legislativní proces mimo oblast kapitálových trhů je přitom citelně kratší, což dále podtrhuje komplexnost upravované materie a rozdílnost názorů členských států. Výsledkem zdlouhavého legislativního procesu, jak dále uvádí zpráva, jsou velmi nejednoznačné požadavky, kterými nakonec žádné integrace evropských trhů není dosaženo.
- Ačkoliv členské státy nedodržují termíny pro transpozici do národní právní úpravy, nejsou ze strany Evropské unie tato porušení postihována.
- Neexistence mechanismu pro novelizaci již existující právní úpravy tak, aby odrážela aktuální stav na finančních trzích

¹ Smlouva o založení Evropského společenství (ES) - tzv. Římská smlouva ze dne 25. března 1957. [cit. 2014-06-12]. Dostupné online z: http://www.euroskop.cz/gallery/2/754-smlouva_o_es.pdf

² LAMFALUSSY, Alexandre. Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets, Brussels. 15 February 2001 [cit. 2014-07-12]. Dostupné online z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

Aby evropské finanční trhy byly efektivnější, považovala Zpráva za nutné provedení zásadních koncepčních změn v současném systému národních regulátorů finančních trhů. Více než 40 regulátorů, kteří upravují trh, jež má být jednotný, považovala Zpráva za příliš mnoho. Snahy o sjednocení v podobě FESCO (Forum of European Securities Commissions) byly jen velmi málo účinné zejména proto, že rozhodnutí komise, která byla navíc podmíněna úplnou shodou všech jejích členů, nebyla nikterak závazná. Vzhledem k výrazně odlišnému postavení regulátorů v jednotlivých zemích a s tím související odlišné pravomoci byla navíc implementace doporučení velmi komplikovaná.

Jako řešení výše zmiňovaných nedostatků navrhla Rada moudrých čtyřstupňový proces, který bývá též nazýván jako Lamfalussyho proces:

- úroveň 1 představuje rámcové principy upravující fungování finančních trhů, které mají být vtěleny do nařízení a směrnic. Proces jejich přijetí se nikterak neliší od běžného evropského legislativního procesu. Zpráva zde doporučuje na této úrovni přijímat přímo aplikovatelná nařízení, která výrazně zrychlí legislativní proces. Nejenže dojde k eliminaci lhůty pro transpozici do národních právních řádů, ale předejde se i rozdílům, které by vznikly právě při transpozici evropských směrnic, čímž je implicitně zaručen jednotný přístup a transparentnost napříč evropskými trhy.
- úroveň 2 předpokládá vznik Výboru pro cenné papíry na úrovni EU. Díky účasti zástupců členských států by výbor fungoval jako poradní orgán, který by měl poradní funkci při řešení otázek, které vzniknou při implementaci rámcových norem přijatých v rámci úrovně 1. Výboru by předsedal zástupce Evropské komise, čímž by byla zaručena koherentnost záměrů evropské legislativy a její jednotná aplikace v členských státech. První setkání Výboru pro cenné papíry (ESC³) proběhlo v září roku 2001. ESC plní poradní funkci při transpozici směrnic.

Evropská komise by podle Lamfalussyho zprávy vedle Výboru pro cenné papíry spolupracovala v oblasti regulace finančních trhů také s výborem složeným ze zástupců regulátorů členských zemí. Jednalo by se o orgán podobný FESCO

³ European Securities Committee

s jasně definovaným mandátem, který by plnil funkci poradce Evropské komise. Na základě tohoto zadání vznikl rozhodnutím Evropské komise 2001/527/EC dne 6. června 2001 Výbor pro evropskou regulaci cenných papírů (CESR⁴). Výbor poskytoval zejména prostor pro komunikaci mezi národními regulátory a dále působil jako již zmiňovaný poradní orgán Evropské komise pro oblast harmonizace regulace finančních trhů.

Činnost výboru CESR byla k 1. lednu 2011 nahrazena Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA⁵), který vznikl nařízením EP a Rady 1095/2010 z 24. listopadu 2010.

Účel, za kterým byla ESMA zřízena, přibližuje výše zmiňované nařízení, které definuje, že cílem je ochrana veřejného zájmu a současně přispívá ke krátkodobé i dlouhodobé stabilitě a efektivnosti finančních trhů. Jedná se o nezávislý orgán, který svého cíle dosahuje prostřednictvím snahy o konvergenci pravidel na kapitálových trzích a současně též o konvergenci pravidel upravujících dohled nad nimi.

- úroveň 3 Lamfalussyho procesu se zaměřuje na konzistentní implementaci evropského práva prostřednictvím vzájemné spolupráce evropských regulátorů.
- poslední čtvrtý komponent Lamfalussyho zprávy je založen na posílení spolupráce Evropské komise a členských států při implementaci a aplikaci evropských norem.

Implementace čtyřstupňové regulace evropských finančních trhů měla být monitorována prostřednictvím pololetních zpráv předkládaných Evropskému parlamentu a výsledky celého procesu a jeho vliv na finanční trhy měly být vyhodnoceny v roce 2004.

Zhodnocení implementace Lamfalussyho procesu a jeho vlivu na evropské trhy bylo dle plánu provedeno v roce 2004. Kladně byl v hodnotící zprávě⁶ vyhodnocen

⁴ The Committee of European Securities Regulators

⁵ European Securities and Market Authority

⁶ THE APPLICATION OF THE LAMFALUSSY PROCESS TO EU SECURITIES MARKETS LEGISLATION: A preliminary assessment by the Commission services. Brussels, 15. 11. 2004 [cit. 2014-07-10]. Dostupné online z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459_en.pdf. s. 3

vznik ESC a CESR, které se společně s Evropskou komisí podílely na větší transparentnosti finančních trhů zejména prostřednictvím konzultace připravované právní úpravy v rámci první a druhé úrovně Lamfalussyho procesu. Průměrný čas potřebný pro dosažení konsenzu nad obsahem nové regulace se z původních tří let výrazně snížil, což se mimo jiné projevilo na úspěšném přijetí Market Abuse Directive, Prospectus Directive a Markets in Financial Instruments Directive. Výrazné zrychlení legislativního procesu je přikládáno zejména omezením detailu, který je definován rámcovým nařízením v rámci úrovně 1.

I přes výrazné zlepšení byla kritizována míra detailu, v níž jsou zpracovány právní akty na první úrovni. Úroveň 3 a 4 dosud nebyly příliš využívány a jejich přínos je tak stále nejasný.

Mezi kritiky Lamfalussyho procesu zaznívá, že navzdory správně identifikovaným problematickým oblastem se jedná pouze o symptomy mnohem komplexnějších problémů⁷. Za hlavní příčinu neefektivní regulace evropských finančních trhů považují ve svém článku Gérard Hertig a Ruben Lee protekcionismus členských států a byrokracii.

Vznik ESC považují⁷ za nadbytečný, jelikož se jedná opět jen o uskupení skládající se ze zástupců členských států, kteří zde budou, stejně jako dříve v jiných institucích, hájit zejména své národní zájmy. Rozhodnutí, která měla být ESC přijímána v rámci druhé úrovně tak budou vznikat stejně zdlouhavě, jako tomu bylo dříve.

Zdržení při transponování evropské legislativy do národních právních řádů a zejména nedostatečné vynucování dodržování transpozičních lhůt přikládají kritici neochotě Evropské komise narušit křehké vztahy s vládami členských států.

1.4.1 MiFID

Směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů z 21. dubna 2004 můžeme bezpochyby označit za jeden z hlavních výstupů výše popsaného Lamfalussyho procesu. MiFID nahrazoval původní směrnici

⁷ HERTIG, Gerard a Ruben LEE. Four Predictions About the Future of EU Securities Regulation. Leden 2003 [cit. 2014-07-20]. Dostupné online z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=376720 str. 7

č. 93/22/EHS o investičních službách z roku 1993, která již obsahově neodpovídala zvýšeným nárokům evropských finančních trhů.

Jedná se o rámcovou úpravu, na kterou navazuje prováděcí úprava v podobě nařízení Evropské komise č. 1287/2006, které stanoví požadavky na evidenci obchodů realizovaných obchodníkem s cennými papíry a další organizačně provozní nároky, a směrnici č. 2006/73/ES, která mimo jiné dále specifikuje pravidla pro nakládání s majetkem investora a požadavky na vnitřní kontrolní prostředí v investiční společnosti.

Cílem přijaté směrnice MiFID bylo harmonizovat podmínky fungování regulovaných trhů, které by umožnily zjednodušené přeshraniční působení subjektů na finančních trzích zúčastněných, což s sebou ponese zvýšení konkurence na trhu poskytování finančních služeb a následně povede ke kýžené vyšší efektivitě na těchto trzích. Působnost právní úpravy dle čl. 1 odst. 2 MiFID je zaměřena na investiční podniky s cílem zajistit vysoký standard služeb jimi poskytovaných a současně tím zajistit ochranu investorů díky vyšší transparentnosti trhů. Prostředkem k dosažení těchto cílů byla eliminace burzovních monopolů napříč evropskými trhy, jejich transformace do nové podoby regulovaných trhů a vytvoření alternativních obchodních platforem.

Po obsahové stránce pokrývala směrnice MiFID komplexně celou oblast kapitálových trhů od poskytování služeb na něm, struktury kapitálového trhu, až po ochranu poskytovanou subjektům působícím na kapitálových trzích. Do českého právního řádu byl MiFID vtělen prostřednictvím zákona č. 230/2008 Sb., který zásadním způsobem novelizoval ZPKT a další související zákony. Tato novelizace měla za následek významné změny jak v organizaci kapitálového trhu, tak i v podmínkách činnosti subjektů na trzích působících.

1.5 Vymezení finančního a kapitálového trhu

Před dalším postupem by na tomto místě bylo vhodné krátce přiblížit a zejména vzájemně odlišit pojmy finančního trhu, kapitálového trhu a peněžního trhu, které budou následně v mé práci používány a jejichž objasnění je tak žádoucí.

Finanční trh

Odborná literatura definuje finanční trh jako „systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky“⁸.

Hlavní funkcí finančního trhu je alokace kapitálu od jednotek majících jeho přebytek (myšleno úspory), k těm, které mají jeho nedostatek, kterým můžou asistovat zprostředkovatelé v podobě bank, nebo nebankovních subjektů, jejichž základním úkolem je zprostředkování těchto transakcí a minimalizace transakčních nákladů operací. Při přesunu úspor dochází k alokaci volných zdrojů na základě efektivity jejich využití. Subjekty, které nabízí nejefektivnější alokaci volného kapitálu, mohou za nezměněného rizika nabídnout investorům vyšší výnos.

Z ekonomického pohledu je finanční trh jedním z trhů, na nichž se tyto jednotky střetávají. Vedle finančního trhu, který slouží k převodu finančních prostředků, ještě existuje trh výrobních faktorů (práce, půdy a kapitálu), které firmy nakupují, aby byly schopny realizovat své poslání. Posledním, třetím základním trhem je trh výrobků a služeb.

Zatímco nad funkcí finančního trhu panuje všeobecná shoda, ohledně jeho struktury a definice jeho jednotlivých částí neexistuje jednotný přístup zejména proto, že se jedná o velmi dynamickou oblast, ve které se vzájemné hranice neustále posouvají. Na finanční trh lze nahlížet z mnoha různých úhlů pohledu, které jej podle svých specifických charakteristik dále dělí.

Podle společných znaků finančních instrumentů obchodovaných na finančních trzích, zejména pak ve vztahu k investičnímu horizontu, jej můžeme dělit na:

Peněžní trh

Peněžní trh je segmentem finančního trhu, na němž se obchoduje s nejlikvidnějšími finančními instrumenty s krátkodobým investičním horizontem, za který jsou považovány investice s dobou trvání do 1 roku. Klíčovou roli zde hrají banky a zejména pak jejich operace s ČNB. Právě operace s ČNB, jako jedna oblast operací na

⁸ REVENDA, Zbyněk. Peněžní ekonomie a bankovníctví. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008, ISBN 978-80-7261-132-4. str. 97

peněžním trhu, plní vedle své základní funkce, tedy přesunu finančních prostředků, také svou sekundární, makroekonomickou funkci. Operace na peněžním trhu jsou jedním z nástrojů ČNB, jimiž realizuje svou měnovou politiku. Instrumentem charakteristickým pro peněžní trh jsou pokladniční poukázky a depozita. Peněžní trh nemá institucionalizovanou formu, což je dáno díky relativně malému množství subjektů na něm působících. Vedle ČNB jsou to banky a dále také fondy peněžního trhu. Obchody se tedy realizují prostřednictvím vzájemných přímých vazeb mezi jednotlivými účastníky.

Kapitálový trh

Kapitálový trh můžeme chápat jako doplněk k trhu peněžnímu a lze jej tedy vymezit jako trh střednědobých a dlouhodobých finančních instrumentů, tedy instrumentů s investičním horizontem delším než 1 rok. Instrumenty obchodované na kapitálovém trhu jsou výrazně rozmanitější a jsou jimi například dluhopisy, akcie a jiné majetkové cenné papíry a deriváty nejen od těchto nástrojů odvozené. Stejně jako počet instrumentů, tak i počet účastníků na kapitálovém trhu je výrazně větší. Nabídku vytváří na kapitálovém trhu banky a významné finanční, ale také nefinanční instituce. Na straně investorů mohou po boku kvalifikovaných subjektů jako například bank, pojišťoven a investičních fondů stát i drobní individuální investoři jako jsou domácnosti. Rozdílný přístup k informacím, tedy informační asymetrie, a významné rozdíly v odborných schopnostech subjektů na trhu působících vedly k tomu, že se právní úprava regulace a dohledu nad finančními trhy soustředila zejména na oblast kapitálových trhů.

Kapitálový trh plní v ekonomice funkci:

- alokační, při níž dochází k výši popisované alokaci kapitálu
- cenotvornou, tedy, že trh v reálném čase oceňuje obchodované instrumenty

Od kapitálového trhu je nutno odlišit trh kapitálu, což je čistě makroekonomický pojem. Kapitál v tomto pojetí je vedle práce a půdy chápán jako jeden z výrobních faktorů používaných firmou při tvorbě přidané hodnoty. Kapitál v ekonomickém pojetí, jak uvádí například učebnice *Mikroekonomie*⁹, nechápeme jako trh dlouhodobých finančních instrumentů, ale jako výrobní zdroj, například výrobní linka.

⁹ HOLMAN, Robert. *Mikroekonomie: středně pokročilý kurs*. 2. akt. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, ISBN 978-80-7179-862-0. s. 440

1.5.1 Kategorizace finančního trhu

Finanční trh je klíčovým místem každé tržní ekonomiky. Jak již bylo řečeno, je jeho základní funkcí zprostředkování přesunu volných peněžních prostředků od jednotek s jejich absolutním přebytkem, zpravidla domácích, k subjektům majícím jejich nedostatek. Finanční trhy dělíme na základě rozličných kritérií.

Jedním ze způsobů členění finančního trhu je členění dle charakteru realizovaných obchodů na primární a sekundární trh. Dělicím kritériem je, zda deficitní jednotka prostřednictvím tohoto obchodu získává dodatečné finanční prostředky, nebo dochází ke změně vlastníka bez dodatečného přílivu finančních prostředků pro emitenta. Primární trhy bývají nazývány též jako trhy emisní.

Primární trh můžeme dále dělit na veřejný a neveřejný. Neveřejný úpis investičních nástrojů je určen pro úzkou skupinu investorů, tudíž jsou zde omezeny zákonné požadavky, jejichž splnění je požadováno před prvotní emisí cenných papírů.

Úpis investičních nástrojů na veřejném trhu je podmíněn splněním řady požadavků dle ZPKT, které zaručují informovanost potenciálních investorů.

Sekundární trh, tedy místo střetu nabídky a poptávky po investičních nástrojích, byl do přelomové novely ZPKT transponujícím směrnici MiFID, dělen na burzovní a mimoburzovní trh. Tržní infrastruktura je vůbec jednou z hlavních oblastí, na kterou měl MiFID významný vliv a změnil tak nahlížení na ni. Směrnice MiFID se zaměřila na stanovení regulatorního rámce upravujícího transakce s finančními nástroji bez ohledu na metodu, nebo platformu, jíž bylo při obchodě využito (recitál 5 MiFID), čímž byl nastaven soudržný systém pro regulaci mechanismů provádění obchodních příkazů. Cílem právní úpravy bylo sjednocení pravidel tak, aby obchod uzavřený na burzovních trzích naplňoval tyto kvalitativní požadavky jako obchod uzavřený na alternativních obchodních platformách, které však doposud nepodléhaly tak silné regulaci a tudíž požívaly značnou komparativní výhodu.

Pro burzovní trh, tedy trh, v jehož čele stála burza cenných papírů, byl charakteristický členský princip, který umožňoval investorům přístup na trh výhradně prostřednictvím člena burzy. Vzhledem k zachování prestiže, které burza požívala, byly k obchodování připuštěny pouze ty cenné papíry, které splnily náročná kritéria.

Mimoburzovní trh představoval ve vztahu k trhu burzovnímu konkurenční místo střetu nabídky a poptávky. Charakteristické vlastnosti jak trhu burzovního, tak mimoburzovního, si nejlépe připomeneme jejich vzájemným srovnáním.

V případě mimoburzovních trhů se jednalo o instituce, které sice neměly statut burzy, ale jejichž činnost se aktivitám burzy blížila. Mezi hlavní charakteristiky mimoburzovního trhu patřilo:

- Na rozdíl od burzovních trhů nebyly mimoburzovní trhy svázány burzovními zákony, nevztahovala se na ně burzovní pravidla a jiné burzovní předpisy, které naopak z burzovního trhu činily trh prémiový.
- Existence striktních pravidel s sebou nesla také vyšší nároky na instrumenty přijaté k obchodování. Subjekty, které nebyly schopné splnit tyto požadavky, byly nuceny využít nižších nároků na trzích mimoburzovních.
- Právě výše zmíněné odlišnosti stály za nižšími administrativními náklady, které spolu obchodování na mimoburzovních trzích neslo, což se projevilo na nižších transakčních nákladech pro investory.
- Vedle nižší nákladovosti pro investory byly na druhé straně pro emitenty lákavé také nižší poplatky za přijetí instrumentů k obchodování.
- Nabídka finančních instrumentů byla díky výše zmiňovaným nižším nárokům mnohonásobně větší než na trzích burzovních, což investorovi umožňovalo efektivnější investici a díky rozdílnosti nabízených produktů také větší diverzifikaci vytvářeného portfolia.
- Na mimoburzovních trzích bylo možné obchodovat i po skončení burzovního dne, vymezeného v harmonogramu obchodování na dané burze.
- Snadnější přístup drobných investorů k obchodování díky tomu, že mohli být na trhu přímo účastní, zatímco při transakci na burzovním trhu museli využít služeb některého z členů burzy.

Ačkoliv byly mimoburzovní trhy chápány jako méně prestižní, byly pro drobné investory kvůli své jednoduchosti a nízké nákladovosti velmi oblíbené.

Pojem burzovní a mimoburzovní trh zanikl k 30. červnu 2008, kdy nabyla účinnosti novela ZPKT č. 230/2008 Sb., jež ustoupila od této kategorizace, a zavedla jednotný systém pro regulovaný trh s investičními nástroji, který doplnila alternativním obchodním místem v podobě trhu neregulovaného. Směrnice MiFID nově ustanovuje

vzájemně si konkurující obchodní platformy v podobě regulovaného trhu, mnohostranného systému obchodování a procesu systematické internalizace.

1.6 Investiční nástroje

Investiční nástroje jsou předmětem obchodování na finančních trzích, kde slouží jako prostředek k redistribuci a alokaci kapitálu. Zatímco prodávající strana získává finanční prostředky, investor získává aktivum, které s sebou zpravidla nese právo na výnos, který nabývá podobu dividendy, kuponového výnosu či úroku. V závislosti na druhu investičního instrumentu a jeho rizikovitosti může být výnos určen v absolutní výši, popisem způsobu stanovení jeho výše, nebo absolutně neurčitě. Investiční nástroje zahrnují širokou škálu nesourodých produktů, které je obtížné souhrnně popsat, a proto přistoupíme k jejich kategorizaci.

Podle druhu trhu, na kterém se investiční instrumenty obchodují, dělíme investiční nástroje na reálné a finanční. Reálné investiční instrumenty jako zlato, diamanty, ale třeba také káva či kakaové boby představují hodnotu samy o sobě. Charakteristické pro reálné investice je, že se výnos investora skládá pouze z rozdílu mezi prodejní a nákupní cenou, nikoliv tedy z výše zmiňovaného práva na pravidelný podíl na výkonnosti aktiva. Pro investice do reálných aktiv je charakteristické, že v dlouhodobém investičním horizontu uchovávají reálnou hodnotu investice. Hodí se tedy zejména k zajištění proti inflačnímu riziku, tedy ztrátě reálné hodnoty peněz, ale také k efektivní diverzifikaci investičního portfolia. Právě vlastnost, že reálné investice představují samy o sobě hodnotu, z nich dělá také ideální nástroj k zajištění před politickým rizikem v obdobích nestability.

Pro finanční trhy jsou naopak charakteristické investiční nástroje abstraktní, které jsou nositeli práv představujících hodnotu. Právě tato kategorie finančních investičních nástrojů je blíže upravena v § 3 ZPKT, který poskytuje jejich výčet. Investiční nástroje jsou kategorizovány do skupin, které odráží členění v oddílu C přílohy 1 směrnice MiFID, jež do českého právního řádu inkorporuje.

Investičními nástroji jsou:

- Investiční cenné papíry
- Cenné papíry kolektivního investování
- Nástroje peněžního trhu
- Deriváty, které jsou v § 3 odst. 1 ZPKT dále členěny pod písmeny d) až k)

Nejrozsáhlejší kategorie investičních cenných papírů je blíže rozvedena v § 3 odst. 2 ZPKT. Vedle demonstrativního výčtu investičních cenných papírů má tato kategorie finančních nástrojů charakteristickou vlastnost obchodovatelnosti na kapitálových trzích. Jedná se o schopnost nástroje být obchodován, tedy obchodovatelnost, nikoliv zda je v současnosti nástroj na kapitálovém trhu obchodován. Mezi charakteristické znaky obchodovatelnosti patří zastupitelnost a převoditelnost.

Cenné papíry kolektivního investování zahrnují akcie a podílové listy vydávané fondy kolektivního investování, jejichž cílem je shromažďování volných peněžních prostředků od širokého okruhu investorů, a jejich investování na základě stanovené strategie, nebo podílové listy a účastenské cenné papíry fondů kvalifikovaných investorů. Úprava kolektivního investování je obsažena v zákoně č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Podílové listy představují podíl na majetku uzavřeného, nebo otevřeného podílového fondu. Obchodovatelnost podílových listů otevřeného fondu je nahrazena právem podílníka na odkup podílových listů na účet podílového fondu dle § 128 odst. 1 ZISIF. U uzavřeného podílového fondu toto právo podílník až na případy uvedené v § 146 ZISIF nemá a likvidita podílových listů je zajištěna jejich obchodováním na kapitálovém trhu.

Z investičních nástrojů jsou naopak vyloučeny platební prostředky, které nesplňují hned první kritérium, totiž že slouží k investici. Může se stát, že jeden druh investičního nástroje se může chovat jako investiční, ale také jako platební nástroj. Charakter je třeba posoudit vždy pro konkrétní případ individuálně, zejména s ohledem na povahu investičního instrumentu a účel jeho vzniku.

Investiční nástroj může naplňovat znaky více druhů výše jmenovaných investičních nástrojů. Kategorizace konkrétních investičních nástrojů má význam mimo jiné při udělení povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, které v souladu s § 6 odst. 2 ZPKT specifikuje, které investiční služby je oprávněn poskytovat a ve vztahu ke kterým investičních nástrojům.

ZoCP, účinný do 31. prosince 2013, definici cenných papírů nepodával a omezoval se na příkladný výčet instrumentů, které bylo možné považovat za cenné papíry. Společné pro ně bylo, že šlo o listiny, do nichž bylo inkorporováno právo, jež bylo s listinou tak úzce spojeno, že s ní vznikalo a zanikalo. Občanský zákoník č. 89/2012 Sb., účinný od 1. ledna 2014, nově podává legální definici cenného papíru v § 514, kde říká, že se jedná o „listinu, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést“. Poskytnutá definice zvyšuje právní jistotu zejména ve vztahu k nepojmenovaným cenným papírům, které ObčZ v § 515 výslovně připouští.

Podle druhu investičního nástroje, respektive investičního cenného papíru, pak můžeme také dělit finanční trhy na akciové, dluhopisové a derivátové.

1.7 Nástroje obchodované na finančních trzích

Předmětem obchodování na finančních trzích, české regulované trhy nevylučuje, jsou akcie, dluhové cenné papíry a strukturované investiční instrumenty.

1.7.1 Akcie

Bezpochyby nejvýznamnějším instrumentem kapitálových trhů jsou akcie. Ve vztahu k pražské burze se dle objemu obchodů jedná o nejvýznamnější instrument, jehož celkový objem obchodů na pražské burze v roce 2013 dosáhl 174 mld. Kč.¹⁰

Akcie bychom mohli definovat jako majetkové cenné papíry nesoucí s sebou řadu práv vyplývajících z držení majetkového podílu na akciové společnosti. Jedná se zejména o právo podílet se na rozhodování klíčových otázek prostřednictvím výkonu svého hlasovacího práva na valné hromadě a právo na podíl na zisku společnosti v podobě dividendy schválené valnou hromadou, případně podíl na likvidačním zůstatku společnosti. V zájmu zachování vlastnického podílu na společnosti nese akcie dále také právo na přednostní úpis nově emitovaných akcií. V případě likvidace společnosti nese akcie též právo na likvidační podíl na aktivním zůstatku.

Při přijetí akcie k obchodování na Burze cenných papírů Praha je akcie zařazena do jednoho z trhů, kterými jsou prime market, standard market a start market.

¹⁰ BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S.: ROČENKA 2013. [cit. 2014-10-22]. Dostupné online z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2013.pdf>. s. 7

Prime market zastupuje nejlikvidnější tituly, které mohou splňovat nad rámec regulovaného trhu kritéria obchodování na oficiálním trhu ve smyslu § 64 ZPKT. Oficiální trh přitom nemůžeme chápat jako samostatnou kategorii, odlišnou od trhu regulovaného, ale jako jeden z jeho možných segmentů, o kterém se však zákon výslovně zmiňuje. Ustanovení o oficiálním trhu jsou transpozicí Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny. Tituly, které nesplňují požadavky pro bonitní prime market, jsou zařazeny do běžného segmentu regulovaného trhu, tedy standard market. Start market představuje alternativu pro menší společnosti, které chtějí být obchodovány na trhu, který je upraven pouze pravidly burzy.

1.7.2 Dluhové cenné papíry

Dalším významným investičním nástrojem obchodovaným na pražské burze jsou dluhopisy, na které připadal v roce 2013 objem obchodů ve výši 2 mld. Kč¹¹. Jedná se o zastupitelné cenné papíry, které upravuje zákon č. 190/2004 Sb.

S vlastnictvím dluhopisu je spojeno právo investora na splacení dlužné částky a odpovídající povinnost investora toto právo uspokojit. Splacení je realizováno v dílčích platbách ve stanovených termínech, nebo jednorázově při splatnosti dluhopisu. Výnos investora nabývá u dluhopisů rozličných podob.

Může se jednat o diskont při nákupu dluhopisu, kdy se dluhopis prodává takzvaně pod pari. V tomto případě je výnosem investora rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou a takovéto dluhopisy nazýváme diskontované.

Častější je, že dluhopisy nese kupón, který opravňuje k pravidelné platbě. Takovýto kupón představuje výnos investora, který může být předem stanoven fixní částkou, nebo může být úročen proměnlivě, nejčasněji navázáním na referenční úrokovou sazbu.

¹¹ BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S.: ROČENKA 2013. [cit. 2014-10-22].

Dostupné online z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2013.pdf>. s. 8

1.7.3 Deriváty

Deriváty v dnešní době představují jeden z nejvýznamnějších investičních nástrojů, který se díky široké škále jeho využití a konstrukce neustále rozvíjí, což z nich činí jednu z nejkompexnějších kategorií investičních nástrojů.

Variabilita a komplexnost derivátů je ale také příčinou jejich obtížné zákonné definice. Zatímco dříve ZPKT v § 3 odst. 1 vystačil s jednoduchým, ovšem všeobjímajícím pojmem deriváty, které dále v § 3 odst. 3 ZPKT přibližoval, došlo zákonem č. 230/2008 Sb., kterým byla transponována směrnice MiFID, k výrazné definiční změně, která měla za následek rozšíření okruhu nástrojů, které lze subsumovat pod pojem derivát, o komoditní a exotické deriváty bez ohledu na způsob jejich vypořádání, tedy bez ohledu na to, zda dojde k finančnímu vypořádání, nebo faktickému dodání podkladového aktiva.

Ačkoliv zákonodárce i v této části přejal členění dle MiFIDu, nepovažuji tuto změnu za přínosnou, jelikož navzdory rozsáhlejší definici nedošlo ke zpřesnění pojmu a výše zmiňované rozšíření působnosti ZPKT bylo možné dosáhnout přehlednějším způsobem.

Normotvůrce předně ztotožňuje deriváty s opcemi, futures, swapy a forwardy, ovšem hned následuje i doplnění o jiné nástroje, které nejsou vyjmenovány, což značí otevřenost tohoto výčtu. Nadbytečnost tohoto výčtu dále podporuje fakt, že zákon ani u těchto instrumentů neposkytuje jejich legální definici a předpokládá tedy, že se jedná o vžitě odborné termíny s ustáleným ekonomickým významem. Taktéž rozsáhlý výčet základu, na němž může být derivát postaven, je natolik široký a v praxi de facto otevřený, že jeho bližší specifikace je dle mého názoru nadbytečná.

Jak název napovídá, jedná se o instrumenty, jejichž hodnota je „derivována“, neboli odvozena, od v základu stojícího aktiva, nebo jiné veličiny.¹² Může jím být například cenný papír, akciový index, komodita, měna, nebo u exotických derivátů také souhrn srážek na daném území.

Zákon výslovně zmiňuje futures, swapy, forwardy a opce, budeme se tedy těmito instrumentům také věnovat blíže. Vzhledem k živelnosti vzniku tohoto typu

¹² DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005, Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-720-1515-X. s. 603

investičních nástrojů je vhodnější definovat tyto nástroje prostřednictvím charakteristických znaků, které jsou jim společné:

- Hodnota derivátu je odvozena od v základě stojící veličiny, jejíž příklady byly uvedeny. Aktuální cena je s cenou podkladového aktiva přímo, či nepřímo korelována.
- Investice do derivátu je zpravidla méně nákladná než investice do podkladového aktiva, alternativně se při vzniku derivátového kontraktu nevyžaduje žádná vstupní investice.
- Doba sjednání derivátového kontraktu a termín vypořádání na rozdíl od spotového obchodu nesplývají, resp. vypořádání bezprostředně nenásleduje, ale je odloženo do budoucnosti.

Vedle vymezení derivátů, které poskytuje výše zmiňovaný ZPKT nacházíme vymezení derivátů dále v devizovém zákoně, který je definuje jako penězi ocenitelná práva a závazky od nich odvozené¹³.

Vzhledem k tomu, že deriváty představují rozmanitou skupinu investičních instrumentů, nabízí se jejich další členění podle charakteristických vlastností.¹⁴

- Členění podle charakteru podkladového aktiva

Deriváty můžeme členit například na finanční, jejichž hodnota je odvozena od finančního aktiva, nebo reálné, u nichž je hodnota odvozena od reálného aktiva.

- Členění podle úmyslu využití

Podle motivu, s nímž jsou deriváty pořízeny a drženy, je členíme na zajišťovací a spekulativní. Toto členění tkví v motivu investora, nikoliv ve vlastnostech derivátu, tentýž instrument tedy může být pro jednoho investora zajišťovací a pro jiného spekulativní. Zajišťovací funkce derivátu spočívá v tom, že fixuje budoucí příjem tím, že jeho zisk kompenzuje ztrátu podkladového aktiva a naopak. Nejhojněji jsou používány měnové deriváty, prostřednictvím nichž si investor fixuje budoucí příjem či výdaj cizí měny na úrovni stanoveného kurzu. Jak již bylo řečeno, tentýž měnový derivát může být využit také pro spekulaci v okamžiku, kdy jeho nákupem otevíráme novou pozici s cílem realizovat zisk plynoucí z rostoucí ceny daného derivátu.

¹³ Devizový zákon č. 219/1995 Sb. § 1 odst. d)

¹⁴ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005, Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-720-1515-X. s. 606 a násl.

- Členění podle rizik, proti kterým se investor zajišťuje

Základní kategorií rizik, k jejichž zajištění deriváty slouží, jsou rizika tržní. Jedná se konkrétně o riziko měnové, úrokové a akciové.¹⁵ U měnového rizika derivát reaguje na pohyb devizového kurzu a ekvivalentně úrokový a akciový derivát slouží k zajištění, nebo spekulaci na pohyb úrokových měr, respektive pohyb akciového kurzu, nebo indexu. Vedle tržních rizik lze deriváty využít i k zajištění proti úvěrovému riziku. U tohoto typu dochází k plnění v okamžiku předem stanovené události, například snížení úvěrového ratingu.

Vzhledem k tomu, že deriváty nabízí téměř neomezené možnosti jejich konstrukce, můžeme si skrze ně zajistit například úrodu v případě špatného počasí a další rozličná rizika.

Forwardy a futures

Forwardy a futures představují finanční instrumenty u kterých je plnění závazku odloženo na předem stanovený termín v budoucnosti. Plnění může spočívat v dodání měny, cenného papíru, nebo úhradě rozdílu mezi dohodnutou fixní úrokovou sazbou a referenční sazbou.

Měnové futures slouží k zafixování devizového kurzu u předem stanoveného objemu finančních prostředků v pevně daný termín. Jedná se o efektivní nástroj exportních subjektů, které jsou prostřednictvím měnových futures schopny lépe plánovat finanční toky společností. Vedle kontraktů na měnu jsou velmi oblíbené i futures na akciové tituly které slouží k fixaci akciového kurzu, případně i akciového indexu či jiného investičního instrumentu. Samostatnou skupinou, nejen co se terminologie týká, jsou ujednání fixující úrokovou sazbu ve stanovený okamžik v budoucnosti na straně jedné, respektive spekulující na pohyb úrokových sazeb na straně druhé. Jedná se o FRA, u nichž dochází ve stanoveném termínu k vypořádání rozdílu mezi variabilní úrokovou sazbou, na níž je úmluva vázána, a fixním úrokem, daným v kontraktu.

Výše zmiňovaný popis a členění se vztahuje jak na futures, tak na forwardy. Futures jsou standardizovány co do druhu a objemu v základu stojícího podkladu a termínu plnění, čímž jsou předurčeny k obchodování na regulovaných trzích, jelikož

¹⁵ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005, Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-720-1515-X. s. 606

splňují kritérium vzájemné zaměnitelnosti obchodovaných instrumentů. Forwardy představují co do obsahu obdobné instrumenty jako futures s tím rozdílem, že nejsou standardizovány a veškeré podmínky tak závisí na jednání protistran. Jejich variabilita umožňuje lépe pokrýt rizika, k jejichž zajištění mají sloužit, vede ale současně k jejich obchodování pouze mimo regulované trhy, jelikož ale slouží k pokrytí zcela individuálních rizik, je ve srovnání s futures jejich likvida a obchodovatelnost omezenou.

Swapy

Swapy jsou založeny na výměně peněžních toků ve stanovených termínech v budoucnosti. Stejně jako zmiňované forwardy, tak ani swapy nejsou standardizovány a tudíž nejsou vhodné k obchodování na regulovaných trzích. Hodnota směňované částky může být založena na úrokové sazbě, devizovém kurzu, či hodnotě akcie, nebo komodity.

Úrokový swap je založen na směně úrokových výnosů mezi dvěma subjekty. Na straně jedné je subjekt, kterému plynou úrokové výnosy závislé například na stanovené referenční úrokové sazbě, a z obavy před jejím poklesem by rád své výnosy zafixoval na určité výši. Druhou stranu úrokového swapového kontraktu tvoří subjekt, jehož výnosy jsou fixní, ale například z důvodu spekulace na růst úrokových sazeb by je raději navázal na variabilní úrokovou sazbu.

Měnové swapy se skládají ze série plateb, z nichž první spočívá ve směně kapitálu denominovaného v odlišných měnách. Směňovaný kapitál plyne často například z emisních obchodů, na které navazují úrokové výnosy, které jsou opět ve stanovených termínech směňovány. Závěrečnou fází je zpětná výměna počátečního kapitálu při kurzu aplikovaném na první transakci.

Z výše zmiňovaného tedy plyne, že swap je kombinací spotové transakce a série forwardových kontraktů.

Opce

Vznik opcí byl spojen s komoditními trhy, na kterých prodejci fixovali cenu surovin v budoucnosti, a současně se kupující chránili před nárůstem cen. V 70. letech 20. století vznikla v Chicagu první opční burza, na které se masivně rozšířil obchod nejen s komoditními opcemi, ale i s finančními opcemi.

Podle práva, které vzniká kupujícímu, dělíme opce na nákupní („call opce“) a prodejní („put opce“). Při nákupu opce vzniká kupujícímu právo, nikoliv povinnost, koupit, nebo prodat podkladové aktivum za stavenou cenu. Tomuto právu, v případě, že je realizováno, odpovídá povinnost prodávajícího prodat, respektive koupit podkladové aktivum za předem stanovenou cenu. Podle toho, zda lze toto právo realizovat pouze ve splatnosti opce dělíme opce na americké, nebo evropské u kterých může kupující své právo využít nejen ve splatnosti, ale i kdykoliv do této doby.

Základem od něhož je cena opcí odvozena může být například komodita, akcie, akciový index, jiné investiční nástroje, nebo sledovatelné veličiny, přičemž ve většině případů dochází ve splatnosti k peněžnímu vyrovnání, nikoliv k faktickému dodání, pokud je toto vůbec možné.

2 Východiska regulace a dozoru nad kapitálovými trhy

Jedním z předpokladů efektivně fungujícího kapitálového trhu je vytvoření jeho regulatorního rámce. Pod pojmem regulatorní rámec rozumíme vytvoření pravidel upravujících fungování trhu, ať už na zákonné, nebo podzákonné úrovni. Jak zaznělo na konferenci Dvacet let finančních a bankovních reforem v České republice¹⁶, je pro úspěšnou regulaci obecně důležité, aby se s opatřením a zejména s jeho účelem účastníci regulovaných trhů ztotožnili. Pro oblast kapitálových trhů a bankovníctví má tato zásada z důvodu nutného vytvoření důvěry v tyto trhy ještě zásadnější význam. Vedle vytvoření regulatorního rámce je nezbytnou součástí i navazující dozor nad dodržováním nastolených pravidel a související ukládání sankcí v případě, že nejsou nastolená pravidla dodržována. Při koncipování regulace a dozoru je třeba mít na zřeteli, že nemá hlubší význam stanovovat povinnosti, které dozor není schopen efektivně kontrolovat a vynutit tak jejich aplikaci.

2.1 Důvody regulace a dozoru

Důvodem regulace a dozoru nad kapitálovým trhem jsou zvýšená rizika, kterým je toto odvětví vystaveno. Mezi hlavní rizika zmiňuje literatura zejména:

- informační asymetrii,
- záporné externality a
- nelegální obchody¹⁷

Teorie efektivních trhů je založena vedle dalších předpokladů na faktu, že všichni účastníci mají na trhu stejné informace. Ve skutečnosti však obchodníci na kapitálových trzích disponují rozdílnými informacemi, což na trzích vede k neefektivitě, kterou nazýváme informační asymetrií. Legislativa toto riziko omezuje tím, že stanoví základní informace, které je emitent obchodovaného finančního nástroje povinen zveřejnit. Ani současná legislativa však není schopna postihnout veškerá rizika a

¹⁶ TOMŠÍK, Vladimír. OHLÉDNUTÍ ZA REFORMAMI: OHLÉDNUTÍ ZA KONFERENCÍ „DVACET LET FINANČNÍCH A BANKOVNÍCH REFORM V ČESKÉ REPUBLICĚ“. POLITICKÁ EKONOMIE. 2010, č. 2, 272 - 277 [cit. 2014-04-08]. Dostupné online z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=730.pdf>. s. 276

¹⁷ MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2002, ISBN 80-861-1955-6. s. 107

předejít jim. Obtížně odhalitelným podvodným jednáním je například obchodování na základě neveřejných informací označované jako insider trading.

Pro kapitálový trh má veliký význam jeho stabilita a současně důvěra účastníků v jeho kvalitu. Problémy významných subjektů na trhu mohou nakazit i objektivně zdravé účastníky trhu, což v konečném důsledku může vést až k selhání celého trhu. Instituce provádějící dozor na kapitálovém trhu by měla takto infikované subjekty včas identifikovat a předejít rozšíření nákazy.

Odlišné názory lze slyšet zejména na rozsah regulace. Současný vývoj popsany v samostatné kapitole následuje spíše přístup detailní právní úpravy, což je ostatně charakteristické napříč právními odvětvími kontinentální Evropy, čímž se regulace stává velmi rozsáhlá a tudíž i komplikovanější na pochopení a orientaci. Jak poznamenává *Dědič*: „Měli bychom se nad tímto vývojem pozastavit a posoudit, zdali další regulace práv a povinností účastníků kapitálového trhu jim nesvazuje ruce takovým způsobem, který by mohl ve svém důsledku jakýkoliv kapitálový trh v České republice zcela eliminovat“.¹⁸ Je to právě podrobnost právní úpravy, která svou snahou pokrýt veškeré možné situace vytváří mezery v právu. O dlouholetosti sporu o detailnost právní úpravy ostatně svědčí už stará římskoprávní zásada, že čím zkaženější je stát, tím více zákonů potřebuje.

2.2 Institucionální modely regulace

Podle způsobu začlenění regulace nad finančními trhy do právního řádu státu rozpoznáváme jednotlivé institucionální modely. Historicky byla regulace nad finančními trhy ztotožňována s regulací bankovníctví. Bylo to způsobeno zejména významným postavením bank, které hrály dominantní roli při zprostředkování a alokaci kapitálu. V Evropské Unii se prvně setkáváme s povinností členských států ustavit národní dozorový orgán ve směrnici č. 79/279/EEC z 5. března 1979, která upravovala podmínky přijetí investičního nástroje k obchodování na burze. Konkrétně tato

¹⁸ TOMŠÍK, Vladimír. OHLÉDNUTÍ ZA REFORMAMI: OHLÉDNUTÍ ZA KONFERENCÍ „DVACET LET FINANČNÍCH A BANKOVNÍCH REFORMEM V ČESKÉ REPUBLICE“. *POLITICKÁ EKONOMIE*. 2010, č. 2, 272 - 277 [cit. 2014-04-08]. Dostupné online z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=730.pdf>. s. 276

směrnice¹⁹ v článku 9 ukládá členským státům povinnost vytvořit instituci zodpovědnou za rozhodování o přijetí investičních nástrojů k obchodování, která současně dohlédne nad transpozicí této směrnice.

Rozpoznáváme tři základní formy uspořádání regulace kapitálových trhů. Bez ohledu na vzájemné odlišnosti mají společné to, že se snaží najít nejefektivnější způsob regulace finančních trhů, který by zamezil veškerým negativním vlivům na trzích. Základní členění nabízí například P. Musílek:

- Sektorový dohled s nezávislým státním regulatorním orgánem
Pro tento model regulace finančních trhů je charakteristické, že je rozčleněn podle jednotlivých segmentů (kapitálový trh, bankovníctví apod.) a tyto segmenty jsou včleněny do státních orgánů. V případě kapitálového trhu to bývá ministerstvo financí, jak tomu ostatně bylo v polovině 90. let v České republice. Obecně řečeno se jedná o starší přístup, který začaly státy (např. Austrálie, Japonsko, Švédsko a další) opouštět koncem 90. let 20. století.²⁰
- Sektorový dohled s nezávislým regulatorním orgánem
Obdobně jako u výše jmenovaného je i v tomto případě dohled nad finančním trhem rozčleněn na jednotlivé segmenty, avšak tyto orgány jsou nezávislé. Tento model uspořádání je charakteristický pro USA. Příkladem sektorového rozdělení dohledu nad finančními trhy byla například Česká republika na počátku milénia. Postupně se však dohled nad finančním trhem začal konsolidovat v rukou ČNB, která je dnes zodpovědná za dohled nad bankovním sektorem, družstevními záložnami, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijními společnostmi, fondy penzijních společností, směnárny a institucemi v oblasti platebního styku.

¹⁹ COUNCIL DIRECTIVE 79/279/EEC: coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing. In: 5 March 1979. Dostupné online z: http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_79_279.PDF

²⁰ TAYLOR, Michael a FLEMING, Alex. INTEGRATED FINANCIAL SUPERVISION: LESSONS OF NORTHERN EUROPEAN EXPERIENCE. [cit. 2014-06-08]. Dostupné online z: http://info.worldbank.org/etools/docs/library/50180/TaylorFleming_1999.pdf

- Univerzální nezávislý regulatorní orgán

V případě univerzálního regulatorního orgánu je dohled nad jednotlivými složkami finančního trhu soustředěn v rukách jedné instituce, která díky tomu může zaujmout jednotný přístup a koordinovat činnost finančních skupin působících napříč trhem, což je také nejzřetelnější výhodou tohoto uspořádání. Z ekonomického pohledu se jedná o vhodnější uspořádání pro menší ekonomiky, kde by sektorové uspořádání vedlo ke zbytečnému vzniku celé řady institucí, jejichž chod by byl výrazně dražší.

Univerzální regulátor vzniká většinou postupnou konsolidací dohledu nad jednotlivými oblastmi finančního trhu.²¹

Nově schválená směrnice MiFID II, která je blíže popsána v kapitole 4, byla přijata s cílem zejména dále prohloubit ochranu investorů a konkurenceschopnost trhů. Míra a detail regulace je ovšem tématem k diskuzi. Jak bylo již v průběhu mé práce zmíněno, vyšší regulace s sebou nese dodatečné náklady, které jsou následně přenášeny na investory. Ve snaze zajistit maximální transparentnost trhů tak dochází k paradoxní situaci, kdy trhy se stávají díky zvyšujícím se transakčním nákladům méně efektivní a méně dostupné pro emitenty, kteří nejsou schopni plnit požadavky na ně kladené.

Dostáváme se tak k nelehké otázce optimální míry regulace. Nahlíželi-li bychom na tuto otázku optikou ekonomické teorie, jednalo by se o průnik dvou funkcí. Jednou z nich by byla funkce užitku účastníka kapitálového trhu, která roste s mírou transparentnosti a eliminací záporných externalit na trhu. Větší rozsah regulace s sebou přináší zvýšené náklady. S růstem regulace a tedy i nákladů ale naopak klesá druhá funkce užitku investora, který se snaží minimalizovat své transakční náklady.

Je-li cílem regulace maximální efektivita trhů, pak zajímavé srovnání nabízí efektivita regulovaných trhů a trhů s cizími měnami (forexových trhů). Podle četných studií se svou efektivitou forexové trhy blíží dokonale efektivním trhům. Navzdory nižší regulaci jednoznačně dosahují významně vyšší efektivity než trhy regulované, jejichž efektivita navíc významně osciluje v závislosti na rozvinutosti jednotlivých konkrétních regulovaných trhů.

²¹ MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2002, ISBN 80-861-1955-6. s.

Aktuální trend evropské regulace se v tuzemském právním řádu může dále projevit tak, že oblasti typicky náležející do soukromého práva se nyní stávají součástí práva veřejného. Příkladem rozšiřování oblasti působnosti může být návrh směřující k nastavení genderových kvót ve vedení společností obchodovaných na regulovaných trzích, který se dostal do pracovní verze směrnice MiFID II.²² Plnění takového kritéria, které se nakonec kvůli značným protestům do konečné podoby MiFID II nedostalo, by následně bylo vyžadováno dozorujícím orgánem, vůči čemuž se ve svém stanovisku postavila například i ČNB²³.

2.3 Dozor vs. dohled

Před dalším postupem bych rád upřesnil terminologii dále používanou v textu. Literatura velmi často používá dva obsahově blízké termíny, kterými jsou dohled a dozor. Před další analýzou funkcí ČNB je vhodné objasnit vzájemný vztah těchto dvou pojmů.

Pod dozorem chápeme činnost, která se skládá z pozorování činnosti, či stavu nepodřízených subjektů, následováno srovnáním se stavem vyžadovaným právním řádem. Povinnosti přitom mohou pozorovaným subjektům vzniknout ze zákona, nebo na jeho základě. V případě odchylky mezi skutečným a zákonným stavem následuje využití nástrojů v podobě nápravných opatření a sankcí za účelem dosažení jejich souladu.²⁴ Vzhledem k tomu, že finanční sektor je náchylný k tržním selháním, ovlivňuje velké množství lidí a má významný vliv na ekonomiku státu, je také kapitálový trh, jako jedna část finančního sektoru, podroben státnímu dozoru.

Vykonavatelem dozoru nad kapitálovým trhem bylo v české historii například Ministerstvo financí, nebo Komise pro cenné papíry jako ústřední orgán státní správy.

²² PRICE, Michelle. Commission drops Mifid gender quotas. Financial news. [cit. 2014-10-23]. Dostupné online z: <http://www.efinancialnews.com/story/2011-10-24/european-commission-mifid-gender-quotas?ea9c8a2de0ee111045601ab04d673622>

²³ Stanovisko České národní banky k návrhu nové směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID II) a nařízení o trzích finančních nástrojů (MiFIR). In: Česká národní banka. [cit. 2014-04-19]. Dostupné online z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_smernice_mifid_ii_a_narizeni_mifir_stanovisko_cnb.pdf. s. 4

²⁴ HENDRYCH, Dušan. Správní právo: obecná část. 7. vyd. Praha: C.H. Beck. Právnické učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-4000-492. s. 299

Dohled je obsahově totožná činnost, která ale není vykonávána státem, ale je například z důvodu efektivity, nebo vhodnosti, prováděna subjektem odlišným od státu, na který je pravomoc provádět dohled delegována.

2.4 Dozor nad kapitálovým trhem v České republice

Obnova novodobého českého kapitálového trhu je úzce spojena s kuponovou privatizací, jejímž prostřednictvím se občané stali akcionáři dříve státních podniků. Následné obchodování s akciemi na sekundárních trzích vyvolalo potřebu vytvořit systém dohledu, který by předešel selhání těchto trhů, ke kterému byl nově vznikající trh velmi náchylný. Bylo to právě spojení vysokého počtu akciových emisí, který až do roku 1997 neustále rostl a blížil se hranici 2 000, což společně s jejich velmi nízkou likviditou vedlo k jednoduché manipulovatelnosti s kurzem těchto akcií.

Prvopočátky dozoru nad kapitálovým trhem jsou spojeny s Ministerstvem financí, které za tímto účelem zřídilo 1. září 1992 odbor dozoru nad kapitálovým trhem, který dohlížel na plnění nově vznikajících norem práva upravujícího kapitálový trh. Odbor plnil také funkci poradního orgánu ministerstva pro nově vznikající regulaci kapitálových trhů, přičemž vzhledem k živelnému vývoji kapitálového trhu čerpal odbor zkušenosti zejména ze zahraničních, především evropských modelů, pro které je charakteristická jejich detailnost. Záhy začalo být i představitelům burzy postupně zřejmé, že existence rozvinutého kapitálového trhu je nemožná bez dozorového orgánu se silnou pozicí, a tak začala i samotná burza naléhat na vytvoření regulátora, kterému by sama podléhala.

V únoru 1997 došlo k přejmenování odboru dozoru nad kapitálovým trhem na Úřad pro cenné papíry, kromě této formální změny ale nedošlo k výraznější změně jeho působnosti. Organizačně byla i nadále tato instituce součástí Ministerstva financí. Úřad pro cenné papíry existoval jen velmi krátké období a zásadní změna v přístupu ke kapitálovému trhu, která se odehrála koncem 90. let 20. století, tak na sebe nenechala dlouho čekat. Předimenzovaný sekundární trh obsahující stovky nelikvidních akcií se postupně začal proměňovat a stabilizovat, k čemuž bylo třeba ustanovit dozorový orgán s rozšířenými pravomocemi.

Na prvopočátky institucionálního rozvoje dozoru nad kapitálovými trhy v České republice tak navázala Komise pro cenné papíry (dále jen „Komise“), která vznikla a

plnila své funkce v oblasti kapitálového trhu na základě zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, který nabyl účinnosti 1. dubna 1998. Ve světle uvedeného pojmosloví se jednalo o dozor nad kapitálovým trhem, protože Komise pro cenné papíry byla dle zákona č. 2/1969 Sb. („kompetenční zákon“) ústředním orgánem státní správy. Mezi významné aktivity, které podnítily zpřehlednění a zkvalitnění trhu, čímž přispěly k jeho zefektivnění, bylo takzvané přelicencování obchodníků s cennými papíry provedené na základě novelizovaného zákona o cenných papírech. Účelem přelicencování byla kontrola souladu organizačních, materiálních a osobních požadavků dle revidovaných zákonných předpokladů, které byly od obchodníků očekávány, což vedlo ke snížení jejich počtu z téměř 500, což bylo zcela neadekvátní rozsahu českého kapitálového trhu a zejména objemu obchodů, který na něm byl realizován. Přelicencování společně se zkvalitněním dohledu nad kapitálovými trhy bývá označováno za hlavní předpoklady úspěšného návratu drobných domácích investorů, jejichž procento se od roku 1998 neustále zvyšovalo.

Hlavním orgánem Komise bylo prezídium složené z jejího předsedy a čtyř členů, kteří byli voleni na funkční období pěti let. Organizačně se Komise členila na odbory podle působnosti, za kterou odpovídaly.

Hlavním cílem Komise byla ochrana a rozvoj kapitálového trhu.²⁵

Svých cílů Komise dosahovala zejména prostřednictvím:

- konstituování obecných principů,
- kontroly informační a jiných povinností povinných subjektů,
- informování veřejnosti a
- spolupráce s jinými správními úřady a mezinárodními organizacemi.

Komise se podílela též na přípravě právních norem tak, že byla-li identifikována potřeba jejich změny, či jejich doplnění, informovala o tom ministerstvo, kterému také podávala čtvrtletní zprávy o situaci na finančních trzích.

V případě, že bylo Komisí při výkonu státního dozoru zjištěno porušení zákonem stanovených povinností, byla Komise oprávněna ve správním řízení uložit opatření k nápravě, mající zejména preventivní funkci, nebo sankci.

²⁵ Zákon č. 15/1998 Sb., o komisi pro cenné papíry, § 2 odst. 2

Vzájemná provázanost subjektů působících na finančních trzích a s tím související častý překryv působností regulátorů na finančních trzích začínal být patrný již počátkem milénia. Formálně došlo k dohodě o vzájemné spolupráci mezi ČNB, Komisí pro cenné papíry a Ministerstvem financí dne 28. února 2003²⁶. Tato dohoda usnadnila zejména dohled na konsolidovaném základě, kdy se při hodnocení rizika subjektů působících napříč finančními trhy na ně nahlíží jako na celek. Byla tak umožněna efektivnější a pružnější spolupráce mezi regulátory v případě, že je určitá část aktivit regulovaného subjektu mimo rozsah pravomocí individuálních regulátorů. Ačkoliv tato spolupráce vedla k důslednějšímu dozoru nad finančními trhy, stala se předstupněm další konsolidace dozorovací činnosti.

O konečném záměru integrace dozoru nad finančním trhem v rukou ČNB bylo rozhodnuto usnesením vlády České republiky č. 1079 z 24. srpna 2005.²⁷ Přijetím zákona č. 57/2006 Sb. došlo mimo jiné k zániku Komise pro cenné papíry, úpravě zákona o Komisi pro cenné papíry, který byl změněn na zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu a vzhledem k tomu, že činnost dozoru nad kapitálovým trhem byla delegována na subjekt odlišný od státu, došlo formálně též ke změně názvosloví z dozoru na dohled.

Právní postavení ČNB je primárně zakotveno v hlavě šesté, článku 98 Ústavy ČR, která říká, že ČNB plní funkci ústřední banky státu, jejímž hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. Bližší specifikaci ohledně jejího postavení, působnosti a dalších podrobností pak explicitně přenáší na zákon. Konkrétní úkoly ČNB jsou uvedené v § 2 odst. 2 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Ve vztahu k této práci má pak význam zejména § 2 odst. 2 písm. d, podle kterého vykonává ČNB dohled nad osobami působícími na finančním trhu a dále podle § 2 odst. 2 písm. f tamtéž provádí i další činnosti podle tohoto zákona a podle jiných právních předpisů. Vzhledem k tomu, že jedinou ústavně deklarovanou činností ČNB je péče o cenovou stabilitu a veškeré

²⁶ FRIŠAUFOVÁ, Alice. Regulátoři finančního trhu podepsali novou dohodu o vzájemné spolupráci. Česká národní banka. 17. 3. 2003 [cit. 2014-08-21]. Dostupné online z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2003/335.html

²⁷ ZPRÁVA O SITUACI NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU. Česká národní banka. [cit. 2014-06-03]. Dostupné online z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/archiv/kapitalovy_trh/Kapitalovy_trh_2005_CZ.pdf. str.2

ostatní kompetence jsou jí svěřeny zákonnou normou, lze i jejich rozsah a obsah těchto ostatních činností měnit zákonem. Historický vývoj oblasti dozoru nad kapitálovým trhem je toho ostatně důkazem, když kompetence přešly po přijetí zákona č. 57/2006 Sb. z Komise pro cenné papíry na ČNB.

Stěžejním právním předpisem je dnes tedy již výše zmiňovaný zákon č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu, který ve svém § 1 informuje, že upravuje působnost a pravomoci ČNB při výkonu dohledu. Cílem právní úpravy, a tedy i činnosti ČNB je, jak dále uvádí DohKapTr v § 2, „posílení důvěry investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh“, ochrana investorů a rozvoj kapitálového trhu.

K dalšímu propojení a zintenzivnění spolupráce, tentokrát však nikoliv vnitrostátnímu, ale mezi národními dozorovými orgány v členských státech Evropské Unie, došlo v roce 2012, kdy byl přijat zákon č. 37/2012 Sb., který transponuje směrnici EP a Rady 2010/78/EU. Tato směrnice byla přijata 24. listopadu 2010 jako reakce na krizi na finančních trzích z roku 2008 a zásadní změnu v institucionálním uspořádání dohledu nad evropskými finančními trhy. V recitálu 1 směrnice²⁸ je částečná vina za vypuknutí krize přičítána roztržitosti národních dozorových orgánů, které nebyly schopné identifikovat rizika na evropských finančních trzích a efektivně dozorovat subjekty s nadnárodní působností. Cílem reformní směrnice proto bylo vytvořit takové podmínky, aby se do budoucna rizikovým jevům předešlo, a to prostřednictvím úpravy rozsahu a spolupráce při dozoru nad evropskými finančními trhy, a tudíž i nad trhy kapitálovými. České národní bance vznikla touto novelizací mimo jiné povinnost užší spolupráce s Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA), vůči kterému má při splnění stanovených podmínek informační povinnost.

²⁸ DIRECTIVE 2010/78/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL: in respect of the powers of the European Supervisory Authority. In: Official Journal of the European Union. 15.12.2010. [cit. 2014-08-21]
Dostupné online z: http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_2010_78_EU_omnibus.pdf

3 Regulovaný trh s investičními nástroji v České republice

3.1 Regulovaný trh a jeho alternativy

Evropská právní úprava MiFID vznikla, jak již bylo popsáno, s cílem sjednotit do té doby roztříštěnou právní úpravu, která by zajistila bezpečné a transparentní prostředí pro obchodování s investičními nástroji napříč evropskými finančními trhy, čímž by dosáhly lepší konkurenceschopnosti ve srovnání s ostatními regiony. Kromě zajištění jednotné právní úpravy napříč jednotlivými zeměmi měla směrnice MiFID po obsahové stránce cíl nastolit jednotná pravidla obchodování s finančními nástroji, která by platila na všech významných obchodních platformách, což by vedlo k omezení komparativní výhody obchodních systémů, které podléhají nižší úrovni regulace. Mezi takovéto alternativy k burze patřily elektronické obchodní systémy, které nabízely nižší transakční náklady, čímž postupně narůstal objem zde uskutečněných obchodů a tedy i jejich význam. Vedle této alternativy se nabízela v některých evropských zemích i možnost využít služeb investičních bank, které umožňovaly obchodovat svým členům v jejich interním prostředí, kde plnily funkci market makera. Tato obchodní místa, jakkoliv se svou funkcí blížila regulovaným trhům, stála stranou jakékoliv regulace.

Původní úprava ZPKT do 30. června 2008, tedy před novelizací provedenou zákonem č. 230/2008 Sb. dělila trhy na burzovní, které ztotožňovala se subjektem burzy cenných papírů, a mimoburzovní. Regulované trhy ve smyslu § 37 odst. 2 ZPKT účinného k 30. červnu 2008 mohly být organizovány burzou, nebo organizátorem mimoburzovního trhu s investičními nástroji. Zatímco zákon kladl vysoké nároky na subjekt burzy jak ohledně její vnitřní struktury, tak i extenzivních nároků na udělení oprávnění, právní úprava mimoburzovního trhu byla ve srovnání s úpravou burzy redukována. Dostáváme se tedy do situace, kdy mohl být trh organizován rozdílnými subjekty, na které zákon kladl značně odlišné požadavky, což je v rozporu s cíli MiFIDu, konkrétně recitálem 5 směrnice 2004/39/ES, který zdůrazňuje význam rovné soutěže mezi jednotlivými obchodními systémy a jejich provozovateli prostřednictvím komplexní regulace transakcí bez ohledu na metodu, jíž bylo při jejím uzavření využito. Také z tohoto důvodu přišla evropská právní úprava, která byla posléze transponována do českého právního řádu, s rozšířením obchodních systémů. Vedle regulovaného trhu, který může být zřízen pouze organizátorem regulovaného trhu, vznikl mnohostranný

obchodní systém a současně byl popsán také proces systematické internalizace, které mohou být vedeny obchodníkem s cennými papíry.

Zavedením mnohostranného obchodního systému MiFID reaguje na rozvoj elektronických obchodních míst, která díky omezené regulaci konkurovala regulovaným trhům, z nichž se postupně obchody začaly přesouvat právě do méně regulovaných alternativních obchodních míst. Bližší srovnání mnohostranného obchodního systému a regulovaného trhu je uvedeno v kapitole 3.5.

Poslední zmiňovanou alternativou k regulovaným trhům je proces systematické internalizace. Regulace MiFID se zde opět zaměřila na vytvoření takového regulatorního rámce pro tento druh obchodování, který by zajistil potřebnou transparentnost a vytvořil tak podmínky srovnatelné s konkurenčními regulovanými trhy a mnohostrannými obchodními systémy. Proces systematické internalizace je jednou z činností obchodníka s cennými papíry. Na rozdíl od mnohostranného obchodního systému, který může být také provozován obchodníkem s cennými papíry, v případě systematické internalizace obchodník vstupuje do individuálních obchodů jako protistrana, nikoliv pouze jako zprostředkovatel mezi stranami uzavírajícími obchod. V případě párování pokynů obchodník s cennými papíry nenaplňuje znaky systematické internalizace, ale poskytuje investiční službu v podobě provádění pokynu na účet zákazníka. Jelikož jsou tyto dvě činnosti velmi blízké, přišlo nařízení č. 1287/2006/ES s testem, který poskytuje nástroj, jímž se v konkrétních případech stanoví, zda daná činnost obchodníka s cennými papíry je či není systematickou internalizací. Kritéria stanoví článek 21 výše zmiňovaného nařízení následovně:

- obchodník s cennými papíry obchoduje na vlastní účet;
- pokyn zákazníka musí být realizován jinak než prostřednictvím regulovaného trhu, nebo mnohostranného obchodního systému;
- činnost pro podnik představuje významnou komerční úlohu. A contrario se tedy nejedná svou hodnotou, respektive rozsahem, o nevýznamnou činnost;
- obchodování je realizováno podle přesně stanovených pravidel, nebo postupů;
- činnost je prováděna vyčleněnými zaměstnanci, nebo zvláštním elektronickým systémem;
- činnost vykazuje pravidelnost tak, že je nabízena buď neustále, nebo v předem stanovené pravidelné termíny.

Cílem testu je ověřit, zda tuto činnost obchodník provádí organizovaně, často a systematicky, čímž by splnil kritéria systematické internalizace.

Kritéria dále obsahují vylučovací podmínky, při jejichž splnění se naopak o činnost systematického internalizátora nejedná. Do jisté míry jsou formulována tak, že negují výše popsaná kritéria.

- obchody jsou realizovány na ad hoc bázi, čímž by byla popřena pravidelnost obchodování a dále na dvoustranném základě s velkoobchodními protistranami;
- obchody jsou realizovány mimo systém, v němž se běžně realizuje systematická internalizace, alternativně jsou realizovány osobou odlišnou od takové, která je pro účely systematické internalizace úplně, či částečně vyčleněna.

3.2 Organizátor regulovaného trhu

V českém právním řádu musí být regulovaný trh organizován subjektem, který je držitelem oprávnění uděleného Českou národní bankou. Zákonné požadavky pro získání oprávnění jsou uvedeny v § 38 ZPKT. Z rozhodnutí NSS ze dne 4. února 2004 č. j. 6A15/2000-63 a z výkladu § 38 odstavce 1 plyne, že činnost České národní banky je omezena na ověření, zda byly tyto požadavky splněny a na základě tohoto ověření bez volného právního uvážení povolení vydá.

Předně se musí jednat o akciovou společnost, nebo společnost s ručením omezeným se sídlem v České republice, která je důvěryhodná, aniž by však zákon blíže tento termín specifikoval. Upsaný základní kapitál společnosti musí být plně splacen a jeho původ musí být prokazatelně legální. Aby byla společnost schopna dostát zákonným požadavkům pro činnost organizátora regulovaného trhu nejen před udělením povolení, ale zejména i v následující činnosti, musí splnit také odpovídající organizační, věcné a personální předpoklady, které mu mimo jiné umožní splnit organizační požadavky dle § 48 ZPKT. Tyto předpoklady se prokáží již při přípravě návrhu pravidel obchodování na regulovaném trhu, pravidel přístupu na regulovaný trh a pravidel pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, které je taktéž nutné přiložit k žádosti.

Řízení o udělení oprávnění k činnosti organizátora regulovaného trhu je vedeno dispoziční zásadou. Zahájeno je na základě podání směřovanému ČNB na předepsaném

tiskopise, ke kterému jsou přiloženy dokumenty osvědčující splnění požadavků stanovených zákonem.

3.3 Povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu

Činnost organizátora regulovaného trhu je upravena § 37 ZPKT a násl., který transponuje nároky na subjekt organizátora regulovaného trhu uvedené v čl. 36 a násl. směrnice MiFID. Směrnice MiFID definuje organizátora regulovaného trhu jako osobu, která řídí, nebo vykonává činnost regulovaného trhu, přičemž organizátorem regulovaného trhu může být také regulovaný trh sám. V tomto případě pak ustanovení upravující pouze organizátora regulovaného trhu dopadají přímo na tento regulovaný trh. Česká právní úprava dodržela dichotomii mezi trhem a jeho organizátorem trhu a odlišuje tak regulovaný trh od organizátora regulovaného trhu.

Subjekt žádající o udělení povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu musí splňovat požadavky uložené mu § 38 ZPKT. Při splnění požadavků uvedených v §38 odst. 1 ZPKT Česká národní banka jakožto správní orgán udělí povolení bez využití správního uvážení, jak vyplývá z využití ustanovení „udělí“. Při přezkumu rozhodnutí o neudělení povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu by tedy bylo ověřováno pouze splnění všech zákonných požadavků. Česká národní banka rozhoduje v řízení na základě předložených podkladů, které prokazují splnění zákonných požadavků. V souladu s již výše zmiňovanou judikaturou²⁹ Nejvyššího správního soudu správní orgán, tedy ČNB, není povinen stanovit účastníku řízení jaké konkrétní předpoklady si má subjekt vytvořit či způsob, jakým má být soulad se zákonem prokázán. Žadatel podává žádost na formuláři dostupném na internetových stránkách www.cnb.cz.

Při udělení povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu ČNB též dle § 38 odst. 3 ZPKT uvede, zda je žadatel oprávněn organizovat mnohostranný obchodní systém. ČNB může provozování této obchodní platformy povolit, nebo zamítnout. ZPKT současně nepředpokládá stanovení dodatečných podmínek uvedených v rozhodnutí ČNB, jejichž splnění by bylo podmínkou k zahájení činnosti, případně doplňující podmínky, které musí žadatel dodržovat nad rámec zákonných ustanovení.³⁰

²⁹ Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 6 A 15/2000

³⁰ HUSTÁK, Zdeněk. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-807-4004-339. s. 418

V případě, že žadatel nevyhoví všem požadavkům v § 38 odst. 1 ZPKT, správní orgán zamítne žádost o udělení povolení se zdůvodněním, v čem je shledáván nesoulad s požadovaným stavem. Výrokovou část rozhodnutí ČNB v první instanci má žadatel právo napadnout opravným prostředkem, konkrétně rozkladem upraveným v § 152 SpŘ. Na rozklad se vztahují ustanovení o lhůtách vztahujících se k odvolání, tedy § 83 a násl. SpŘ. Včasné podaný rozklad je tedy podán ve lhůtě 15 dnů od oznámení rozhodnutí. Rozklad má na napadené rozhodnutí v zásadě suspenzivní účinky, tudíž rozhodnutí nenabývá právní moci ani vykonatelnosti.

Rozklad nemá na rozdíl od odvolání devolutivní účinek, v opravném řízení tedy nerozhoduje subjekt nadřízený správnímu úřadu, ale vedoucí stejného správního úřadu. O rozkladu proti rozhodnutí ČNB rozhoduje dle § 152 odst. 3 SpŘ vedoucí orgán, kterým je v tomto případě bankovní rada³¹, na návrh rozkladové komise. Soulad rozhodnutí bankovní rady a návrhu rozkladové komise přitom není vyžadován, nicméně jde o procesní podmínku, a pokud by bankovní rada nevyčkala na obdržení návrhu rozkladové komise, jednalo by se o chybu v řízení.

V případě závažného, nebo opakovaného porušení podmínek stanovených k provozování činnosti organizátora regulovaného trhu může ČNB přistoupit k odejmutí povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu.

3.4 Dělení oficiálního trhu dle § 64 a regulovaného trhu dle § 55

ZPKT popisuje vedle regulovaného trhu, jehož bližší charakteristiky byly popsány v kapitole 1.1, také trh oficiální, který upravuje § 64 ZPKT. Ustanovení se dostalo do české právní úpravy transpozicí článku 6 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34 ES, prostřednictvím něhož bylo v členských státech výslovně umožněno zřídit tento druh trhu. Pod vlivem následné úpravy MiFID došlo k podřazení oficiálního trhu pod regulovaný trh s investičními nástroji. Nejedná se tedy o zvláštní druh trhu, ale o výslovně zákonem upravený tržní segment regulovaného trhu. Zákon přitom ale nezakazuje organizátorovi regulovaného trhu zřídit jakýkoliv dodatečný segment regulovaného trhu, kde bude vyžadovat splnění dodatečných kritérií nad rámec požadavků na regulovaný trh dle § 56 a násl. ZPKT. Z hlediska českého právního řádu se jedná o ustanovení, které z důvodu zachování právní jistoty ponechává tento druh

³¹ § 5 odst. 1 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance

trhu i nadále platným, nicméně částečně nadbytečným. Na rozdíl od dalších možných obchodních segmentů, které může organizátor regulovaného trhu zřídit, zde se jedná o zákonem upravený tržní segment, který má v § 65 ZPKT stanoveny podmínky pro přijetí cenného papíru k obchodování na tomto tržním segmentu.

3.5 Regulovaný trh a mnohostranný obchodní systém

Přes společné základy má mnohostranný obchodní systém ve srovnání s regulovaným trhem i svá specifika.

Společným znakem je, že se v obou případech jedná o trh s investičními nástroji, který představuje převodní místo dle § 2 odst. 2 ZPKT. Jde o transpozici směrnice MiFID, která konkrétně hovoří o „trading venue“, jako o místě, kde dochází ke střetu nabídky a poptávky po investičních nástrojích dle § 3 ZPKT.

Zatímco definičním znakem regulovaného trhu je pravidelnost obchodování na něm, mnohostranný obchodní systém tuto vlastnost mít nemusí a postačí tedy občasné obchodování.

Na regulovaném trhu může být přijat k obchodování investiční nástroj, který předně splňuje podmínky, které stanoví zákon, případně doplňující podmínky stanovené organizátorem regulovaného trhu, jejich existenci zákon očekává v § 55 odst. 1 a dále v § 56 odst. 1 ZPKT. U mnohostranného obchodního systému, představitele neregulovaného trhu, musí být splněna pouze pravidla jeho provozovatele, jejichž existence je také jedním z definičních znaků mnohostranného obchodního systému dle definice v § 69 odst. 1 ZPKT. Emitenti cenných papírů obchodovaných v mnohostranném obchodním systému mají předepsán menší objem informací, které musí zveřejnit, čímž se dále snižuje administrativní náročnost. Pokud by však cenný papír byl přijat k obchodování také na regulovaném trhu, musí emitent splnit informační povinnost v širším rozsahu.

Provozovatelem mnohostranného obchodního systému může být dle § 69 nikoliv pouze organizátor regulovaného trhu, jak je tomu u regulovaného trhu, ale také obchodník s cennými papíry. Organizátor regulovaného trhu by měl dle recitálu 56 MiFID být oprávněn provozovat mnohostranný obchodní systém. Tomu odpovídá i ustanovení § 69 ZPKT a následující, které pro organizátora regulovaného trhu nestanovuje žádný proces vedoucí k udělení oprávnění provozovat mnohostranný

obchodní systém. Vznik oprávnění se tak po splnění zákonných požadavků kryje s udělením oprávnění k činnosti obchodníka s cennými papíry dle § 6 ZPKT, respektive oprávnění s činností organizátora regulovaného trhu v § 38 ZPKT.

V případě, že je mnohostranný obchodní systém provozován obchodníkem s cennými papíry, je jej třeba dále odlišit od systematické internalizace, která, jak bylo popsáno, je jednou z činností obchodníka s cennými papíry. Na rozdíl od systematické internalizace, ve které obchodník s cennými papíry obchoduje na vlastní účet, u mnohostranného obchodního systému tuto platformu obchodník pouze provozuje, nevstupuje tedy do konkrétních obchodů, které pouze zprostředkovává.

3.6 Organizační struktura organizátorů regulovaného trhu

3.6.1 Organizační struktura BCPP

Orgány BCPP respektují formu akciové společnosti.

V souladu s částí IV., článkem 15 stanov Burzy cenných papírů Praha, a.s. účinných od 25. dubna 2013 tvoří orgány burzy valná hromada, burzovní komora, dozorčí rada a burzovní výbory³².

Nejvyšším orgánem BCPP je valná hromada, která rozhoduje o klíčových otázkách fungování a směřování burzy. Vedle obecných rozhodovacích pravomocí o výši základního kapitálu, složení dozorčí rady, schvalování účetních výkazů společnosti a dalších klíčových otázek valná hromada rozhoduje o složení burzovní komory prostřednictvím volby jejích členů. Chod burzy dále ovlivňuje prostřednictvím přípravy a schválení stanov burzy.

Každodenní činnost burzy je řízena burzovní komorou, která představuje statutární orgán společnosti a plní funkci představenstva. Burzovní komora čítá 6 členů volených valnou hromadou na funkční období 5 let. Burzovní komora zásadním způsobem ovlivňuje fungování BCPP skrze pravomoc schvalovat dokumenty upravující fungování burzy, konkrétně Burzovní pravidla a Poplatkový řád.

Burzovní komora volí generálního ředitele, který k výkonu své funkce potřebuje předchozí souhlas ČNB. Pro specifické otázky tvoří burzovní komora v souladu s čl. 37

³² Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s. [cit. 2014-09-19]. Dostupné online z: <https://or.justice.cz/ias/content/download?id=86de7f8aba3148b88f4529195fc33d5c>. s. 5

stanov BCPP výbory. V současné době jde konkrétně o výbor pro členské otázky, pro kotaci a pro burzovní obchody. Předsedu a členy burzovní komory volí dle článku 37 stanov BCPP burzovní komora. Činnost výborů se řídí statutem přijatým při jejich zřízení.

Valná hromada taktéž volí šest členů dozorčí rady, která plní kontrolní funkci společnosti. Členové dozorčí rady jsou voleni na období 5 let valnou hromadou společnosti.

3.6.2 Organizační struktura ostatních organizátorů regulovaných trhů

PECE je 100 % dceřinou společností BCPP. Obdobně i organizační struktura PECE odpovídá akciové společnosti. Nejvyšším orgánem je tedy v souladu s článkem 12 stanov PECE³³ valná hromada, do jejíž působnosti spadají pravomoci obdobné těm u BCPP.

Každodenní činnost burzy je i zde řízena tříčlennou burzovní komorou, jejíž členové jsou voleni valnou hromadou na tříleté funkční období.

Kontrolním orgánem je dozorčí rada dohlížející nad výkonem pravomocí burzovní komory. Tříčlenná dozorčí rada je volena opět valnou hromadou na funkční období 5 let.

Společnost RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s., která ve svých počátcích vznikla transformací z registračních míst kuponové privatizace, nevykazuje specifické znaky oproti běžné struktuře akciové společnosti.³⁴

3.6.3 Přístup k obchodování

Subjekt, který je držitelem oprávnění k činnosti organizátora regulovaného trhu je povinen dle § 63 ZPKT stanovit pravidla pro přístup na takovýto trh. Takováto pravidla musí být ze zákona transparentní a objektivní. Jde o transpozici čl. 42 odst. 1 MiFID, který požaduje, aby „regulovaný trh stanovil a dodržoval transparentní a

³³ STANOVY POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE, a.s. [cit. 2014-10-05]. Dostupné online z: http://www.pxe.cz/pxe_downloads/Rules_Regulation/Cz/PXE_stanovy.pdf

³⁴ Stanovy společnosti RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s., a.s. [cit. 2014-10-06]. Dostupné online z: <https://or.justice.cz/ias/content/download?id=2bb5960b27fa4e518ddb231d0d484e42>

nediskriminační pravidla, založená na objektivních kritériích, upravující přístup na regulovaný trh nebo členství v něm“.

V české právní úpravě je tento požadavek vztažen k regulovanému trhu nepřímo díky dichotomii regulovaného trhu a organizátora regulovaného trhu. Existence pravidel přístupu na regulovaný trh je jednou z podmínek udělení povolení k činnosti organizátora regulovaného trhu a současně je to podle § 37 odst. 2 ZPKT pouze organizátor regulovaného trhu, který může organizovat regulovaný trh. Požadavek směrnice MiFID je tedy splněn. Pravidla musí jasně stanovovat pravidla přístupu na trh, která nejsou vytvářena ad hoc, ale předem stanovena a publikována širokému spektru odborné veřejnosti, potenciálním zájemcům o obchodování.

3.6.3.1 Burza cenných papírů Praha, a. s. (BCPP)

BCPP je organizována na členském principu. Přístup k obchodování na regulovaném trhu tak má široká veřejnost výhradně prostřednictvím členů. Pravidla členství v návaznosti na uvedená zákonná ustanovení stanoví II. část burzovních pravidel³⁵.

Subjekt žádající o členství může být:

- Subjekt oprávněný k provádění operací s investičními nástroji na účet zákazníka, nebo k obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.
- Zahraniční osoba z jiného členského státu OECD, nebo Evropské unie, oprávněná k poskytování investičních služeb, jejichž obsahem je provádění pokynů s investičními nástroji na účet zákazníka, nebo k obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.

O vzniku členství rozhoduje burzovní komora prostřednictvím smlouvy o členství se žadatelem na základě dokumentů předložených žadatelem. Takto získaným členstvím je subjekt, člen, oprávněn v souladu s burzovními pravidly uzavírat obchody na jednom z trhů BCPP.

³⁵ Burzovní pravidla – část II. – Pravidla členství. [cit. 2014-10-05]. Dostupné online z: http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Pravidla_clenstvi.pdf

3.6.3.2 Power Exchange Central Europe, a.s. (PECE)

Power Exchange Central Europe, a.s. je komoditní burzou dle zákona č. 229/1992 Sb. o komoditních burzách a organizátorem regulovaného trhu dle zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálových trzích.

Oprávnění obchodovat na PECE má osoba, která uzavře s organizátorem smlouvu o účastenství v souladu s článkem 4 Burzovního řádu PECE. K formuláři se žádostí o účastenství je žadatel povinen přiložit výpis z obchodního rejstříku a případně další dokumenty vyžádané burzou.

Vzhledem ke specifičnosti předmětu obchodování, kterým je obchodování s elektrickou energií, jsou kladeny zvláštní nároky na subjekty, které požadují účast na obchodování s instrumenty s fyzickým dodáním.

Ke vzniku oprávnění k uzavírání obchodů na burze je dále nutná registrace v European Commodity Clearing AG (ECC), clearingové členství v ECC a zaplacení vstupního poplatku dle aktuálního sazebníku PECE.

3.6.3.3 RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.

Kategorie účastníků a podmínky přístupu účastníků na regulovaný trh RM-System stanoví pravidla přístupu³⁶.

Pravidla stanoví dvě základní kategorie zákazníků.

V první řadě jde o účastníky s přímým přístupem na regulovaný trh.

K přístupu na regulovaný trh na RM-Systému je oprávněn:

- Obchodník s cennými papíry jakožto držitel oprávnění od České národní banky
- Banka ve smyslu zákona č. 21/1992 Sb. a spořitelní, úvěrní družstva ve smyslu zákona č. 87/1995 Sb.
- Ostatní osoby, které prokáží důvěryhodnost a odbornou způsobilost k obchodování a vhodné organizační předpoklady a dostatečné finanční zdroje

Druhou skupinu zákazníků označují pravidla přístupu³⁶ v článku 8 jako běžného zákazníka, který nemá přímý přístup na regulovaný trh a k realizaci pokynů musí využít obchodních míst RM-S, nebo služeb licencovaného obchodníka. K registraci běžného

³⁶ RM-System: Pravidla přístupu. [cit. 2014-08-25]. Dostupné online z: http://www.rmsystem.cz/docs/predpisy/Pravidla_pristupu_RT_01012013.pdf

zákazníka nejsou vyžadovány zvláštní předpoklady na rámec dokladů identifikujících příslušnou osobu.

3.6.4 Požadavky na přijetí investičních nástrojů k obchodování

Aby byla zajištěna likvidita trhů a vysoký standard instrumentů na nich obchodovaných, stanoví zákon podmínky, které musí investiční nástroj splňovat, aby byl přijat k obchodování. Podle trhu, na němž má být instrument obchodován, se požadavky odlišují. Podmínku přijetí investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu stanoví § 56 ZPKT.

Navíc ustanovení § 56 odst. 1 ZPKT předjímá, že budou existovat i dodatečné požadavky, které stanoví organizátor regulovaného trhu interními pravidly. Tyto požadavky mohou dopadat na regulovaný trh jako celek, nebo jen na organizátorem zřízený segment regulovaného trhu. Tradičně se jedná o vyčlenění nejoblíbenějších emisí do zvláštní, prestižní kategorie. Podobnou funkci ostatně plní i zákonem definovaný oficiální trh, u něž jsou však doplňující požadavky stanovené přímo zákonem.

Obecné podmínky pro přijetí k obchodování transponují požadavky článku 40 směrnice MiFID. Zejména se jedná o investiční nástroj, u kterého jsou dány předpoklady pro spravedlivé, řádné a účinné obchodování, je volně obchodovatelný, jeho povaha umožňuje řádné stanovení ceny a následně také vypořádání obchodu. Pro investiční cenné papíry zákon stanoví v § 57 ZPKT dodatečné kritérium uveřejnit prospekt cenného papíru, přičemž tamtéž je také výčet případů, na něž se povinnost uveřejnit prospekt cenného papíru nevztahuje. Prospekt plní informační funkci a přispívá tak k transparentnosti obchodovaných investičních instrumentů. Povinnost uveřejnit prospekt se vztahuje na případy, kdy investiční cenný papír prvně vstupuje na trh a má být zahájeno jeho obchodování. Vedle přijetí k obchodování na regulovaném trhu se pravidla použijí i při veřejné nabídce investičních cenných papírů upravené v § 34 a násl. ZPKT, a tudíž se i následující ustanovení vztahují na oba tyto případy. Zákon zde transponuje požadavky směrnice 2003/71/ES, jejímž cílem je, jak uvádí její článek 1, odst. 1, harmonizovat požadavky na sestavování, schvalování a šíření prospektu cenného papíru. Tato směrnice definuje základní principy uplatnitelné při tvorbě prospektu cenného papíru včetně výjimek, na které se naopak požadavek na vytvoření prospektu nevztahuje.

Náležitosti prospektu jsou obecně uvedeny v § 36 ZPKT. S ohledem na zajištění srovnatelného přístupu k informacím při investování na evropských trzích byly požadavky na obsah prospektu blíže specifikovány nařízením komise 809/2004³⁷. Požadavky se v nařízení odlišují v závislosti na emitentovi a druhu emitovaných cenných papírů. V obou případech se jedná o základní informace, které stanoví minimální obsah prospektu. Recitál 5 nařízení č. 809/2004 o prospektu doplňuje, že emitent je oprávněn doplnit poskytnuté informace nad rámec požadavků zde uvedených, pokud souvisí s emitentem, nebo popisovaným cenným papírem. Požadavek je vztažen pouze k případu žádosti o přijetí k obchodování na regulovaných trzích, vzhledem ke společným požadavkům je ale zřejmé, že se tato možnost vztahuje i na veřejnou nabídku. Obsahem prospektu jsou vedle informací o nabízeném cenném papíru také detaily o emitentovi jako jeho historie, přehled realizovaných a plánovaných investic, identifikaci trhů, na nichž obchoduje, popis jeho obchodních aktivit a další údaje pocházející z publikovaných finančních výkazů.

Souhrnně poskytují údaje uvedené v přílohách k nařízení 809/2004 doplňující informace, zda se jedná investici, která odpovídá jejich výnosovému profilu.

Pouze prospekt schválený Českou národní bankou v souladu s § 36c ZPKT, alternativně jiným orgánem EU dle § 36f ZPKT, a uveřejněný dle § 35 ZPKT může být podkladem pro veřejnou nabídku cenných papírů.

V případě, že se jedná o emitenta se sídlem v jiném členském státě EU, pak postačí předložit prospekt schválený orgánem dohledu emitenta a současně osvědčení o schválení. O vydání osvědčení musí být vedle ČNB jakožto místní orgán dohledu informován i Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA).

3.6.5 Vypořádání obchodů

Vypořádací systémy plní funkci vzájemného zúčtování mezi stranami obchodu, spočívající v realizaci jejich vzájemných pohledávek a závazků, které vznikly z obchodů s investičními nástroji.

³⁷ COMMISSION REGULATION (EC) No 809/2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format

Vypořádání obchodů s investičními nástroji je upraveno v části sedmé ZPKT. Jedná se transpoziční ustanovení směrnice EP a Rady 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a systémech vypořádání obchodů s cennými papíry, která vznikla z podnětu analýzy provedené Výborem pro platební a vypořádací systémy při bance pro mezinárodní vypořádání.

Organizaci a přeshraničnímu přístupu k vypořádacím systémům se věnuje dále článek 34 MiFID. Možnost využít vypořádacího systému bez ohledu na místo, ve kterém došlo k obchodu, který má být vypořádán, je jedním ze základních projevů principu přeshraničního trhu, který umožňuje obchodníkům s cennými papíry využít služeb vypořádacího systému ve kterémkoliv členském státu. Možnost být účastníkem trhu vypořádacího systému v České republice byla dána zahraničním osobám v § 82 odst. 4 písm. f ZPKT, tudíž zde nebyla potřeba úpravy dosavadního právního stavu.

Článek 34 odstavec 1, pododstavec 1 MiFID dále požaduje, aby přístup těchto investičních podniků podléhal totožným, nediskriminačním, transparentním a objektivním kritériím, která platí pro místní účastníky.

3.6.6 Stálý rozhodčí soud

Subjekt mající oprávnění k činnosti organizátora regulovaného trhu dle § 38 ZPKT, je oprávněn dle § 54 ZPKT zřídit stálý rozhodčí soud. Účelem instituce stálého rozhodčího soudu je právní jistota a vymahatelnost vztahů, které vznikly v rámci regulovaného trhu. Vzhledem ke své úzké specializaci požívá stálý rozhodčí soud, stejně jako kterýkoliv jiný rozhodčí soud, například Rozhodčí soud při Hospodářské komoře České republiky a Agrární komoře České republiky, výhodu nižší administrativní zátěže, což řízení před ním výrazně zrychluje.

Právní úprava stálého rozhodčího soudu navazuje na původní ustanovení o burzovním rozhodčím soudu, přičemž zachovává rozsah jeho působnosti a přizpůsobuje terminologii novelizované právní úpravě. Náplní takto zřízené instituce je rozhodování sporů z obchodů uzavřených na regulovaném trhu a při jejich vypořádání. Činnost rozhodčího soudu je podřízena zákonu č. 216/1994 Sb. o rozhodčím řízení a o výkonu rozhodčích nálezů. § 54 odst. 3 ZPKT stanovil v souladu s § 13 odst. 2 RozŘ nutnou podmínku pro vznik rozhodčího soudu, kterou je vznik statutu a řádu, který upraví hlavní otázky organizace a činnosti rozhodčího soudu.

Pro tento účel vznikl Řád burzovního rozhodčího soudu při Burze cenných papírů Praha, a.s. Stálý burzovní rozhodčí soud při Burze cenných papírů Praha byl zřízen dle článku 39 stanov BCPP. Předmětem jeho činnosti je rozhodování sporů vzniknuvších z obchodů na regulovaném trhu a při jejich vypořádání, jakož i obchodů v rámci mnohostranného obchodního systému.

Vedle sporů z obchodů uzavřených na regulovaných trzích organizovaných zřizovatelem a dále sporů při jejich vypořádání rozhoduje stálý rozhodčí soud také spory z obchodů v mnohostranném obchodním systému provozovaném zřizovatelem a při jejich vypořádání. Zatímco regulované trhy mohou být organizovány pouze organizátorem, mnohostranný obchodní systém může být provozován jak organizátorem regulovaného trhu, tak obchodníkem s cennými papíry. Jelikož obchodník s cennými papíry není oprávněn zřídit stálý rozhodčí soud, mohou vedle sebe existovat dvě totožné obchodní platformy, které se odlišují pouze v subjektu zřizovatele. Mnohostranný obchodní systém organizovaný obchodníkem s cennými papíry svým účastníkům nemůže nabídnout možnost řešení sporů prostřednictvím stálého rozhodčího soudu, což vede k určité nejednotnosti. Na druhé straně ovšem nic nebrání dohodě stran obrátit se s případným sporem na zvolený rozhodčí soud.

4 Aktuální vývoj a budoucnost právní úpravy regulovaných trhů

Stávající právní úprava regulující český finanční trh vznikla transpozicí směrnice o trzích finančních nástrojů s účinností od listopadu 2007. Principy, na kterých je směrnice postavena, byly záhy podrobeny zkoušce v podobě světové finanční krize v roce 2008, která identifikovala také její slabé stránky. Technologický vývoj mající výrazný vliv na objem a zejména rychlost obchodování, rozvoj obchodních míst, která jsou mimo rámec směrnice MiFID a tedy i její regulace a konstantní vývoj nových finančních nástrojů vyvolal společně s otázkami příčin světové finanční krize potřebu aktualizovat stávající právní úpravu.

Výsledkem summitu zemí G20 v Pittsburghu v roce 2009 byla shoda na potřebě zlepšit transparentnost a dohled zejména nad trhy s deriváty, aby byla zajištěna efektivnější ochrana investorů.

Význam dohledu nad finančními trhy, zdůraznila i zpráva Jacquese de Larosiera³⁸ na téma finančního dohledu v Evropské unii. Dokument se zaměřuje na analýzu příčin hospodářské krize, která se začala šířit roku 2007. Cílem vzniku pracovní skupiny vedené Jacquesem de Larosierem bylo analyzovat nejefektivnější způsob organizace dohledu nad finančním trhem a nastínit budoucnost evropské regulace a dohledu nad finančními trhy s cílem zajistit globální stabilitu na trzích a na základě provedené analýzy vytvořit doporučení pro Evropskou komisi. Mezi další diskutované otázky patřil též návrh efektivní přeshraniční spolupráce národních regulátorů, která by byla schopna předejít vzniku nežádoucích jevů na finančních trzích.

V první části práce³⁸ analyzuje příčiny vzniku hospodářské krize, kterými jsou společně následující faktory.

Jako jedna z příčin vzniku světové hospodářské krize je zde uvedeno selhání orgánů provádějících dohled nad finančními trhy. Jednalo se mimo jiné o chybné řízení rizika investičních společností, dozorujících orgánů, jakož i ratingových agentur, které podcenily rizikovost finančních instrumentů využívajících pákový efekt.

³⁸ The high-level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere, Brussels, 25 February 2009, [cit. 2014-08-11].
Dostupné online z: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

Zatímco cílem sekuritizace bylo rozložení rizika na trhu, posloužily tyto instrumenty pouze k dočasnému skrytí rizika a oddálení následků akumulace silně toxických aktiv v podobě půjček poskytnutých nebonitním klientům.

Významnou roli hrály OTC trhy, které stály stranou zájmu regulátorů, avšak představovaly obchodní místa, na nichž se masivně obchodovaly vysoce rizikové instrumenty. Na rostoucí význam OTC trhů a zároveň na fakt, že stojí stranou zájmu evropské regulace, upozorňovala již v roce 2001 Lamfalussyho zpráva³⁹.

Dozorové orgány chybně spoléhaly na vnitřní kontrolní mechanismy finančních institucí bez dodatečné kontroly, zda tyto mechanismy fungují správně a zda jsou schopny předejít komplikacím. Kontrola zaměřená na nízkou likviditu finančních institucí selhala, jelikož byla zaměřena příliš na individuální subjekty, aniž by zvažovala agregované likvidní riziko celého odvětví.

Zpráva také identifikovala chyby v požadavcích na transparentnost aktivit finančních institucí. Dohledu zcela unikly instrumenty, které nebylo možné identifikovat z finančních výkazů, které však nesly významné riziko, které významně ohrožovalo jejich existenci.

Vzniklé události měly velmi výrazný vliv na pokles důvěry ve finanční trhy a schopnost regulátorů plnit svou funkci a předejít tržním selháním.

Zpráva přišla s řadou doporučení, mezi kterými bylo:

- Standardizace a zjednodušení derivátů obchodovaných na OTC trzích a regulace těchto trhů, které nabyly na významu.
- Pokud má efektivně fungovat jednotný evropský trh, musí být stanovena jednotná základní pravidla, která musí být harmonizována mezi členskými státy. Odlišná legislativa členských států nejen že brání fungování jednotného trhu, ale vede také k nechtěné legislativní arbitráži, kdy se společnosti přesunují do států s nejvýhodnější legislativou. V neposlední řadě vytváří nejednotná pravidla dodatečné náklady i multinacionálním společnostem, které musí sledovat plnění odlišných kritérií v jednotlivých státech, v nichž působí.

³⁹ LAMFALUSSY, Alexandre. Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets, Brussels. Brussels, 15 February 2001 [cit. 2014-07-12]. Dostupné online z:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

str. 16

- Dohled národních orgánů byl doposud založen příliš na individuálním základě, tedy sledování výkonnosti jednotlivých dozorovaných společností. Opomenut byl přitom globální pohled na trh jako celek, který může být vystaven systematickému riziku, které nelze identifikovat takto detailním pohledem.
- Nedostatek spolupráce mezi národními regulátory by měl být eliminován vytvořením evropského systému regulátorů, v němž by významnou roli hrála Evropská centrální banka.
- Pro obnovení důvěry ve finanční trhy je bezprostředně nutné podle zprávy posílit pravomoci národních dozorových orgánů a sjednotit jejich postup napříč členskými státy.⁴⁰

Ve světle de Larosierovy zprávy, jakož i dalších analýz vypracovala Evropská komise návrh revidující Směrnici o trzích finančních nástrojů (MiFID), označovaný jako MiFID II, zveřejněný 20. října 2011, který se soustředil zejména na následující oblasti⁴¹:

- Reakci na technologický vývoj zvýšených nároků na kategorii obchodníků provádějících vysokofrekvenční, nebo algoritmické obchodování. Nově by obchodníci podléhali regulaci zajišťující jejich dostatečnou likviditu, jakož i dalším povinnostem, jejichž cílem je omezit volatilitu trhů.
- Do rámce úpravy směrnice MiFID by se nově dostaly vedle regulovaných trhů a mnohostranných obchodních systémů organizované obchodní systémy⁴², které doposud nebyly regulovány. Aplikací regulace i na tento tržní segment by se výrazně zvýšila jeho transparentnost, což je ostatně klíčovým motivem pro aktualizovanou regulaci původní právní úpravy.

⁴⁰ The high-level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere, Brussels, 25 February 2009, [cit. 2014-08-11]. Dostupné online z:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf s.13 a násl

⁴¹ European Commission - Press release: New rules for more efficient, resilient and transparent financial markets in Europe, Brussels, 20 October 2011, [cit. 2014-08-11]. Dostupné online z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_en.htm?locale=en

⁴² Organised Trading Facility (OTF)

- Zintenzivnění dohledu nad trhy s komoditními deriváty včetně zvýšení následných pravomocí udělit sankci v případě ohrožení fungování finančních trhů
- Silnější ochrana investorů prostřednictvím zvýšené regulace služeb při správě portfolia, investičního poradenství a při nabídce komplexních strukturovaných finančních produktů.

Rámcová směrnice MiFID II⁴³ a nařízení MiFIR⁴⁴, které nahradily směrnici MiFID jsou založeny na stejných principech jako revidovaný dokument a snaží se o dosažení cílů, respektive navázání na cíle, stanovené již v původní právní úpravě.

Mezi hlavní cíle MiFID patřilo:

- Prostřednictvím rozšíření služeb a finančních instrumentů, na něž se právní úprava vztahuje, reagoval MiFID na inovace a vývoj na trzích. Tento směr zůstává totožný i pro novou směrnici MiFID II, která dále rozšiřuje působnost směrnice i na dosud neregulované segmenty finančních trhů.
- Směrnice MiFID si dále kladla za cíl dokončit integraci evropského trhu investičních služeb.
- V neposlední řadě byla účelem MiFIDu ochrana investorů na jednotných evropských trzích, v čemž ostatně prostřednictvím dalšího zpřísnování podmínek pro poskytování investičních služeb pokračuje i MiFID II.

Dne 15. dubna 2014 přijal Evropský parlament aktualizovanou směrnici o finančních trzích MiFID II. Oblasti, které Evropský parlament a Rada považovaly za klíčové a současně náchylné k selhání v případně rozdílné transpozice do národních právních systémů, byly vtěleny do přímo aplikovatelného nařízení MiFIR. Jedná se zejména oblast:

- specifikaci informací, které je v rámci obchodování nutné zveřejnit s cílem dosažení jednotného přístupu k transparentnosti trhů (článek 1 odst. 1 MiFIR)
- rozšíření pravomocí orgánů dohledu nad subjekty působícími na finančním trhu

⁴³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady EU č. 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

⁴⁴ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

Mezi hlavní změny, které MiFID II a MiFIR přináší, patří zejména následující změny:

- Vznik nové obchodní platformy s názvem organizovaný obchodní systém, která se stává novou obchodní platformou vedle regulovanému trhu a mnohostrannému obchodnímu systému
- Rozsah působnosti směrnice MiFID II se rozšířil též na osoby obchodující s finančními nástroji, nebo poskytující investiční služby v oblasti komoditních derivátů, na které se původní směrnice MiFID na základě článku 2 odst. 1 písm. i nevztahovala.
- Osoby, které neposkytovaly investiční služby, ani nevykonávaly žádné jiné činnosti kromě obchodování na vlastní účet, přičemž současně nebyly tvůrci trhu, měly dle článku 2 odst. 1 písm. d MiFID výjimku z jeho působnosti. Tato výjimka byla v článku 2 odst. 1 písm. d MiFID II upravena tak, že se nově nevztahuje na osoby obchodující s komoditními deriváty, nebo povolenkami na emise, nebo s jejich deriváty. Dále byla zrušena výjimka z působnosti směrnice MiFID pro osoby, které v rámci své hlavní činnosti obchodují na vlastní účet s komoditami, nebo komoditními deriváty (článek 2 odst. 1 písm. k MiFID)
- Nově byly v souladu s recitálem 11 MiFID II do jeho působnosti zahrnuty také sekundární trhy, na nichž se obchoduje s emisními povolenkami. V této souvislosti byl také rozšířen okruh finančních nástrojů, na které MiFID II dopadá. Příloha I, oddíl C směrnice MiFID II byl doplněn o emisní povolenky.
- Jak bylo uvedeno ve výše zmiňovaném záměru k přepracování právní úpravy a současně také v recitálu 59 MiFID II, rozvoj technologií vedl k nárůstu objemu obchodů, algoritmizaci obchodních příkazů a automatizaci celého procesu. Subjektům, které při obchodování využívají algoritmů MiFID II ukládá povinnost nastavit systém řízení rizik tak, aby se předešlo případnému systémovému selhání, resp. zneužití systému.
- Obchodník s cennými papíry, který provozuje vnitřní párovací systém pokynů svých zákazníků na jejich účet, bude muset být nově držitelem oprávnění k provozování mnohostranného obchodního systému
- S cílem posílit ochranu investorů nařízení MiFIR zvyšuje transparentnost trhu. Pro výjimky z povinnosti zveřejnit informace dle článku 4 MiFIR stanovuje článek 5 objemové omezení. Tato výjimka neplatí v případě překročení hranice

4 % v rámci jedné obchodní platformy, nebo 8 % celkového objemu obchodů za posledních 12 měsíců

Nařízení MiFIR bylo publikováno v Úředním věstníku Evropské unie dne 15. května 2014 a účinnosti nabude 3. ledna 2017. Směrnice MiFID II, která byla publikována téhož dne, musí být transponována do vnitrostátních právních řádů do 3. července 2016.

Závěr

Regulované trhy hrají klíčovou roli nejen na kapitálových trzích v České republice, ale také v ostatních státech Evropské unie, na které dopadá společná legislativa. Společně s alternativními obchodními platformami umožňují regulované trhy investorům efektivní alokaci kapitálu, emitentům umožňují získat financování svých projektů a v neposlední řadě představují trh, čímž poskytují ocenění jednotlivých titulů. V tržní ekonomice tak hrají nezastupitelnou roli.

Význam trhů dokládá také jejich daleko sahající historie, k jejímuž přiblížení došlo v první části mé práce. Sondy do historie jsem rozdělil na exkurz do světové historie burzovníctví a v následující kapitole jsem se ohlédl za turbulentním vývojem v České republice. V úvodní části textu jsem dále provedl definici regulovaného trhu s odkazem do současného právního řádu. Součástí prvního oddílu je také kapitola věnovaná investičním nástrojům obchodovaným na trzích.

Vývoj evropské právní úpravy kapitálového trhu jsem provedl odděleně, přestože se dnes jedná o oblast, ve které je naprostá většina změn tuzemského práva iniciována právě evropskými směrnici, a tudíž je pod výrazným evropským vlivem. Zaměřil jsem na vývoj evropské regulace od počátku nového milénia, který je výrazně ovlivněn Lamfalussyho zprávou.

Evropská regulace se v posledních letech zaměřuje na vytvoření jednotných podmínek na evropských kapitálových trzích, vytvoření zdravého konkurenčního prostředí a tím i dosažení optimální ochrany investorů. Právo kapitálových trhů navíc vyčnívá mezi ostatními právními obory výraznou potřebou regulace kvůli náchylnosti k tržním selháním, která jsou vzhledem k jejich zmiňovanému velkému významu značně nežádoucí. Právě příčinám regulace, jednotlivým modelům, které se na světě vyvinuly, a zejména pak diskuzi nad optimální mírou regulace jsem věnoval druhou část mé práce. Diskuze nad rozsahem a detailností regulace má o to větší význam, jedná-li se o tak dynamicky se rozvíjející prostředí, jakým finanční a kapitálové trhy jsou. Při zvolení detailní právní úpravy se v konečném důsledku dostává normotvůrce

do pozice, že neustále doplňuje původní úpravu a pokrývá nově identifikovaná rizika namísto toho, aby se jim snažil předejít obecněji pojatou právní normou.

Transpozicí evropské úpravy nemusí být nutně dosaženo zkvalitnění právní normy ve smyslu dosažení její vyšší srozumitelnosti a přehlednosti. Příkladem, který byl diskutován v kapitole o investičních nástrojích, se týkal změny vymezení derivátů, ke kterému došlo zákonem č. 230/2008 Sb.

Původní pojem deriváty zde byl nahrazen příkladným výčtem instrumentů, které naplňují funkci derivátů, a dále jejich charakteristických vlastností. Tento výčet je i nadále otevřený a právě proto zde detailnost tohoto popisu není žádoucí, jelikož tuto oblast činí méně přehlednou.

Ve třetí části jsem se detailněji zabýval aktuální úpravou regulovaného trhu v českém právním řádu. V návaznosti na jeho definování pomocí charakteristických znaků, provedené v úvodní části diplomové práce, jsem navázal jeho vymezením oproti alternativním obchodním platformám, které jsou taktéž v zákoně upraveny.

Určitou nerovnost v postavení subjektů obchodujících v rámci mnohostranného obchodního systému může představovat aktuální ustanovení o Stálém rozhodčím soudu, který je zřizován podle § 54 ZKPT organizátorem regulovaného trhu. Za předpokladu, že organizátor regulovaného trhu je také zřizovatelem mnohostranného obchodního systému, pak může tento stálý rozhodčí soud rozhodovat i spory vznikající na tomto neregulovaném trhu. Možnost obrátit se na takto specializovanou instituci, u níž se dá očekávat i relativně rychlý průběh rozhodčího řízení, je komplikovanější u subjektu, který by obchodoval v mnohostranném obchodním systému zřízeném obchodníkem s cennými papíry.

V poslední části mé práce jsem věnoval pozornost nové směrnici MiFID II, zásadně revidující stávající právní úpravu dle směrnice MiFID. Evropská komise v důvodové zprávě k MiFID II vyhodnotila, že za působnosti směrnice MiFID došlo ke snížení transakčních nákladů, posílení integrace evropských finančních trhů a zvýšení konkurence mezi obchodními místy. Současně ovšem vykrytalizovaly oblasti, které unikly záběru regulace, a které jsou důvodem aktualizované právní úpravy v podobě MIFID II. Jejím přijetím byl v členských zemích odstartován proces, směřující k její transpozici, která musí proběhnout do poloviny roku 2016.

Stejně jako její tvůrci jsem vyšel z aktuální situace na trzích a zejména pak ze zprávy Jacquese de Larosiera, která analyzovala příčiny hospodářské krize z roku 2007. Tuto zprávu lze považovat také za hlavní impuls k revizi směrnice o trzích finančních nástrojů, jejímž důvodem byla nutnost reagovat na změny a vývoj na finančních trzích a současně pokrýt slabé stránky současné legislativy, identifikované výše zmiňovanou zprávou Jacquese de Larosiera a popsané v kapitole 4.

Přestože přijetí MiFID II předcházela řada diskuzí a konzultací, do nichž byly členské státy a národní regulátoři zapojeni, a tudíž se na konečné podobě normy do jisté míry podíleli, čeká nyní českého zákonodárce rozsáhlý proces transpozice, který bude komplikovaný zejména kvůli rozsahu transponované směrnice.

MiFID II přichází s řadou novinek směřujících zejména k posílení ochrany investorů. Příkladem může být vznik nové obchodní platformy pod názvem organizovaný obchodní systém, která se snaží pojmout obchodní místa, která se vyvinula a nebyla doposud podrobena regulaci, do své působnosti. Nově definované organizované obchodní systémy představují novou obchodní platformu, která bude sloužit k obchodování nekapitálových investičních nástrojů. Vedle toho MiFID II dále rozšiřuje svou působnost například směrem ke komoditním trhům a pokrývá některá další, nově vzniklá rizika spojená s rychlým vývojem technologií, jako například vysokofrekvenční obchodování.

Rozsah směrnice MiFID II, a v budoucnu tedy i novelizovaného zákona o podnikání na kapitálovém trhu, se ostatně tak jako u původní směrnice MiFID, výrazně rozšiřuje, s cílem podrobit zákonné úpravě veškerá obchodní místa tak, aby nabývala pouze podoby regulovaného trhu, mnohostranného obchodního systému, nebo nově organizovaného obchodního systému. Vzhledem k nastolenému trendu a pohledu do historie se dá očekávat, že tak jak se budou v budoucnu utvářet nové metody obchodování, bude i zákonodárce reagovat jejich zahrnutím do regulace pod záštitou ochrany práv investorů.

Seznam použité literatury

- BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 5., upr. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2009, xxviii, 548 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-801-6.
- BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S.: *ROČENKA 2013* [online]. [cit. 2014-10-22]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2013.pdf>
- Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online]. © 1998 - 2014 [cit. 2014-10-24]. Dostupné z: <http://www.bcpcp.cz/>
- CASEY, Jean-Pierre a Karel LANNOO. *The MiFID revolution*. New York: Cambridge University Press, 2009, xii, 228 p. ISBN 05-215-1863-6.
- Česká národní banka [online]. Copyright © 2003-2014 [cit. 2014-11-15]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>
- DĚDIČ, Jan. *Právo v podnikání*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000, 546 s. ISBN 80-717-5084-0.
- DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005, 681 s. Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-720-1515-X.
- Evropská unie* [online]. 2014 [cit. 2014-11-25]. Dostupné z: http://europa.eu/index_cs.htm
- FRIŠAUFOVÁ, Alice. Regulátoři finančního trhu podepsali novou dohodu o vzájemné spolupráci. In: Česká národní banka [online]. 17. 3. 2003 [cit. 2014-08-21]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2003/335.html
- HÁJEK, Jan. Vznik burzy pro zboží a cenné papíry v Praze. *Ekonomická revue*. roč. 2006, č. 9.
- HENDRYCH, Dušan. *Správní právo: obecná část*. 7. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009, xxxviii, 837 s. Právnické učebnice (C.H. Beck). ISBN 978-807-4000-492.
- HERTIG, Gerard a Ruben LEE. Four Predictions About the Future of EU Securities Regulation. In: [online]. Leden 2003 [cit. 2014-07-20]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=376720
- HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002, xxii, 714 s. ISBN 80-717-9681-6.
- HOLMAN, Robert. *Mikroekonomie: středně pokročilý kurs*. 2. akt. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, xvi, 592 s. ISBN 978-80-7179-862-0.
- HUSTÁK, Zdeněk. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, xxv, 1004 s. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-807-4004-339.
- Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu*. In: [online]. [cit. 2014-06-18]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/ostatni_analyticke_publikace/download/fin_regulace_eu.pdf

JEKL, Adam. K právní povaze Exchange Traded Funds. In: Česká národní banka [online]. 26.2.2010 [cit. 2014-07-05]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pravni_povaze_exchange_traded_funds.pdf

JEMELKA, Luboš, PONĎELÍČKOVÁ Klára a BOHADLO David. Správní řád: komentář. 1. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2008, 592 p. ISBN 80-717-9784-7.

JEŽEK, Tomáš. Několik ohlédnutí za novodobou historií pražské burzy cenných papírů. Béháčko: časopis společnosti BH Securities a.s. [online]. 2009, č. 1 [cit. 2014-09-06]. Dostupné z:

http://www.bhs.cz/documents/Behacko_2008_02.pdf

JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 630 s. Beckovy právnické učebnice. ISBN 80-247-1099-4.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

KALOUŠEK, Jan. O obchodu s cennými papíry a jejich národohospodářském významu. Praha: Obchodnický spolek Merkur, 1897. Dostupné z: <http://www.bibliothecaeconomica.cz/>

LAMFALUSSY, Alexandre. Final report of the committee of wise men on the regulation of european securities markets, Brussels. In: [online]. Brussels, 15 February 2001 [cit. 2014-07-12]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2002, 459 s. ISBN 80-861-1955-6.

PRICE, Michelle. Commission drops Mifid gender quotas. Financial news. [cit. 2014-10-23]. Dostupné online z: <http://www.efinancialnews.com/story/2011-10-24/european-commission-mifid-gender-quotas?ea9c8a2de0ee111045601ab04d673622>

Power Exchange Central Europe, a. s. [online]. © 2007 - 2014 [cit. 2014-09-13]. Dostupné z: <https://www.pxe.cz/>

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. *Ekonomie* (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 4. Praha: Management Press, 2008, 627 s. ISBN 978-80-7261-132-4.

Stanovisko České národní banky k návrhu nové směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID II) a nařízení o trzích finančních nástrojů (MiFIR). In: Česká národní banka [online]. [cit. 2014-04-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/navrh_smernice_mifid_ii_a_narizeni_mifir_stanovisko_cnb.pdf

TAYLOR, Michael a FLEMING, Alex. INTEGRATED FINANCIAL SUPERVISION: LESSONS OF NORTHERN EUROPEAN EXPERIENCE. [cit. 2014-06-08]. Dostupné online z: http://info.worldbank.org/etools/docs/library/50180/TaylorFleming_1999.pdf

THE APPLICATION OF THE LAMFALUSSY PROCESS TO EU SECURITIES MARKETS LEGISLATION: A preliminary assessment by the Commission services. In: [online]. Brussels, 15. 11. 2004 [cit. 2014-07-10]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459_en.pdf

TOMŠÍK, Vladimír. OHLÉDNUTÍ ZA REFORMAMI: OHLÉDNUTÍ ZA KONFERENCÍ „DVACET LET FINANČNÍCH A BANKOVNÍCH REFORM V ČESKÉ REPUBLICĚ“. *POLITICKÁ EKONOMIE* [online]. 2010, č. 2, 272 - 277 [cit. 2014-04-08]. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=730.pdf>

RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. [online]. Copyright (c) 2008 [cit. 2014-10-24]. Dostupné z: <http://www.rmsystem.cz/>

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

ZPRÁVA O SITUACI NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU. In: Česká národní banka [online]. [cit. 2014-06-03]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/souhrne_informace_fin_trhy/archiv/kapitalovy_trh/Kapitalovy_trh_2005_CZ.pdf

Legislativa

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

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

zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 216/1994 Sb., o rozhodčím řízení a o výkonu rozhodčích nálezů, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

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

Abstrakt

Téma: Regulovaný trh s investičními nástroji

Autor: Michal Petr

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Regulovaný trh hraje významnou roli v tržní ekonomice zejména tím, že umožňuje efektivní alokaci kapitálu, čímž podporuje růst ekonomiky.

První kapitola této práce je věnována historii kapitálových trhů, která dokresluje jejich význam a funkce. Odděleně je proveden exkurz do světové historie burzovníctví a vývoje na území České republiky. Důraz je kladen také na popis legislativního vývoje posledních desetiletí v Evropě, který se stal určující pro vývoj tuzemského práva. Využito je také závěrů zprávy skupiny pod vedením Alexandra Lamfalussyho, která výrazně ovlivnila evropskou legislativu. V úvodní části je provedena také analýza institutu regulovaného trhu, při které se vychází z aktuální legislativy, která definuje klíčové znaky regulovaného trhu, které jej charakterizují. Závěrem první části jsou vymezeny investiční nástroje obchodované na trzích.

Druhá část práce je věnována příčinám regulace a dozoru se zaměřením na vývoj dozoru nad regulovaným trhem v České republice. Diskutována je zde mimo jiné nutnost dozoru a polemika je vedena nad jeho optimálním rozsahem.

Následující část je věnována rozboru regulovaného trhu. V návaznosti na již provedenou definici regulovaného trhu je čtenář seznámen s organizátorem regulovaného trhu a jeho úzkou vazbou na regulovaný trh, včetně podmínek k získání jeho oprávnění. Zákonem upravený tržní segment oficiálního trhu je konfrontován s regulovaným trhem a následuje také srovnání regulovaného trhu s mnohostranným obchodním systémem jako alternativní obchodní platformou a procesem systematické internalizace.

Rok 2014 se stal přelomovým díky přijaté novelizaci směrnice o trzích finančních nástrojů, která byla dlouho připravována. Východiskům, za nichž legislativa vznikala, jejím cílům a konečné podobě je věnována závěrečná část této práce. Při analýze nedostatků současné legislativy přitom práce využívá závěrů zprávy Jacquese de Larosiere, které byly také částečně promítnuty do nové směrnice.

Abstract

Title: Regulated markets in financial instruments

Author: Michal Petr

Supervisor: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Regulated markets play important role in market economy since they enable effective allocation of capital and thus enforce the economic growth.

First chapter of the thesis is devoted to trace history of capital markets in order to illustrate their importance and specific function throughout last centuries. We discuss separately their development and evolution in the Czech Republic and in the rest of the world. In particular, we focus on European legislative framework and its significant changes in last decades as it substantially influences inland law. For this purpose we also consider conclusions of the final report of the committee chaired by Alexandre Lamfalussy which affected the European legislative. In the first part of the chapter we also analyze the institution of regulated markets, as determined by current legislation. In the second part we define investment instruments which are traded on the regulated markets.

The second part of the thesis discusses in detail causes of regulation and supervision with particular focus on the Czech Republic. We argue inevitability of the supervision and consider its optimal extent.

The next part analysis regulated markets in the spirit of its constitution elements. We extend previously stated definition of regulated market and introduce the market operator and explain its competence, mainly conditions for receiving its authorization. We discuss differences and similarities between regulated markets and legislatively treated official market segment. Moreover, we compare regulated market with multilateral traded facility which is considered as the alternative trading platform and process of systematic internalization.

Year 2014 seems to be a milestone thanks to novelization of the directive on markets in financial instruments. We summarize basis, intentions and final version of the directive in the last part of the thesis. We comment drawback of the currently valid

legislation on regulated markets, we widely utilize conclusion made in the report by Jacques de Larosiere, which were partially reflected when drafting the directive.

Klíčová slova: Regulované trhy, kapitálové trhy, MiFID II,
Key words: Regulated markets, capital market, MiFID II