

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Štěpán Uherík**

**Vybrané otázky poslední fáze transpozice  
MiFID II do českého právního řádu**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Tomáš Sejkora, Ph.D.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 23. 7. 2020

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

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 214 582 znaků včetně mezer.

---

Štěpán Uherík

V Praze dne 23. 7. 2020

Rád bych na tomto místě vyjádřil poděkování vedoucímu této diplomové práce JUDr. Tomáši Sejkorovi Ph.D. za jeho odborné vedení, pomoc, podnětné připomínky a čas při psaní této práce.

Za podporu děkuji také své rodině a partnerce.

# Obsah

Úvod.....	1
1. Kontext doby a situace na finančních trzích .....	3
1.1. Finanční trhy v kontextu krizí a moderních trendů.....	3
1.1.1. Krize a volatilita finančních trhů .....	4
1.1.2. Efektivita trhů a poznatky psychologie a behaviorální ekonomie.....	5
1.1.3. Důvěra ve finanční instituce a finanční trhy.....	7
1.1.4. Globalizace finančních trhů a nové technologie.....	9
1.2. Finanční trhy v kontextu bohatství a jeho přerozdělování.....	12
1.2.1. Světové bohatství, rovnost a nerovnost .....	13
1.2.2. Struktura finančních aktiv nejbohatších lidí světa.....	15
1.2.3. Struktura finančních aktiv domácností v ČR.....	17
1.3. Role a význam kolektivního investování.....	18
1.3.1. Kolektivní investování a podílové fondy obecně .....	19
1.3.2. Kolektivní investování v ČR .....	20
1.3.3. Aktivní a pasivní fondy a dopady nákladovosti investice .....	22
1.4. Závěr první části .....	26
2. Vybrané instituty k ochraně investorů na kapitálovém trhu.....	28
2.1. Ideové předpoklady ochrany slabší strany .....	28
2.2. Všeobecné zásady k zajištění ochrany investorů dle MiFID II .....	30
2.3. Zásada odborné péče dle ZPKT .....	32
2.4. Znalost a odbornost osob poskytující investiční služby.....	35
2.4.1. Znalost a odbornost dle MiFID II.....	35
2.4.2. Obecné požadavky na odbornost a důvěryhodnost dle právní úpravy v ČR.....	36
2.4.3. Obsah pojmu odborná způsobilost .....	38
2.4.4. Odborné znalosti a dovednosti .....	39
2.4.5. Prokázání odborné způsobilosti a akreditovaná osoba .....	41
2.5. Posouzení vhodnosti .....	43
2.5.1. Definice institutu posouzení vhodnosti .....	43
2.5.2. Evropská úprava posouzení vhodnosti .....	44
2.5.3. Zpráva o vhodnosti (suitability reports) .....	46
2.5.4. Tuzemská úprava institutu vhodnosti a jejího posouzení.....	47
2.5.5. Vyhodnocení testu vhodnosti .....	50
2.6. Závěr druhé části.....	51
3. Nezávislé, a nikoli nezávislé investiční poradenství.....	55
3.1. Ideová východiska nezávislého investičního poradenství .....	55
3.2. Obecné problematické aspekty nezávislého investičního poradenství .....	56

3.3. Nezávislé investiční poradenství dle MiFID II.....	58
3.3.1. Nezávislé a nikoli nezávislé investiční poradenství obecně.....	59
3.3.2. Základní atributy nezávislého poradenství.....	60
3.3.3. Posouzení dostatečného spektra finančních nástrojů a vztah poskytovatele ke třetím stranám.....	61
3.3.4. Přijímání pobídek souvisejících s poskytovaným poradenstvím.....	66
3.3.5. Drobné nepeněžní výhody.....	67
3.4. Tuzemská úprava nezávislého poradenství.....	69
3.4.1. Zákaz přijímání peněžitých odměn či nepeněžitých výhod.....	69
3.4.2. Posouzení dostatečného množství investičních nástrojů.....	70
3.5. Závěr čtvrté části.....	71
Závěr.....	75
Seznam použitých zkratk.....	78
Seznam použitých zdrojů.....	80

## Úvod

Počátkem roku 2018 vstoupila na našem území v platnost směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU<sup>1</sup> ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně některých směrnic (dále jen jako „MiFID II“). Důvody pro novou a rozsáhlou úpravu byly různorodé a jednalo se především o reakci na novou situaci na finančních trzích.<sup>2</sup> Od roku 2004 totiž došlo ke značnému rozvoji investičních služeb v členských státech, a to jak z pohledu nabízených instrumentů obchodovaných na burzách i na mimoburzovních trzích, tak z pohledu nárůstu účastníků trhu a stále širšímu zapojení veřejnosti a drobných investorů. Finanční krize z let 2008 a 2009 také zafungovala jako spouštěč dlouhodobých změn, které jsou reakcí na odhalené nedostatky ve fungování a transparentnosti finančních trhů. Transpozice nové úpravy MiFID II do českého právního řádu je z tohoto pohledu ambiciózní změnou, která značně mění pravidla fungování finančních trhů a jeho účastníků. Právě proto nese téma této práce název *Vybrané otázky poslední fáze transpozice MiFID II do českého právního řádu*.

Cíle této práce je možno rozdělit do několika okruhů. Základním cílem práce je obecně identifikovat vybrané důležité instituty směrnice MiFID II, provést základní popis jejich právní úpravy, provést porovnání s tuzemskou platnou úpravou a zabývat se mnohými praktickými aspekty při poskytování investičních služeb a případnými problematickými oblastmi. Navazujícím cílem práce je na základě analýzy právní úpravy základně zhodnotit, nakolik mohou mít vybrané a popsané instituty vliv na zvýšení kvality poskytovaných investičních služeb s poradenským prvkem v ČR. Doplnkovým cílem práce je zasadit zkoumanou problematiku do širšího kontextu aktuálních trendů a situace na finančních trzích, jakož i základně analyzovat aktuální investiční trendy v ČR. Pokud jde o vědecké metody použité v této práci, jedná se především o analýzu, deskripci, komparaci či syntézu, a tedy hlavně převažují kvalitativní vědecké metody. Celá práce je založena na obecnějším přístupu ke zkoumané problematice a namísto hloubkové analýzy úzké oblasti je cílem pokrýt širší problematiku se základní až střední mírou analýzy.

Strukturou je práce členěna na tři části, které jsou dále rozděleny na kapitoly a body. První část práce nese název „Kontext doby a situace na finančních trzích“. Tato část práce je koncipována jako úvodní seznámení s širší problematikou finančních trhů. Autor práce nejprve zvažoval vyčlenit první část této práce pro definici základních obecných pojmů v oblasti kapitálových trhů a související teoretické úpravy subjektů či investičních služeb. Na základě

---

<sup>1</sup> 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. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>

<sup>2</sup> Srov. recitál 3 a 4 směrnice MiFID II.

skutečnosti, že definiční teorie je hojně upravena v odborné literatuře a obsahuje ji značné množství veřejně dostupných odborných prací koncipoval autor práce první část naopak jako vcelku dost praktické seznámení s vybranými oblastmi finančních trhů a investiční problematiky. Druhá část práce je pojmenována „Vybrané instituty k ochraně investorů na kapitálovém trhu“ a obsahem je rozbor ideových předpokladů ochrany slabší strany a následná analýza konkrétních vybraných institutů, jež mají přesah do oblasti poskytování služeb s poradenským prvkem. Třetí část práce nese název „Nezávislé a nikoli nezávislé investiční poradenství“ a je vcelku jednoznačně zaměřenou analýzou a popisem nového režimu, ve kterém je možno poskytovat investiční poradenství a souvisejících aspektů. V tomto smyslu je první část práce spíše obecným popisem a analýzou kontextu a dvě zbývající části práce jsou úžeji zaměřeným rozбором vybraných institutů a právní úpravy.

Úvod je tak možno uzavřít konstatováním, že tato práce se záměrně snaží o obsažení širšího spektra oblastí a vytvoření určité myšlenkové mapy, skládající se z konkrétních problematik, jež spolu souvisejí a jež jsou spojeny skrze směrnici MiFID II a souvisejících předpisů. Autor práce je přesvědčen, že právě skrze vhodné pojmenování praktických témat, které jsou aktuální v kontextu vývoje finančních trhů a současného dění v kombinaci s analýzou vybraných elementů a prvků jejich regulace je možné objevovat nové pohledy, výzvy a propojení. Na těchto pak může být v budoucnu možno založit úžeji zaměřenou a hlubší analýzu. První dvě slova názvu tématu této práce zní „vybrané otázky“ a můžeme proto uzavřít vyjádřením úmyslu autora, aby tato práce nejen splnila definované cíle ale aby v rámci zkoumání a analýzy byly navíc objevovány a pokládány nové a kvalitní otázky.

# 1. Kontext doby a situace na finančních trzích

Úvodní část práce je věnována širší problematice, která souvisí s finančními trhy, a to s důrazem na aktuální kontext doby, jakož i na případné historické souvislosti a nové trendy, které mají potenciál formovat další vývoj finančních trhů. Cílem této části je položit informační základ a provést uvedení do širší problematiky, což je důležité pro další výzkum v této práci.

## 1.1. Finanční trhy v kontextu krizí a moderních trendů

Dříve než se v této práci budeme naplno zabývat transpozicí MiFID II do českého právního řádu, věnujme pozornost analýze kontextu doby, ve které nová úprava vstoupila v platnost. Samotná směrnice ve svém úvodu popisuje důvody pro novou úpravu a mimo jiné odkazuje na finanční krizi z let 2008 a 2009, označovanou za hypoteční krizi, jejíž negativní dopady přinutily regulátora zkoumat důvody vzniku krize, akceschopnost a pružnost celého finančního systému a jeho institucí.<sup>3</sup> Lze říct, že hypoteční krize se stala praktickou připomínkou důležitosti a současné křehkosti finančního trhu, jakož i důvěry v něj. Navždy se zapsala do historie jako jedna z největších novodobých krizí. Mezi jednu z jejich důležitých příčin patří nevhodné chování některých institucí, které podávaly nepřesné a zavádějící informace o skutečném riziku, které bylo spojeno s některými produkty, jež byly nabízeny široké veřejnosti.<sup>4</sup> Tyto produkty byly ve většině případů založeny na principu finančních derivátů, o kterých například světově uznávaný investor Warren Buffet veřejně hovořil jako o „*finančních zbraních hromadného ničení*“.<sup>5</sup> V tomto smyslu způsobily události z let 2008 a 2009 skutečně řetězovou reakci a jen během těchto dvou let vyhlásilo v USA bankrot přes 74 významných společností s hodnotou závazků přes 1,2 bilionů dolarů.<sup>6</sup> Nelze proto být překvapen skutečností, že hypoteční krize a její následky zásadně podpořily diskuse o nutnosti silnějšího dohledu a regulace finančních trhů. Tato práce se věnuje právě analýze vybraných otázek poslední fáze transpozice směrnice MiFID II a je tedy vhodné na jakoukoliv regulaci finančních trhů pohlížet v určitém kontextu. Z pohledu autora práce je velmi důležité, aby se jakákoliv diskuse o regulaci finančních trhů nesla na pevných základech, kterými je především jasnější určení požadovaného cíle takových zásahů. Volně řečeno, snaha o eliminaci nekalého jednání a zajištění prostředí důvěry se může jevit jako vhodný cíl. Naopak přílišná snaha

---

<sup>3</sup> Recitál 4 směrnice MiFID II.

<sup>4</sup> MORO, Beniamino a Victor BEKER. *Modern Financial Crises: Argentina, United States and Europe*. Springer, 2016. ISBN: 978-3-319-20990-6. s. 45.

<sup>5</sup> Berkshire Hathaway Inc. *The 2002 Chairman's Letter* [online]. 2002 [cit. 3.5.2020]. Dostupné z: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2002.html>

<sup>6</sup> ALTMAN, Edward I., Edith HOTCHKISS a Wang WEI. *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2019. ISBN: 978-1-119-48185-0. s. 9.



o eliminaci jakékoliv volatility finančních trhů či snaha o zamezení jakékoliv budoucí finanční krize je v očích autora práce problematická. Stejně tak případná diskuse o potřebě ochrany drobných investorů může dle autora práce nabývat různé podoby na různé škále. Od snahy o vytvoření férových podmínek pro informované rozhodování drobných investorů za současného zachování možnosti chybovat a nést adekvátní investiční riziko, až po snahu o naprostou eliminaci rizik skrze rozsáhlé omezení a stanovení neadekvátních preventivních bariér, které by v extrémním případě mohly znamenat zásadní omezení možného chování na finančních trzích pro drobné investory. Obsah pojmu riziko by nemělo být v kontextu finančních trhů jednoduše zaměněno s pojmem volatilita, které se budeme nyní věnovat.

### **1.1.1. Krize a volatilita finančních trhů**

Navzdory velké negativní zkušenosti v podobě hypoteční krize je stále důležité mít na paměti adekvátní očekávání od budoucího chování trhů, jejich účastníků a regulátora. Dlouhodobější optikou a se znalostí vývoje historického i současného vývoje finančních a z nich především kapitálových trhů je totiž nutno konstatovat, že riziko ve smyslu určité míry nejistoty, volatilita ve smyslu kolísání cen a krize ve smyslu výrazných krátkodobých propadů jsou jevy, které se objevují na pravidelné bázi.<sup>7</sup>

Vhodným příkladem mohou být akciové trhy, které zajímavě ilustrují dynamiku, která může být s vývojem na finančních trzích spojena. Z tohoto pohledu můžeme vzpomenout některé relativně nedávné poklesy akciových trhů v USA, které měly globální dopady. Je vhodné zmínit poklesy ze září 2001 po teroristických útocích v New Yorku, technologickou krizi z března roku 2000, krizi ze září 1998 způsobenou krachem fondu LTCM, dluhovou krizi, která začala v srpnu 1989 či pád akciových trhů z října roku 1987.<sup>8</sup> Optikou akciových indexů USA, jako jsou Dow Jones Industrial Average nebo S&P 500, můžeme konstatovat, že volatilita se na akciové trhy vrací pravidelně. I přes očividné negativní dopady každé finanční krize a zvýšené volatility je ale faktem, že z dlouhodobého pohledu byly prozatím všechny krize vždy překonány dalším růstem.<sup>9</sup> Tento následný růst přitom doposud nastával vždy relativně rychle a obvykle se dostavil v řádech měsíců od nejnižšího bodu, tedy pomyslného dna krize. Pokud bychom se pokusili analyzovat propady trhů v moderní historii, zjistíme, že od nejnižšího bodu, tedy pomyslného dna krize následoval v příštích 12 měsících bezprecedentní růst. K potvrzení tohoto závěru nám poslouží

---

<sup>7</sup> SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4. s. 186.

<sup>8</sup> SCHILLER, Robert. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2010. ISBN: 978-80-247-2482-9. s. 27.

<sup>9</sup> Poznámka: měřeno hodnotou akciových indexů Dow Jones Industrial Average, S&P 500 a Nasdaq Composite index za období let 1980–2019.

index amerických akcií S&P 500, který má dostatečnou historii a zaznamenává pohyby pěti set největších amerických firem, dle hodnoty tržní kapitalizace. Výsledky jsou znázorněny v tabulce č. 1. Z dlouhodobého pohledu se zkoumané akciové trhy historicky vždy dokázaly zotavit ze všech krizí, kterými procházely.

Tabulka č. 1 – Růst akciového indexu S&P 500 za 12 měsíců od nejnižšího bodu krize

Nejnižší bod poklesu krize	Změna hodnoty indexu během 12 měsíců
26. května 1970	+43,73 %
3. října 1974	+37,96 %
12. srpen 1982	+59,40 %
4. prosince 1987	+22,40 %
21. září 2001	+33,73 %
23. července 2002	+17,94 %
9. března 2009	+69,49 %

\*Zdrojem dat jsou veřejně dostupná historická data indexu S&P 500 zveřejněné společností Morningstar Inc. a vlastní analýza těchto dat autorem.

### 1.1.2. Efektivita trhů a poznatky psychologie a behaviorální ekonomie

Doposud byly analyzovány dlouhodobé časové periody na akciových trzích. V rámci analýzy kratších časových řad pak musí být vzaty do úvahy širší skutečnosti, které mohou ovlivnit vývoj a volatilitu nejen na akciových trzích. Teorie říká, že kapitálový trh je místem, kde se potkává nabídka dočasně volných finančních prostředků s poptávkou po nich, přičemž dobře fungující trh zajišťuje efektivní převod finančního kapitálu.<sup>10</sup> Slavný ekonom Eugene F. Fama již v roce 1970 ve své práci začal zkoumat právě efektivitu kapitálových trhů z více pohledů a například definoval, že kapitálový trh je informačně efektivní, pokud ceny v každý moment zahrnují a reflektují všechny dostupné informace o jejich budoucích cenách. Současně vznesl názor, že stav informační efektivnosti je přirozeným stavem vycházejícím z konkurenčního prostředí kapitálových trhů, nízké bariéry vstupu a nízkých nákladů na informace.<sup>11</sup> Cílem této kapitoly není analyzovat pravdivost tohoto tvrzení v praxi, nicméně pro účely dalšího zkoumání v této práci je důležité uvést, že především s příchodem nových metod psychologického výzkumu a oboru behaviorálních financí bylo provedeno velké množství pokusů a výzkumů, které na efektivitu trhů svými výsledky pohlížejí velmi kriticky. Určitým jádrem pojetí efektivity kapitálových trhů je předpoklad, že investoři a jeho účastníci se rozhodují zcela racionálně s cílem maximalizovat své jmění a jediným omezením jejich rozhodování je tolerance k riziku. Oproti

<sup>10</sup> URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-7357-579-3. s. 274.

<sup>11</sup> FAMA, Eugene F., Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970, vol. 25, no. 2, s. 383-417. DOI: 10.2307/2325486.

tomu zastánci behaviorálních financí věří, že většina investorů se na kapitálových trzích vždy nechová racionálně a tedy, že obecně existují biologické a psychologické skutečnosti, které omezují člověka v jeho úvahách a rozhodování. V praxi se tak podle této skupiny vědců chovají investoři a lidé obecně natolik rozdílně, než předpokládá teorie, že ekonomické modely efektivních trhů nelze plně aplikovat.<sup>12</sup> Zcela nový rozměr pak do této diskuse vnesli výzkumníci Tversky a Kahneman, jejichž objevy na poli psychologie přináší nové otázky nejen do oblasti ekonomie. Desítky let jejich výzkumů analyzují a objevují chyby a zkreslení lidského systému uvažování. Ve svých výzkumech pak zajímavě odhalují vliv intuitivních dojmů, optimismu a pesimismu, vnímání rizik, iluzí a dalších chyb v rozhodování, jakož i roli přehnaného sebevědomí a stádního chování. Nové objevy odhalují pozoruhodné vlastnosti i nedokonalosti lidské mysli. V mnohých pokusech těchto výzkumníků pak bylo zahrnuto i zkoumání rozhodování člověka, pokud jde o nakládání s finančními prostředky a šancí zbohatnout nebo naopak rizikem ztráty, čímž jsou vcelku dobře aplikovatelná na obraz investora při rozhodování na kapitálových trzích.<sup>13</sup> Závěry výše popsaných studií ukazují, že lidské rozhodování je mnohdy velmi omezené a ani vzdáleně se neblíží modelům racionálního ekonomického rozhodování.

Cílem všech výše uvedených skutečností je snaha o rozšíření kontextu, v jakém je možno nahlížet na finanční trhy, a to s důrazem na jejich volatilitu a historicky potvrzený výskyt období významných propadů i růstu a na straně druhé s důrazem na vědomí, že tyto propady i růsty jsou ovlivněny širokým množstvím skutečností, které je možno hledat i na úrovni objektivně nedokonalého procesu rozhodování člověka. Jelikož se hlavní část této práce zabývá konkrétní regulací související s finančními trhy, považuje autor práce za významné upozornit na to, že při tvorbě i aplikaci takových pravidel může podle něj právě vnímání pojetí finančních trhů být důležitým aspektem. Vnímání finančního trhu jako teoreticky efektivního modelu, na kterém se účastníci chovají zcela racionálně by pravděpodobně mohlo vést k přinejmenším částečně jinému pojetí regulace než při pojetí těchto trhů jako míst, kde jsou prováděna z části iracionální rozhodnutí nedokonalými účastníky. Záměrně je v tomto kontextu nastaven pomyslný extrém dvou pojetí s vědomím, že v praxi by mělo jít spíše o spojení vícero pohledů. Jak již ale bylo uvedeno, nové výzkumy na poli behaviorální psychologie a ekonomie významně naznačují, že člověk je jako bytost při rozhodování ovlivněn faktory, o kterých si začínáme být vědomi teprve nedávno.

---

<sup>12</sup> MALKIEL, Burton Gordon. *Náhodná procházka po Wall Street: časem prověřená strategie úspěšného investování*. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Pragma, c2012. ISBN 978-80-7349-307-3. s. 222.

<sup>13</sup> KAHNEMAN, Daniel. *Myšlení: rychlé a pomalé*. 3., dopl. a rozš. vyd. V Brně: Jan Melvil, 2012. ISBN 978-80-87270-42-4. s. 290-297, 300-305, 318, 347-350.

### 1.1.3. Důvěra ve finanční instituce a finanční trhy

Důvěra ve finanční systém a instituce je intuitivně jednou z velmi důležitých aspektů vyspělých a dobře fungujících finančních trhů. Právě zvýšení důvěry veřejnosti bývá také často jedním ze základních cílů regulace finančních trhů a v kontextu zaměření této práce i samotná směrnice MiFID II hovoří o „posílení důvěry“ jako o jednom ze svých cílů.<sup>14</sup> Posilování důvěry pak v praxi může nabývat různých podob. Jedna z forem posilování důvěry se projevila během hypoteční krize z let 2008 a 2009 a byla jí finanční záchrana soukromých bankovních institucí ze strany státu. V říjnu 2008 schválil Kongres Spojených států amerických tzv. Emergency Economic Stabilization Act, který de facto znamenal podporu ve výši až 700 miliard amerických dolarů pro stabilizaci finančního systému.<sup>15</sup> Problematiku podobných zásahů zajímavě popsal ve své publikaci *Too Big to Fail* autor Andrew Ross Sorkin, který shrnul argumentaci zastánců veřejného zásahu tak, že „*důvěra ve finanční systém je založena na psychologických faktorech jako je stabilita jeho finančních institucí a vývoj trhu jako celku. Právě proto musí být systémově relevantní finanční instituce chráněny skrze regulaci s cílem předcházet jejich bankrotu a nutnosti nového získávání důvěry v celý systém.*“<sup>16</sup> Z provedených průzkumů ale vyplývá, že hypoteční krize z let 2008 a 2009 se pro velkou skupinu Američanů stala událostí, která značně snížila důvěru především ve finanční instituce. Z průzkumů renomované společnosti Gallup také vyplývá, že tato důvěra navíc stále zůstává na nejnižších úrovních i mnoho let po krizi.<sup>17</sup> Ve Spojených státech, které patří mezi země s nejdéle fungujícím a kontinuálním finančním trhem se i dle dalších průzkumů pohybuje důvěra v bankovní a investiční instituce a poradce na nejnižší historické úrovni. Dle průzkumů americké organizace National Association of Plan Advisors z roku 2019 chová důvěru ve finanční poradce pouze 16 % dotázaných.<sup>18</sup> Tento trend nedůvěry ve finanční poradce v USA pak potvrzují i průzkumy provedené dalšími nezávislými organizacemi.<sup>19</sup> Zaměříme-li se na důvěru ve finanční instituce jako takové pak dle průzkumu organizace The

---

<sup>14</sup> Srov. recitál 4 směrnice MiFID II.

<sup>15</sup> Public Law 110-343, 122 Stat. 3765, enacted October 3, 2008.

<sup>16</sup> SORKIN, Andrew Ross. *Too big to fail: The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves*. New York: Viking, 2009. ISBN 978-0143118244. s. 119-120.

<sup>17</sup> Gallup, Inc. *American's Confidence in Banks Still Languishing Below 30 %* [online]. 16.7.2016 [cit. 4.6.2020]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/192719/americans-confidence-banks-languishing-below.aspx>

<sup>18</sup> National Association of Plan Advisors. *A matter of Trust?* [online]. 23.5.2019 [cit. 19.5.2020]. Dostupné z: <https://www.napa-net.org/news-info/daily-news/matter-trust-0>

<sup>19</sup> Time USA LLC. *Almost Nobody Trusts Financial Institutions* [online]. 14.4.2016 [cit. 14.9.2019]. Dostupné z: <http://time.com/money/4293845/trust-financial-institutions-study/>

National Association of Retirement Plan Participants za rok 2016 se obecná důvěra ve finanční instituce v USA pohybuje pouze okolo 8 % a je tak na nejnižších úrovních v historii.<sup>20</sup>

Zajímavým aspektem při zkoumání míry důvěry ve finanční instituce pak může být také fakt, zda existují skutečné důvody, a především pochybení finančních institucí, které opravňují ke snížení důvěry. Analytici ze společnosti Keefe, Bruyette & Woods vydali v roce 2014 studii, která se zaměřila na rozsah pokut udělených největším světovým finančním institucím za období po finanční krizi mezi lety 2009-2014. Studie uvádí, že bylo za toto období na pokutách zaplacené přibližně 184 miliard amerických dolarů ve 117 potvrzených případech pochybení, které se ve většině případů týkaly oblasti střetu zájmů se zájmy klientů. Autoři studie k tomuto číslu uvádějí, že „pro srovnání výše celkových udělených pokut by ekonomika s HDP o velikosti 184 miliard dolarů byla padesátou čtvrtou největší ekonomikou světa, přibližně o velikosti ekonomiky Nového Zélandu. Vzhledem k tomu, že v momentu dokončení studie stále probíhalo vyšetřování dalších 174 případů možných pochybení, lze předpokládat, že tento jev bude i nadále pokračovat.“<sup>21</sup> Pro zajímavost je v tabulce č. 2 uveden přehled vybraných institucí a jim uložený počet vypořádání včetně celkové zaplacené sumy na pokutách a vypořádáních.

Tabulka č. 2 –Počet pochybení vybraných bankovních institucí včetně vypořádání a zaplacených částek v miliardách dolarů (2009-2014)

Instituce	Počet uložených vypořádání	Zaplacená suma (miliardy dolarů)
Bank of America	34	77,09
JPMorgan Chase	26	40,12
Citigroup	18	18,39
Wells Fargo	10	10,24
BNP Paribas	1	8,90
UBS	8	6,54
Deutsche Bank	4	5,53
Morgan Stanley	7	4,78
Barclays	7	4,23
Credit Suisse	4	3,74
Zdroj: Keefe, Bruyette & Woods study		

Zcela opačná situace je ale například v České republice, kde se důvěra v banky drží na vysokých úrovních, což vyplývá z průzkumů pro Českou bankovní asociaci z roku 2019. Na pomyslné škále, kde maximum důvěry tvoří deset bodů dosáhlo bankovníctví hodnoty sedmi bodů,

<sup>20</sup> National Association of Retirement Plan Participants (2016). *Participant Trust and Engagement Study* [online]. 2018 [cit. 4.3.2020]. Dostupné z: <http://www.ireachcontent.com/news-releases/consumer-trust-in-financial-institutions-hits-an-all-time-low-575677131.html>

<sup>21</sup> Keefe, Bruyette & Woods study. *Bank fines total 184 billion* [online]. 2014 [cit. 25.6.2020]. Dostupné z: <https://www.kbw.com/capabilities/research/bank-fines-total-184-billion-report-129550>

což je například větší důvěra než ve veřejné zdravotnictví.<sup>22</sup> Podle průzkumu obsaženého ukazatele Customer Satisfaction Index navíc za posledních pět let spokojenost Čechů s bankami rostla a v roce 2019 se pohybovala na 85 %. Z průzkumu dále vyplynulo, že více než 68 % Čechů neuvažovalo o změně své banky a 32 % z těch, kteří o změně uvažovali, začali využívat jinou banku namísto obdobných služeb nebankovních institucí. Z pohledu autora práce může být zásadně rozdílná míra důvěry ve finanční instituce v USA a v Česku způsobena především velmi rozdílným přístupem k investování a na to navázaným rozsahem služeb, které tradičně bankovní domy poskytují. Jak bude podrobně analyzováno v následující kapitole, majoritní složkou ve struktuře aktiv českých domácností jsou netermínované a termínované vklady a stavební spoření, zatímco investiční složka (investiční fondy) si teprve získává své místo. Oproti tomu v USA vlastní akcie více než 55 % dospělých a před krizí v roce 2008 to bylo v průměru dokonce 62 %.<sup>23</sup> Lze intuitivně uvažovat, že právě reálná zkušenost s volatilitou investičních nástrojů, jakož i zkušenost s hypoteční krizí, během které domácnosti v USA do konce roku 2009 ztratily 3,3 bilionů dolarů na hodnotě svých investic mohou hrát důležitou roli ve vnímání důvěry ve finanční systém a instituce.<sup>24</sup> Naopak převaha konzervativních a spíše spořicíh nástrojů v ČR, jakož i absence reálné zkušenosti s bankrotem finančních institucí může hrát svou roli ve vnímání finančních institucí v ČR a citlivosti běžných střadatelů na riziko ztráty a tedy obecné nedůvěry vůči instituci nakládající s jejich prostředky. Tento argument zajímavě doplňuje zjištění vyplývající z výše uvedeného průzkumu České bankovní asociace, ve kterém 26 % dotázaných vůbec nevědělo, že jsou vklady u bank pojištěny a do jaké výše.<sup>25</sup>

#### 1.1.4. Globalizace finančních trhů a nové technologie

Zatímco na jedné straně je možno zkoumat důvěru v tradiční finanční instituce a finanční trhy jako takové, jsou i tyto zásadně ovlivňovány moderními trendy a pokroky především na poli nových technologií. Tím jsou přinášeny nové možnosti jak pro finanční instituce, tak pro drobné střadatele. Prestižní konzultantská společnost McKinsey & Company vydala v roce 2015 rozsáhlou publikaci zkoumající nejvýznamnější globální trendy, které naprosto zásadně mění svět. Jako jeden ze čtyř nejdůležitějších trendů byl označen růst přeshraničních finančních toků

---

<sup>22</sup> ČBA. *Image bankovního sektoru 2019* [online]. 26.3.2019 [cit. 23.5.2020]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/image-bankovniho-sektoru-2019>

<sup>23</sup> Gallup, Inc. *What Percentage of Americans Owns Stock?* [online]. 13.9.2019 [cit. 5.4.2020]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx>

<sup>24</sup> Insider Inc. *America Lost 10.2 trillion in 2008* [online]. 3.2.2009 [cit. 12.4.2020]. Dostupné z: <https://www.businessinsider.com/2009/2/america-lost-102-trillion-of-wealth-in-2008>

<sup>25</sup> ČBA. *Image bankovního sektoru 2019* [online]. 26.3.2019 [cit. 24.5.2020]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/image-bankovniho-sektoru-2019>

a globalizace finančních trhů.<sup>26</sup> Jak uvádějí sami autoři, „kapitálové trhy jsou hlavní mezinárodní arénou ve které proudí peníze okolo celého světa v mžiku sekundy. Největší finanční hráči této arény se ale již dávno neshlukují pouze v tradičních finančních centrech jako New York, Londýn nebo Tokio. Jsou zde Abu Dhabi, Mumbai nebo Rio de Janeiro. Zatímco finanční aktiva domácností v USA a Evropě rostly v průměru o tři až čtyři procenta mezi lety 2000 a 2010, domácnosti v rozvíjejících se trzích zvyšovaly svůj majetek tempem dvacet tři procent ročně v Africe a na Blízkém východě a šestnáct procent v Číně. Celková výše aktiv je v rozvíjejících trzích stále menší, než v rozvinutých ekonomikách ale jsme svědky rychlého přibližování.“<sup>27</sup> Autoři také ve stejné publikaci podrobně analyzují vliv moderních telekomunikačních technologií na finanční trhy, a to především ve vztahu ke zvyšující se dostupnosti finančních služeb díky internetu a mobilním telefonům, jakož i nových finančních technologií, se kterými stále častěji přicházejí nebankovní subjekty. Z globálního průzkumu společnosti EY prováděné v roce 2014 ve 32 státech světa vyplývá, že 40 % zákazníků vyjádřilo, že jejich závislost na tradičních bankovních institucích klesá, a to z důvodu nabídky nových služeb nebankovních poskytovatelů, kteří jsou často označováni za fintech startupy. Dalších 20 % zákazníků vyjádřilo, že mají v blízké budoucnosti v plánu vyzkoušet služby nových nebankovních institucí.<sup>28</sup>

V tomto smyslu zajímavým příkladem může být příběh americké společnosti Robinhood Markets, která začínala jako menší technologický startup a dnes je poskytovatelem finančních služeb skrze mobilní aplikaci a web. Hlavní doménou této společnosti je poskytování platformy pro obchodování cenných papírů a široké škály investičních nástrojů. Za necelé čtyři roky se mezi lety 2016 a 2020 podařilo této společnosti získat více než deset milionů uživatelů.<sup>29</sup> Drastický růst uživatelů pak tato společnost zaznamenala od března tohoto roku, kdy byly kapitálové trhy velmi volatilní z důvodu nejistoty okolo pandemie nového typu koronaviru.<sup>30</sup> Podobné příběhy jsou důkazem, že tradiční finanční instituce s desítkami let historie a kamennými sítěmi poboček mohou mít nebezpečné konkurenty v podobě progresivních technologických firem s mobilními aplikacemi bez jediné pobočky. Je zřejmé, že případné změny tohoto typu mohou mít významný

---

<sup>26</sup> DOBBS, Richard, MANYIKA, James, WOETZEL Jonathan. *No ordinary disruption: the four global forces breaking all the trends*. New York: Public Affairs, 2016. ISBN 978-1-61039-735-3. s. 74.

<sup>27</sup> DOBBS, Richard, MANYIKA, James, WOETZEL Jonathan. *No ordinary disruption: the four global forces breaking all the trends*. New York: Public Affairs, 2016. ISBN 978-1-61039-735-3. s. 76.

<sup>28</sup> Ernst & Young. *EY Global Consumer Banking Survey* [online]. 2014 [cit. 1.2.2020]. Dostupné z: [https://www.academia.edu/10083834/EY\\_Global\\_Consumer\\_Banking\\_Survey\\_2014](https://www.academia.edu/10083834/EY_Global_Consumer_Banking_Survey_2014)

<sup>29</sup> CNBC LLC. *Start-up Robinhood tops 10 million accounts even as industry follows in free-trading footsteps* [online]. 4.12.2019 [cit. 17.6.2020]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2019/12/04/start-up-robinhood-tops-10-million-accounts-even-as-industry-follows-in-free-trading-footsteps.html>

<sup>30</sup> CNBC LLC. *Fintech app Robinhood is driving a retail trading renaissance during the stock market's wild ride* [online]. 17.6.2020 [cit. 5.7.2020]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2020/06/17/robinhood-drives-retail-trading-renaissance-during-markets-wild-ride.html>

vliv na celý finanční systém a jeho infrastrukturu. Může být také položena otázka, jak se změní samotný vývoj na kapitálových trzích, pokud nám nové technologie umožní zpřístupnit jej milionům spotřebitelů, kteří doposud nemusí mít s investováním zkušenosti. Na jedné straně tak mohou mít miliony nových investorů možnost během několika sekund provádět rozsáhlé investiční operace na globálních finančních trzích, avšak na straně druhé nemusí mít tito investoři dostatečné zkušenosti a uvědomovat si případná rizika.

Zajímavým příkladem podobného chování je vývoj ceny akcií společnosti Hertz Global Holdings, která 22. května tohoto roku vyhlásila bankrot a dostala se tím do pozornosti médií. Dle zveřejněných dokumentů v rámci vyhlášení bankrotu dosáhla celková výše závazků této společnosti hodnoty téměř 19 miliard dolarů a provozní ztráta za rok 2019 byla 58 milionů dolarů.<sup>31</sup> Akcie této společnosti však po této negativní události během příštích několika dní zaznamenaly růst o 1 400 % ze svého dna a následně se stabilizovaly na hodnotě okolo dvou dolarů.<sup>32</sup> Nejen finanční teorie ale i zdravá logika napovídá, že hodnota společnosti, která nemá dostatek prostředků pro pokrytí svých závazků a musí proto využít institut vyhlášení bankrotu se blíží nule. Vývoj ceny akcií společnosti Hertz se stal předmětem zkoumání mnoha analytiků a data ukazují, že to byli právě drobní investoři, kteří skrze výše zmíněnou investiční platformu společnosti Robinhood Markets masivně nakupovali akcie této zkrachovalé společnosti a v době psaní této práce se většina takových investorů nachází ve významných ztrátách.<sup>33</sup> V praxi je pak možné sledovat další příklady významných ocenění firem, které se odehrály během tohoto roku a které prozatím nemají jasné vysvětlení. Společným rysem je ale bezprecedentní aktivita drobných investorů na kapitálových trzích, kteří dle odborníků byli motorem změny cen akcií. Mnozí odborníci tak nově varují před možným novým fenoménem, kterým by bylo vytváření menších akciových bublin, čímž se myslí iracionálních ocenění vybraných akciových titulů, které bude způsobováno stádovitým chováním velkého množství drobných investorů.<sup>34</sup> Rozsah této práce neposkytuje prostor pro důkladnější analýzu výše popsaného jevu, avšak snažíme-li se v této kapitole naznačit kontext současné doby a aspekty, které je vhodné brát do úvahy při diskuzi o podobě regulace finančních trhů, může být zajímavé mít tyto na paměti. Obecnější úvahová linka

---

<sup>31</sup> Finbox. *Total Debt for Hertz Global Holding* [online]. 2020 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: [https://finbox.com/NYSE:HTZ/explorer/total\\_debt](https://finbox.com/NYSE:HTZ/explorer/total_debt)

<sup>32</sup> CNN. *Hertz files for bankruptcy* [online]. 2020 [cit. 1.7.2020]. Dostupné z: <https://edition.cnn.com/2020/05/22/business/hertz-bankruptcy/index.html>

<sup>33</sup> ETF Focus. *Robinhood Investors Pile Into Hertz As Stock Approaches \$0* [online]. 1.6.2020 [cit. 10.7.2020]. Dostupné z: <https://www.thestreet.com/etffocus/market-intelligence/robinhood-investors-pile-into-hertz-as-stock-approaches-0>

<sup>34</sup> Bloomberg. *Robinhood Markets Made Bursting Bubbles Wall Street's Obsession* [online]. 13.6.2020 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-13/robinhood-market-made-bursting-bubbles-wall-street-s-obsession>



pak může vést k položení několika dalších otázek. Je zřejmé, že moderní finanční technologie znamenají rapidní úbytek bariér pro drobné investory, kteří nemusí spoléhat na tradiční finanční instituce, ale mohou investovat téměř napřímo a téměř okamžitě. Současně také dochází ke globalizaci a větší propojenosti finančních trhů a díky internetu a sociálním sítím existují možnosti pro ovlivnění či aktivizaci velkých mas drobných investorů. Můžeme tak být svědky nového fenoménu a potenciálního rizika, kterým by byl výskyt velkého množství nezkušených investorů, kteří přesouvají signifikantní finanční prostředky na základě informací z masmédií a provádí tak přinejmenším zkršené a ekonomicky nepodložené jednání? Mohl by pak případně takový jev vést ke zcela novým tržním bublinám, a dokonce být novou příčinou finančních krizí? Můžeme se snad v budoucnosti setkat doplnění, kdy například vedle oblasti ochrany drobných investorů bude třeba zavádět naopak pokročilejší formy ochrany před masami drobných investorů? Prozatím spíše nelze na tyto otázky odpovědět s dostatečnou zkušeností z praxe, avšak princip předběžné opatrnosti může vést nejen k pokládání těchto otázek, ale také postupnému promítání těchto nových fenoménů do diskusí o tom, co skutečně ohrožuje adekvátní fungování finančních trhů a jaká má být podoba jejich regulace. Lze uvažovat o tom, že vliv modernizace a nových technologií na podobu finančních systémů a trhů by mohl ve svém důsledku ovlivňovat také způsob, jakým je ve společnosti přerozdělováno bohatství. Právě této oblasti se věnuje následující podkapitola.

## **1.2. Finanční trhy v kontextu bohatství a jeho přerozdělování**

Již bylo základně pojednáno o finančních trzích a teorii jejich efektivity. Aplikujme nyní optiku národohospodářské teorie, aby byl pohled na finanční trhy rozšířen o další rozměry. Především procesy ovlivňující výši nabídky kapitálu v národním hospodářství a roli domácností a soukromých úspor. Tímto pohledem můžeme konstatovat, že finanční trhy jsou nejen místem, kde je kapitál v podobě volných finančních prostředků obchodován, nýbrž také nástrojem, který má významný vliv na stav národních úspor, a tedy stav bohatství a jeho přerozdělování ve společnosti.<sup>35</sup> Další pozornost je proto věnována právě bohatství, ve smyslu materiálního a finančního bohatství a jeho přerozdělování v populaci.

---

<sup>35</sup> URBAN, Jan. Teorie národního hospodářství. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-579-3. s. 285-287.

### 1.2.1. Světové bohatství, rovnost a nerovnost

Uznávání historikové William a Ariel Durant v jedné ze svých knih s názvem *The Lessons of History* analyzovali přes 5 000 let vývoje lidstva s cílem pokusit se nalézt nejdůležitější činitele a vzorce, které zásadně ovlivnily a stále ovlivňují vývoj konkrétních civilizací, a tedy jsou jakýmsi spouštěčem zásadních historických událostí. Jako jeden z klíčových ukazatelů, který vždy hrál zásadní roli v kterékoliv civilizaci označili autoři ekonomickou moc a s tím související přerozdělení bohatství ve společnosti. Ve své publikaci mimo jiné dochází k myšlence, že celá historie lidstva by se dala označit za neustále se opakující cyklus akumulace materiálního bohatství mezi minoritní skupinu populace a následné opětovné přerozdělování k masám skrze zásahy, revoluce, války či regulace.<sup>36</sup> „V progresivních společnostech může koncentrace bohatství dosáhnout bodu, kdy se síla chudé většiny vyrovná síle hrstce bohatých, taková nestabilní rovnováha vede ke kritické situaci, se kterou se opakovaně setkáváme napříč historií a která vede buď k zavádění pravidel pro přerozdělování bohatství nebo k revoluci přerozdělovající chudobu.“<sup>37</sup> Výše popsaný jev je pak v této publikaci mapován napříč historií počínaje situací v Athénách v 6. století před našim letopočtem, která vygradovala ve vedoucí postavení Solóna, přes situaci v Římě ve 2. století před našim letopočtem, ve které svou roli na počátku sehráli bratři Gracchové a na konci Julius Caesar, přes nástup křesťanství a reformaci, kterou podle autorů můžeme vidět také optikou redistribuce bohatství, coby omezení přesunu bohatství z území dnešního Německa a Anglie do Říma. Také Francouzská revoluce jako nástroj přerozdělení bohatství a privilegií od aristokracie k buržoazii, až po vládní reformy v USA v letech 1933-52 a 1960-65, které znamenaly přesun bohatství od bohatých směrem ke střední třídě.<sup>38</sup> Přerozdělování bohatství v populaci je z tohoto pohledu možným hybatelem mnohých změn. Budeme-li souhlasit s názorem, že systém finančních trhů je nástroj pro redistribuci finančních prostředků od přebytkových subjektů k těm deficitním, ve svém důsledku tak můžeme finanční trhy označit za jeden z klíčových systémů majících vliv na celkové ekonomické bohatství ve společnosti.<sup>39</sup> Jakákoliv regulace či úprava směřující do oblasti finančního trhu pak z této logiky může znamenat ovlivnění právě procesu přerozdělování bohatství v celé společnosti. Nejen z výše popsaných důvodů je proto zajímavé zkoumat, v jaké fázi distribuce a redistribuce bohatství se právě nacházíme.

---

<sup>36</sup> DURANT, Will a Ariel DURANT. *Lessons of history*. Simon & Schuster trade pbk. ed. New York: Simon & Schuster Paperbacks, 2010. ISBN 978-1-4391-4995-9. s. 54.

<sup>37</sup> DURANT, Will a Ariel DURANT. *Lessons of history*. Simon & Schuster trade pbk. ed. New York: Simon & Schuster Paperbacks, 2010. ISBN 978-1-4391-4995-9. s. 55.

<sup>38</sup> DURANT, Will a Ariel DURANT. *Lessons of history*. Simon & Schuster trade pbk. ed. New York: Simon & Schuster Paperbacks, 2010. ISBN 978-1-4391-4995-9. s. 56-57.

<sup>39</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6. s. 69.

Hodnota celkového globálního bohatství společnosti v roce 2019 překonala dle průzkumu banky Credit Suisse částku 360 bilionů dolarů, tedy nárůst o 2,6 % oproti roku 2018.<sup>40</sup> Aktuální data také prozrazují, že přibližně v polovině roku 2019 vlastnilo 10 % nejbohatších lidí planety 82 % globálního bohatství. Samotné 1 % nejbohatších pak vlastnilo přibližně 44 % světového bohatství, čímž zvýšili svůj podíl oproti minulému roku.<sup>41</sup> Data ze stejné studie také zachycují rozdělení populace dle rozsahu disponibilního majetku a uvádí počty osob v příslušné kategorii a celkovou výši majetku takové skupiny osob. Kompletní informace jsou uvedeny v tabulce č. 3.

Tabulka č. 3 – Rozdělení světové populace dle výše osobního majetku v dolarech (2019)

Rozsah osobního majetku (v USD)	Počet osob v kategorii (pouze dospělé osoby)	Procento z celkové populace dospělých	Součet osobního majetku celé skupiny (v USD)	Procento z celkového globálního majetku
Více než 1 mil.	47 milionů osob	0,9 %	158,3 bilionů	43,9 %
100 tisíc – 1 milion	499 milionů osob	9,8 %	140,2 bilionů	38,9 %
10 tisíc – 100 tisíc	1 661 milionů osob	32,6 %	55,7 bilionů	15,5 %
Méně než 10 tisíc	2 883 milionů osob	56,6 %	6,3 bilionů	1,8 %
Zdroj: Capgemini, Global Wealth Report 2019				

Z dat je zřejmé, že skutečně existuje značná disproporce mezi jednotlivými skupinami osob ve smyslu velikosti takové skupiny co do počtu osob a disponibilním bohatstvím vyjádřeném v dolarech. Za určitou psychologickou hranici můžeme považovat skutečnost, že dle dostupných dat se přibližně jedno procento nejbohatších lidí blíží ovládnutí padesáti procent světového bohatství. Důležitý je také závěr, který vyplývá ze studií o rozdělení bohatství, že současné rozdělení není jen krátkodobým výkyvem, ale jde o dlouhodobý trend, ze kterého je zřejmé, že nejbohatší lidé světa v čase soustavně získávají větší podíl na světovém bohatství a důležitou roli v tomto procesu sehrává růst rozvíjejících se zemí v čele s Čínou. Stále je ale patrná nerovnost geografického rozdělení bohatství, kdy je například v Evropě alokováno padesát sedm procent světového bohatství, avšak co do počtu reprezentují tyto osoby pouze sedmnáct procent světové populace starší osmnácti let věku.<sup>42</sup>

<sup>40</sup> Credit Suisse Research Institute. *Global Wealth Report 2019* [online]. 10.2019 [cit. 1.5.2020]. Dostupné z: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2019-en.pdf>

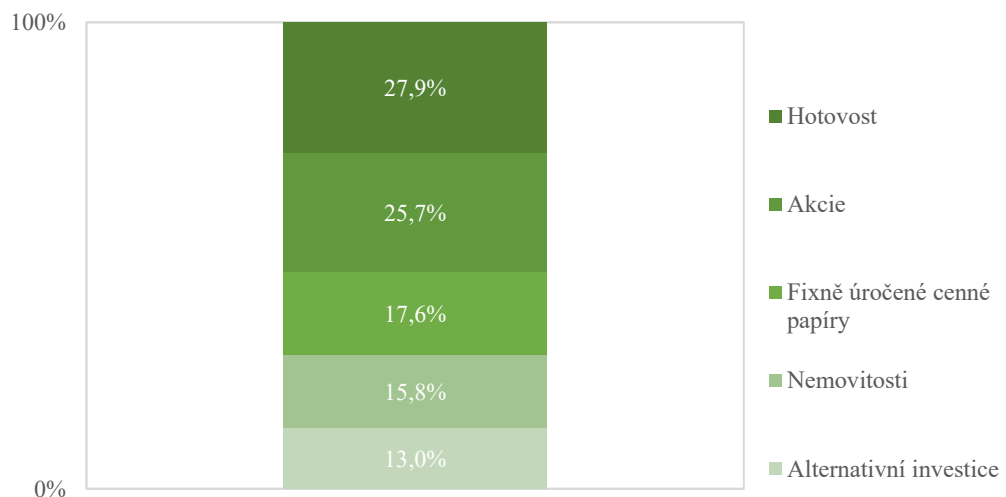
<sup>41</sup> Credit Suisse Research Institute. *Global Wealth Report 2019* [online]. 10.2019 [cit. 9.5.2020]. Dostupné z: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2019-en.pdf>

<sup>42</sup> Credit Suisse Research Institute. *Global Wealth Report 2019* [online]. 10.2019 [cit. 9.5.2020]. Dostupné z: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2019-en.pdf>

### 1.2.2. Struktura finančních aktiv nejbohatších lidí světa

Pro účely této práce je vhodné blíže prozkoumat strukturu majetku nejbohatších lidí světa a tedy prozkoumat, jakou roli hrají finanční trhy a dostupné finanční a investiční nástroje v procesu budování a přerozdělování bohatství. Následující graf č. 1 proto zachycuje stav a skladbu finančních aktiv právě nejbohatších lidí světa, jak jej ve svém reportu za rok 2019 analyzovala společnost Capgemini, která se dlouhodobě zabývá právě problematikou přerozdělováním bohatství v populaci. Pro úplnost je vhodné uvést, že skupina nejbohatších lidí světa bývá označována zkratkou HNWI, což znamená High Net Worth Individuals (osoby s vysokým čistým jměním).

Graf č. 1 - struktura aktiv HNWI za rok 2019  
zdroj: Capgemini: World Wealth Report 2019



Z analýzy vyplývá, že majetek nejbohatších lidí světa tvoří skutečně různorodá finanční aktiva, a to především podíly na firmách, hotovost a peněžní nástroje, nemovité věci, fixně úročené cenné papíry, jakož i alternativní investice, mezi které patří například investiční deriváty, komodity či hedgeové fondy. Data záměrně nezohledňují hodnotu primární rezidenční nemovitosti.<sup>43</sup> Data vcelku jednoznačně vypovídají o značné aktivitě těchto lidí na finančních trzích ve smyslu využívání investičních nástrojů a současně o snaze diverzifikovat majetek mezi různé typy aktiv.

Příčiny rozdílné rychlosti budování majetku, jakož i důvody jeho koncentrace u menšího vzorku populace byly doposud zkoumány z více úhlů pohledu. Pro účely této kapitoly, ve které analyzujeme rozdělení světového bohatství se zaměříme na to, jakou roli při budování a přerozdělování majetku sehrává struktura aktiv, a především pak nástroje finančního

<sup>43</sup> Capgemini. *World Wealth Report 2019* [online]. 2019 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: <https://worldwealthreport.com/wp-content/uploads/sites/7/2019/07/World-Wealth-Report-2019-1.pdf>

a kapitálového trhu. Významnou analýzou poskytující odpovědi je na tomto poli práce uznávaného autora Tonnyho Robbinse, který se zabývá touto problematikou a ve své publikaci *Money Master the Game* vyzpovídal přední světové správce majetku, finančníky a miliardáře jakými jsou například Ray Dalio, Warren Buffet, David Swensen, sir John Templeton, Carl Icahn, Paul Tudor Jones, Mary Callahan Erdoes nebo Charles Schwab. Cílem rozhovorů bylo analyzovat hlavní důvody, proč určitá část populace soustavně bohatne a jiná soustavně chudne ve smyslu finančních aktiv. Autor ve své publikaci spolu s výše uvedenými odborníky dochází k jednoznačnému závěru, že jedním z klíčových faktorů ovlivňujícím bohatství jednotlivce i společnosti je jejich struktura finančních aktiv.<sup>44</sup> David Swensen, správce majetku univerzity Yale, který během svého působení proměnil 1 miliardu amerických dolarů univerzitního fondu na hodnotu 23,9 miliard dolarů definuje strukturu finančních aktiv jako „*rozdělení volných prostředků napříč různými třídami, typy a druhy aktiv (jako jsou například akcie, dluhopisy, komodity nebo nemovitosti) a to v konkrétních a předem určených poměrech, na základě osobních cílů, potřeb, vztahu k riziku a životní fázi.*“<sup>45</sup> V rámci stejné publikace je také provedeno dotazování výše uvedených osob na to, které konkrétní třídy aktiv by měly hrát klíčovou roli při budování struktury aktiv drobných investorů a domácností s cílem uchovat hodnotu majetku a dosáhnout dlouhodobého zhodnocení. Většina dotázaných odborníků se shodla na skutečnosti, že struktura aktiv by měla zahrnovat alespoň 3 třídy aktiv a v případě dlouhodobého investování by měly přibližně polovinu tvořit akcie. Ke stejným závěrům dochází také jiní autoři, a to na základě analýzy výnosu různých tříd aktiv za různá období, která jsou porovnána s mírou inflace, kdy jasně vyplývá, že akcie (ve smyslu akciového indexu S&P 500) jsou na delších periodách nejvýnosnějším typem aktiva, které dlouhodobě poráží inflaci.<sup>46</sup>

Ať už se tedy na aktuální stav přerozdělení globálního bohatství díváme jakkoliv, nemůžeme přehlédnout důležitost finančních trhů a jejich nástrojů při ochraně a budování bohatství. Současně je na předložených datech zřejmé, že nejbohatší lidé světa značně upřednostňují investování oproti spoření, ve smyslu fixně úročených vkladů u bank. Rozdíl ve struktuře aktiv mezi nejbohatšími lidmi světa a všemi ostatními je nejviditelnější při přímém srovnání se strukturou aktiv různých skupin lidí. V této souvislosti se blíže podívejme na stav v České republice, a především na strukturu úspor běžných domácností.

---

<sup>44</sup> ROBBINS, Tony. *Money Master the Game*. London: Simon & Schuster UK Ltd., 2014. ISBN 978-1-47114-862-0. s. 295.

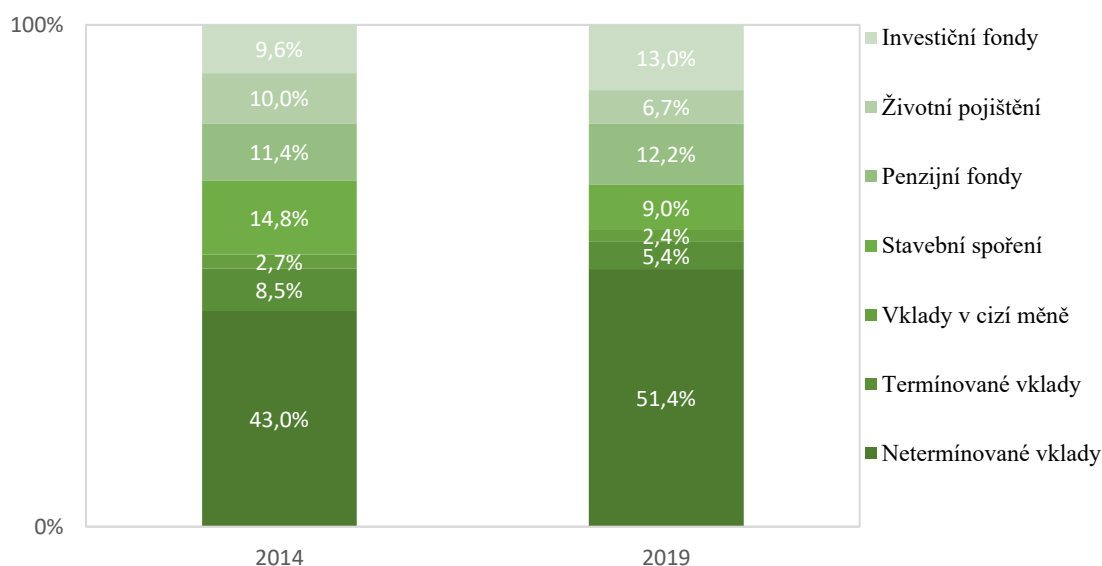
<sup>45</sup> ROBBINS, Tony. *Money Master the Game*. London: Simon & Schuster UK Ltd., 2014. ISBN 978-1-47114-862-0. s. 296.

<sup>46</sup> SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4. s. 33-39.

### 1.2.3. Struktura finančních aktiv domácností v ČR

Při analýze struktury aktiv českých domácností nám jako hlavní zdroj nejlépe poslouží především Zpráva o vývoji finančního trhu za rok 2019 (dál jen jako zpráva), kterou pravidelně vydává Ministerstvo financí a která mimo jiné zkoumá také strukturu úspor domácností. V roce 2019 dosáhly úspory českých domácností hodnoty přibližně 4 bilionů Kč, což je v absolutním vyjádření nejvíce v historii.<sup>47</sup> Z dostupných dat dále vyplývá, že hlavním a nejrozšířenějším nástrojem co do objemu vkladů jsou netermínované vklady tvořící v průměru 51,4 % úspor domácností. Následují investiční a penzijní fondy a stavební spoření. V grafu č. 2 se nachází grafické vyjádření struktury úspor domácností, jak jej uvádí zpráva. Z uvedených dat vyplývá, že hlavní doménou českých domácností jsou především vklady u bankovních a spořitelních institucí, což dokazují také jiné nezávislé výzkumy.<sup>48</sup>

Graf č. 2 - Struktura úspor domácností v ČR  
zdroj: MF ČR, Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2019



Pro úplnost je vhodné doplnit, že i přes značnou snahu nebyl pro naše účely nalezen vhodný a relevantní datový podklad, který by zahrnoval také hodnotu investičních nemovitých věcí českých domácností. Věc také komplikuje fakt, že do struktury aktiv se dle obvyklé metodiky nezahrnuje primární rezidenční nemovitost a nelze tedy použít už tak dosti nekompletní data dostupná například skrze organizaci OECD. Přesto je z dat zprávy Ministerstva financí zjevná převaha hotovosti a fixně úročených vkladů nad investičními nástroji. Zřetelný je také růst

<sup>47</sup> Ministerstvo financí ČR. *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2019* [online]. 2020 [cit. 1.7.2020]. Dostupné z: [https://web.kurzy.cz/mfcr/assets/cs/media/Zprava\\_2019\\_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf](https://web.kurzy.cz/mfcr/assets/cs/media/Zprava_2019_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf)

<sup>48</sup> E15. *Jak investují Češi? Více než polovinu svých úspor mají na bankovních vkladech* [online]. 2018 [cit. 14.6.2020]. Dostupné z: <https://www.e15.cz/tematicke-specialy/investice/e15-a-byznys-jak-investuji-cesi-vice-nez-polovinu-svych-uspor-maji-na-bankovnich-vkladech-1364339>

investičních fondů, kterými se dle zprávy rozumí převážně fondy kolektivního investování. Zajímavý je také úbytek podílu stavebního spoření a termínovaných vkladů, a naopak růst vkladů netermínovaných. Jinými slovy je možno komentovat změny tak, že domácnosti od roku 2014 ustoupily od vkladů, které zavazují držet prostředky po fixní dobu a preferují likvidnější spořicí nástroje a investiční nástroje. Tyto trendy mohl podpořit také vývoj úrokových sazeb, které se od roku 2008 soustavně snižovaly. Například dvoutýdenní repo sazba dosahovala během roku 2008 hodnoty až 3,75 %, zatímco mezi lety 2009-2017 se nedostala nad hranici 1,75 %. V době psaní této práce (červen 2020) se dvoutýdenní repo sazba pohybuje na úrovni 0,25 %.<sup>49</sup> Tím ovlivněné snižování úročení spořicíh účtů mohlo způsobit, že domácnosti částečně ztratily motivaci alokovat své prostředky do termínovaných vkladů a rostl proto podíl investic a netermínovaných vkladů. Jak již bylo uvedeno, tak významnou roli v případě investic hraje kolektivní investování, kterému se podrobněji věnuje následující kapitola.

### 1.3. Role a význam kolektivního investování

Následující části této práce se podrobněji věnují institutům a oblastem, které souvisejí s poskytováním investičních služeb s poradenským prvkem. Jelikož kolektivní investování patří mezi nejoblíbenější formy investování v ČR a je tedy velmi pravděpodobné, že například podílový fond bude nástrojem, který je v praxi hojně doporučován klientům, je z pohledu autora velmi důležité věnovat se rámcově také související problematice kolektivního investování a speciálně podílovým fondům.

Teorie říká, že kolektivní investování je „založeno na společném zájmu většího počtu individuálních investorů co možná nejefektivněji zhodnotit své volné peněžní prostředky při současné snaze minimalizovat investiční rizika dostatečnou diverzifikací společného portfolia.“<sup>50</sup> Jak již naznačily informace předcházející kapitoly a jak bude podrobně pojednáno v této kapitole, tak kolektivní investování a především pak otevřené podílové fondy patří mezi nejoblíbenější formy investování drobných investorů v ČR. Kolektivnímu investování a mnohým souvisejícím aspektům se proto věnujeme podrobněji v této kapitole, a to s cílem, aby byla právní problematika, kterým se věnují další části této práce doplněna také o některé praktické aspekty. Především oblast poskytování investičních služeb v ČR a například související investiční poradenství je vhodné analyzovat v kontextu alespoň základního přehledu o nejoblíbenější a nejrozšířenější formě investování, kterým je právě kolektivní investování.

---

<sup>49</sup> ČNB. *Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?* [online]. 2020 [cit. 29.6.2020]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydeni-repo-sazba-CNB/>

<sup>50</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6. s. 124.

### 1.3.1. Kolektivní investování a podílové fondy obecně

Kolektivní investování patří dle průzkumu AKAT mezi nejoblíbenější formy investování v České republice. Ke konci roku 2018 tak předseda AKAT označil podílové fondy za „*primární způsob zhodnocování prostředků domácností a tvorby finančních rezerv v ČR.*“<sup>51</sup> Oblíbenost kolektivního investování není jen lokální záležitostí a například v USA potvrdilo devět z deseti dotázaných dospělých osob, že mají zainvestováno ve fondu kolektivního investování a 54 % z nich považuje akciové podílové fondy za nejlepší způsob dlouhodobého investování vůbec.<sup>52</sup> Pro oblíbenost právě podílových fondů existuje značné množství argumentů. Svou roli hraje především dostupnost pro běžné střadatele ve smyslu nízkých minimálních investičních částek, diverzifikace skrze sdružování prostředků a jejich investování do širokého spektra nástrojů, jakož i likvidita, která obvykle umožňuje relativně rychlý prodej podílových listů.<sup>53</sup> Vzhledem k tomu, že fondy jsou obvykle spravovány renomovanými odborníky a profesionálním managementem, odpadá tak z pohledu drobného investora nutnost investici aktivně řídit na denní bázi. Z dostupných dat vyplývá, že oblast kolektivního investování se za posledních 50 let stala dominantním a velmi důležitým sektorem, ve kterém se pohybují významné prostředky investorů a tím pádem je tato oblast také významným zdrojem příjmů finančních a investičních institucí. Tomu odpovídá skutečnost, že v roce 2019 tvořila hodnota aktiv investovaných skrze otevřené podílové fondy více než 54 bilionů amerických dolarů.<sup>54</sup> Při pohledu na rozdělení těchto aktiv dle geografických regionů tvoří stále většinu z tohoto objemu aktiva domácností v USA a Evropě. V tabulce č. 4 na následující straně jsou uvedeny kumulované hodnoty aktiv investovaných formou otevřených podílových fondů dle jednotlivých geografických regionů v amerických dolarech. Obecně řečeno lze podílové fondy vnímat pozitivně pro jejich jednoduchost a škálovatelnost na velké množství drobných investorů.

---

<sup>51</sup> AKAT | ČR. *Tisková zpráva – Objem majetku svěřený správcům aktiv dosáhl k 30.9.2018 výše 1,390 bilionu Kč* [online]. 26.11.2018 [cit. 20.5.2020]. Dostupné z: <https://www.akatcr.cz/DesktopModules/EasyDNNNews/DocumentDownload.ashx?portalid=0&moduleid=1698&articleid=4063&documentid=1651>

<sup>52</sup> Gallup. *U.S. Investors See Stock Funds as Best Long-Term Investment* [online]. 11.7.2018 [cit. 25.7.2018]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/236984/investors-stock-funds-best-long-term-investment.aspx>

<sup>53</sup> NOVÁKOVÁ, Vladimíra a Věroslav SOBOTKA, ed. *Slabikář finanční gramotnosti: učebnice základních 7 modulů finanční gramotnosti*. 2., aktualiz. vyd. Praha: COFET, 2011. ISBN 978-80-9043-96-1-0. s. 211.

<sup>54</sup> Investment Company Institute. *2019 Investment Company Factbook* [online]. 2020 [cit. 5.7.2020]. Dostupné z: [https://ici.org/pdf/2020\\_factbook.pdf](https://ici.org/pdf/2020_factbook.pdf)



Tabulka č. 4 – Aktiva investovaná skrze formy otevřených podílových fondů (2019)

Region	Investovaná aktiva (USD)
Amerika	28,6 bilionů \$
Evropa	18,8 bilionů \$
Asijsko-pacifický region	7,2 bilionů \$
Afrika	0,1 bilionů \$

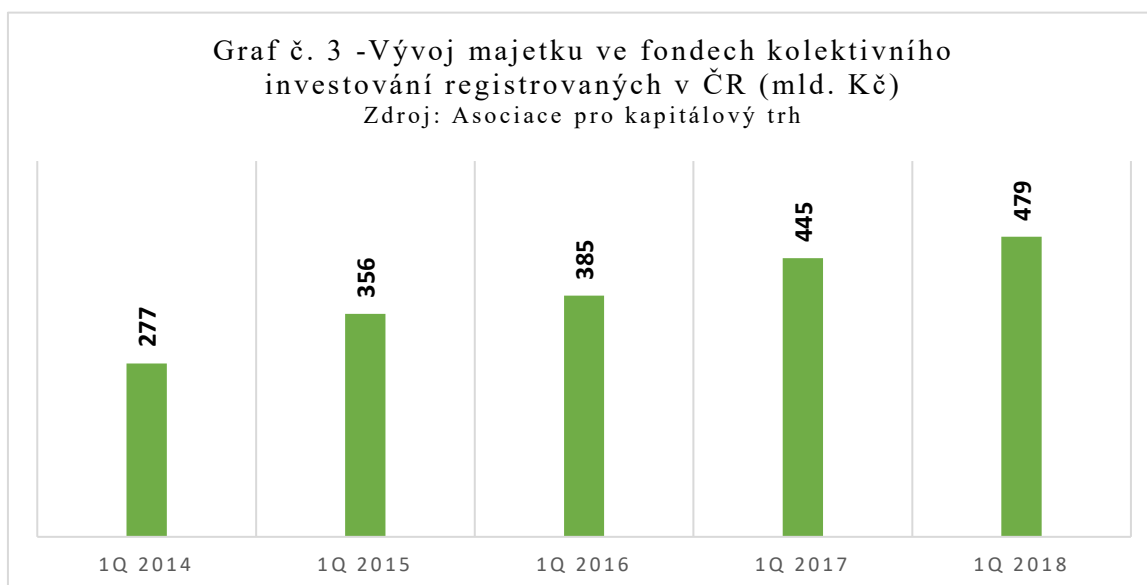
Zdroj: ICI, Investment Company Institute Factbook 2019

Lze odhadovat, že pro mnohé začínající investory mohou být podílové fondy dokonce prvním investičním nástrojem, skrze který budou investovat své prostředky. Následující text se bude podrobněji věnovat kolektivnímu investování v ČR.

### 1.3.2. Kolektivní investování v ČR

Pokud hovoříme o motivaci českých domácností k investování, nesmíme opomenout fakt, že mezi jeden z nejvýznamnějších trendů na českém finančním trhu patří rostoucí obliba investování, především formou kolektivního investování do tzv. otevřených podílových fondů. Vyplývá to ze zveřejněných dat AKAT ze dne 26. listopadu 2018. Dle údajů AKAT dosáhly investice obyvatelstva a institucí v ČR do domácích a zahraničních fondů kolektivního investování nabízených v ČR výše 498 miliard Kč, přičemž 83 % z tohoto objemu tvoří investice fyzických osob.<sup>55</sup> Celkový objem majetku, svěřený správcům aktiv v ČR nebo jejich prostřednictvím správcům aktiv v zahraničí pak dle zveřejněných dat dosáhl hodnoty 1,390 bilionu Kč. Při pohledu na delší časové období od roku 2014 do roku 2018 je zřetelné, že objem majetku českých domácností a institucí ve fondech kolektivního investování dlouhodobě roste. V následujícím grafu č. 3 na další straně je uvedeno grafické vyjádření vývoje majetku ve fondech registrovaných v ČR od roku 2014. Pro účely grafického zobrazení a jednotnosti dat byl použit údaj vždy ke konci prvního kvartálu příslušného roku a aktuálně je tedy hodnota aktiv vyšší.

<sup>55</sup> AKAT | ČR. *Tisková zpráva – Objem majetku svěřený správcům aktiv dosáhl k 30.9.2018 výše 1,390 bilionu Kč* [online]. 26.11.2018 [cit. 20.5.2020]. Dostupné z: <https://www.akatcr.cz/DesktopModules/EasyDNNNews/DocumentDownload.ashx?portalid=0&moduleid=1698&articleid=4063&documentid=1651>



Ze všech výše uvedených údajů vyplývá, že přestože investiční nástroje zaznamenávají v České republice rostoucí oblibu, v absolutním procentuálním vyjádření stále tvoří minoritní část portfolia průměrné české domácnosti. V dřívější části této kapitoly jsme analyzovali strukturu majetku nejbohatších lidí světa a v této kapitole jsme se blíže zaměřili na prostředí v České republice. Z předloženého srovnání je očividné, že skupiny, které v absolutních číslech disponují větším majetkem mají také zásadně odlišnou strukturu aktiv, oproti většinové složce populace, v našem případě českým domácnostem. Hlavní rozdíly jsou především v tom, že bohatší skupiny ve svém majetkovém portfoliu hromadí především investiční aktiva, která dle dříve zmíněné analýzy historických dat dosahují na delších časových periodách významně vyššího zhodnocení, než je tomu u fixně úročených aktiv či hotovosti. Stejně tak lze vyslovit názor, že bohatší skupiny populace jsou ochotnější akceptovat vyšší míru nejistoty, a tedy podstoupit větší riziko ve smyslu kolísavosti hodnoty držných aktiv. Naopak při pohledu na strukturu aktiv průměrné domácnost v ČR je zřetelné, že tyto preferují finanční produkty s fixním úročením a vyšší mírou likvidity, a tedy přinejmenším z pohledu nejistoty tak raději podstupují menší riziko, a to na úkor nižšího výnosu. Jinak řečeno můžeme konstatovat, že rozdílná struktura aktiv zrcadlí nejen jiný přístup k nakládání s majetkem, nýbrž také zásadně odlišnou investiční strategii a přístup k investování obecně. Jak již bylo demonstrováno na datech, bohatství českých domácností je v korunovém vyjádření na historicky nejvyšších úrovních. O to důležitější se může ukázat schopnost a znalost nakládání s takovýmto majetkem ve smyslu vhodného rozložení do různých druhů aktiv, například po vzoru těch nejbohatších. Prozatím byly zmíněny spíše výhody a význam kolektivního investování a otevřených podílových fondů. S těmito formami investování jsou však spojeny i mnohé problematické aspekty, kterým se podrobněji věnuje následující bod.

### 1.3.3. Aktivní a pasivní fondy a dopady nákladovosti investice

Problematickou či přinejmenším diskutabilní oblastí, která je spojena s podílovými fondy může být jejich nákladovost. Nákladovost podílových fondů lze základně rozdělit na oblast vstupního poplatku, správcovského poplatku a ostatních provozních nákladů. Vstupní poplatek je jednorázový náklad, který je hrazen při nákupu podílových listů a obvykle je vyjádřen procentem z celkového investovaného objemu a pohybuje se v rozmezí od jednoho až pěti procent, a to dle potenciální výkonnosti fondu. Naopak správcovský poplatek je odměna pro správce fondu, která je placena každoročně a bývá obvykle stanovena jako procento z celkového objemu prostředků ve fondu.<sup>56</sup> Pro úplnost je vhodné uvést, že v praxi je u vyjádření nákladů podílového fondu používán ukazatel celkové nákladovosti fondu, jenž má zkratku TER (z anglického Total Expense Ratio) a poskytuje informaci o celkových nákladech za provoz fondu. Jak například vysvětluje ve svém statutu fond ČSOB Bohatství „*ukazatel celkové nákladovosti Fondu (TER) je roven poměru celkových provozních nákladů Fondu k průměrné měsíční hodnotě vlastního kapitálu Fondu.*“<sup>57</sup> Z matematického pohledu má při dlouhodobém investování na výsledek investice mnohem větší vliv právě správcovský poplatek, neboť je placen každoročně, a to po celou dobu investice. V následující analýze se proto zaměříme právě na tento správcovský poplatek.

Za základní smysl správcovského poplatku můžeme označit fakt, že jde o úplatu investiční společnosti za obhospodařování fondu, čímž se jinými slovy myslí profesionální řízení a exekuce investiční strategie fondu. Investoři se tak v tomto smyslu vzdávají části svého výnosu za to, že zpravidla profesionální management řídí jejich prostředky. Tento fakt pak správci fondů mnohdy vyjadřují pojmem, že je jejich fond „*aktivně spravován*“.<sup>58</sup> Právě tento nárok na odměnu za aktivní správu prostředků fondu ale může být napaden co do své oprávněnosti a to poté, pokud provedeme porovnání výkonnosti aktivně řízených podílových fondů s fondy, které jsou naopak řízeny pasivně. Základním principem pasivně řízených investičních nástrojů je fakt, že není aktivně řízen správcem fondu, a naopak obvykle pouze kopíruje určitý investiční index s cílem drasticky snížit náklady za management fondu. Princip pasivního investování shrnuje ve své knize zakladatel prvního indexového fondu na světě John Bogle takto „*indexový fond jednoduše nakupuje a drží cenné papíry zahrnuté v určitém indexu, a to v přesném poměru k jejich váze v indexu.*“<sup>59</sup> Jinak

---

<sup>56</sup> NOVÁKOVÁ, Vladimíra a Věroslav SOBOTKA, ed. *Slabikář finanční gramotnosti: učebnice základních 7 modulů finanční gramotnosti*. 2., aktualiz. vyd. Praha: COFET, 2011. ISBN 978-80-9043-96-1-0. s. 205.

<sup>57</sup> ČSOB. *Statut speciálního fondu ČSOB bohatství* [online]. 2020 [cit. 25.6.2020]. Dostupné z: <https://www.csob.cz/portal/documents/10732/90213/770000002244-STATUT.pdf> s. 22.

<sup>58</sup> ČSOB. *Statut speciálního fondu ČSOB bohatství* [online]. 2020 [cit. 25.6.2020]. Dostupné z: <https://www.csob.cz/portal/documents/10732/90213/770000002244-STATUT.pdf> s. 10.

<sup>59</sup> BOGLE, John a David SWENSEN. *Common sense on mutual funds – fully updated 10th anniversary*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2009. ISBN: 0470138130. s. 147.

řeceno, pasivní fondy se pouze snaží plně kopírovat existující tržní indexy a to přesně dle jejich hotového složení a rozložení, čímž vlastně eliminují potřebu mít profesionální analytický tým, který by takové složení investiční strategie měl vymýšlet a realizovat.

Jako příklad může posloužit investor, který by si přál investovat své prostředky do akcií velkých amerických firem, a to formou kolektivního investování. Na jedné straně by se mohl rozhodnout pro akciový podílový fond, který disponuje týmem odborníků, kteří rozhodují o tom, do kterých konkrétních amerických firem bude fond investovat a pravidelně upravují investiční strategii fondu dle situace na trhu. Za tyto odborné služby má fond nastaven správcovský poplatek například na úrovni jednoho procenta ročně z aktiv pod správou. Na straně druhé by se investor mohl rozhodnout investovat skrze pasivní indexový fond, který kopíruje skladbu populárního akciového indexu S&P 500 s jistotou, že portfolio takového fondu budou bez ohledu na situaci na trhu vždy tvořit právě firmy zahrnuté v tomto indexu. Tento pasivní fond si proto neúčtuje žádný manažerský poplatek, ale pro pokrytí svého provozu nastavil správcovský poplatek například na úrovni 0,1 % z objemu aktiv pod správou. Pro vyhodnocení výhodnosti obou možností by bylo potřeba porovnat investiční výsledky obou fondů, a tedy mít informaci o tom, zda se například vyplácí platit vyšší správcovský poplatek za skutečnost, že tým odborníků aktivně řídí investiční strategii a dosahuje tak lepších výsledků než pouhé kopírování indexu. Tato otázka se v obecné podobě stala předmětem vícero analýz a výzkumů.

Jeden z nejpodrobnějších výzkumů v této oblasti zveřejnila v roce 2017 renomovaná ratingová společnost S&P Global ratings. Ta ve svém výzkumu analyzovala výkonnost aktivně řízených otevřených podílových fondů na periodě 15 let (do konce roku 2016) a porovnála je s výsledky akciových indexů. Pro objektivnost měření si vybrala různé způsoby a metodiky měření výkonnosti. Přesto studie přišla se závěrem, že přes 92 % aktivně řízených fondů nedokázalo porazit podkladový index, tedy jinými slovy, jen přibližně 8 % aktivně řízených fondů splnilo svůj smysl a dokázalo svým investorům přinést vyšší zhodnocení, než byl tržní průměr, tedy index.<sup>60</sup> Při výběru z aktivně řízených fondů je za takové situace šance 1:20, že investor zvolí fond, který splní svůj výkonnostní cíl. Další renomovaná ratingová agentura Morningstar, inc. provedla několik podrobných analýz s cílem zjistit, zda aktivně řízené fondy dokážou porazit své indexové benchmarky. Ze zveřejněných dat vyplývá, že úspěšnost aktivních manažerů se lišila dle investičního zaměření a byla například vyšší u fondů zaměřených na akcie rozvíjejících se trhů, ale výsledky jsou stále alarmující a autor studie k výsledkům poznamenal, že „ve většině kategorií

---

<sup>60</sup> SOE, Aye M. a Ryan POIRIER. *SPIVA U.S. Scorecard Research* [online]. 2016 [cit. 25.7.2018]. Dostupné z: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2016.pdf>

většina aktivních manažerů zkrátka nedokázala porazit indexy na delších periodách.“<sup>61</sup> Nastíněné problematice se věnují také další autoři, mezi které patří například David Swensen, který spravuje investiční prostředky univerzity Yale a je považován za jednoho z nejuspěšnějších institucionálních investorů současnosti.<sup>62</sup> Ten k tématu kriticky dodává, že „*drtivé důkazy prokazují neúspěch celého odvětví podílových fondů. Pokud se svěřenská odpovědnost za dosažení vysokého čistého výnosu dostane do nevyhnutelného konfliktu s finanční motivací fondových společností na udržení vysokého příjmu, výnosy investorů prohrávají nad profitem těchto společností.*“<sup>63</sup> Pokud bychom na chvíli připustili skutečnost, že aktivně řízené fondy nedokážou dlouhodobě porážet své pasivní konkurenty, jeví se správcovský poplatek za aktivní správu přinejmenším jako problematický.

Průměrný aktivně řízený podílový fond v USA aktuálně účtuje za aktivní správu 1,55 % ročně a dalších 0,5 % tvoří v průměru další provozní náklady.<sup>64</sup> Na delší časové periodě znamenají takové náklady snížení konečného výnosu až o dvacet i více procent. Pokusme se nyní o simulaci dvou fondů, které mají stejnou investiční strategii a dosahovaly by stejného výnosu, přitom by jeden z nich byl fond pasivní s roční nákladovostí 0,5 % a druhý by byl aktivně řízen s nákladem 1,5 % ročně. Investor, který by srovnával tyto dva fondy si nemusí na první pohled uvědomit, jaký rozdíl způsobí právě 1 % nákladovosti v dlouhodobé periodě. V tabulce č. 4 vidíme, jak se bude lišit jeho výsledný majetek, pokud by investor vložil do fondu 100 000 Kč na dobu 30 let a oba fondy by byly zhodnocovány stejným výnosem 8 % ročně. Inflaci pro naše účely nebudeme zahrnovat.

Tabulka č. 4 – Srovnání vývoje investice s rozdílným TER

	Pasivní fond	Aktivní fond
TER (roční nákladovost)	<b>0,5 %</b>	<b>1,5 %</b>
Roční zhodnocení	8 % p.a.	8 % p.a.
Investiční horizont	30 let	30 let
Vloženo	100 000 Kč	100 000 Kč
Výsledná částka	<b>875 496 Kč</b>	<b>661 437 Kč</b>
Zdroj: vlastní kalkulace		

<sup>61</sup> BRYAN, Alex. *How to Decide Where to Hire Active Managers*. In: Morningstar [online]. 8.4.2020 [cit. 1.5.2020]. Dostupné z: <https://www.morningstar.com/articles/977170/how-to-decide-where-to-hire-active-managers>

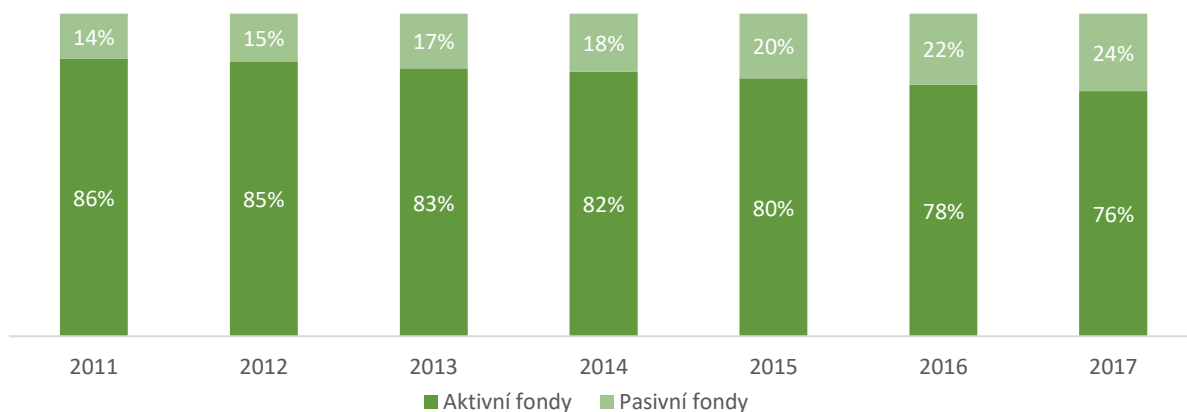
<sup>62</sup> Bloomberg. *How David Swensen Made Yale Fabulously Rich* [online]. 12.9.2019 [cit. 14.6.2020]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/features/2019-09-11/david-swensen-made-yale-fabulously-rich-and-changed-endowments>

<sup>63</sup> SWENSEN, David. *Unconventional Success a Fundamental Approach to Personal Investment*. New York: Simon&Schuster Inc, 2005. ISBN: 978-0-7432-2838-1. str 341.

<sup>64</sup> BOGLE, John a David SWENSEN. *Common sense on mutual funds – fully updated 10th anniversary*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2009. ISBN: 0470138130. s. 121.

Všemi výše popsanými argumenty míříme k nevyhnutelné otázce, zda jsou náklady účtované podílovými fondy za aktivní správu a management vůbec ospravedlnitelné. Praxe ukazuje, že tuto otázku si pokládá stále více investorů, a právě pasivně řízené fondy (převážně tzv. ETF, tedy burzovně obchodované fondy) zaznamenávají v posledních letech rapidní růst. Z analýzy společnosti EY vyplývá, že v roce 2017 bylo skrze pasivní fondy investováno okolo jedné čtvrtiny všech prostředků, které jsou investovány přes regulované otevřené podílové fondy. Trend je přitom rostoucí a stejná analýza očekává, že při stejném tempu růstu by pasivní fondy překonaly ty aktivní do roku 2026.<sup>65</sup> Zvyšující se význam pasivních fondů je viditelný v grafu č. 4, který znázorňuje zjištěné závěry analýzy EY. Také další analýzy jiných společností potvrzují markantní odklon prostředků z aktivních podílových fondů do pasivních fondů.<sup>66</sup> Z přesunu prostředků do pasivních fondů můžeme usuzovat, že investoři jsou o roli poplatků stále více informováni. Lze odhadovat, že fondové společnosti budou muset měnit své monetizační modely. Příkladem je událost z roku 2018, kdy globální investiční společnost Fidelity, která patří mezi největší fondové společnosti světa oznámila spuštění prvního fondu na světě, jehož ukazatel TER (celková roční nákladovost) je 0 %.<sup>67</sup>

Graf č. 4 – Podíl pasivních a aktivních fondů na celkovém objemu investovaných prostředků skrze regulované otevřené podílové fondy



Tuto kapitolu tedy můžeme uzavřít vědomím, že oblast kolektivního investování, která patří u nás i v zahraničí mezi nejrozšířenější formy investování převážně drobných střadatelů prochází významným vývojem. Lze odhadovat, že role dnes nejrozšířenějších podílových fondů

<sup>65</sup> EY. *Global ETF Research 2017* [online]. 2017 [cit. 8.4.2020]. Dostupné z:

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-etf-survey-2017/\\$FILE/ey-global-etf-survey-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-etf-survey-2017/$FILE/ey-global-etf-survey-2017.pdf)

<sup>66</sup> BlackRock. *Four big trends to drive ETF growth* [online]. 2019 [cit. 7.5.2020]. Dostupné z:

<https://www.ishares.com/us/literature/whitepaper/four-big-trends-to-drive-etf-growth-may-2018-en-us.pdf>

<sup>67</sup> Bloomberg. *Fidelity Bets on Zero-Fee Index Funds* [online]. 9.8.2018 [cit. 18.5.2020]. Dostupné z:

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-09/fidelity-bets-on-zero-fee-index-funds>

s aktivním řízením se bude snižovat na úkor pasivních investičních nástrojů. Tento trend pak může mít významné dopady na příjmy investičních společností a správce fondů. Současně byla záměrně věnována pozornost otázce nákladovosti ve smyslu správcovského poplatku aktivně řízených fondů a problematikým aspektům, které s ním mohou být spojeny. Právě vědomí tohoto kontextu může mít svůj význam například v diskusi o ochraně neprofesionálních investorů a hodnocení praktik mnohých fondových správců.

#### **1.4. Závěr první části**

Cílem první části této práce je určité uvedení do kontextu související problematiky finančních trhů a popsání vybraných trendů, směrů a oblastí, které mohou vstupovat do následujícího zkoumání vybraných oblastí transpozice MiFID II do českého právního řádu. Tato část práce byla otevřena problematikou finanční krize z let 2008 a 2009 a související obecnou volatilitou, která je imanentní součástí finančních, a především kapitálových trhů. Samotná problematika vývoje a kolísání trhů byla doplněna o problematiku efektivitu finančních trhů, a především o nové a velmi zásadní objevy na poli psychologie a behaviorální ekonomie, které mohou vnášet nové pochopení a směry také do oblasti regulace finančních trhů. První kapitolu uzavřela analýza vybraných trendů, které mohou mít v blízké budoucnosti vliv na finanční trhy, a to jak z pohledu spotřebitelů, kdy byla zkoumána aktuální důvěra ve finanční instituce, tak technologické trendy a globalizace finančních trhů.

Druhá kapitola rozšířila možný pohled na problematiku finančních trhů o rozměr bohatství a jeho přerozdělování v populaci. To vše v kontextu zjištění, že aktuálně přibližně jedno procento nejbohatších lidí světa ovládá téměř polovinu veškerého bohatství a s vědomím, že z dlouhodobého pohledu může být přerozdělení bohatství ve společnosti významným katalyzátorem geopolitických událostí celé civilizace. Skrze analýzu aktuálního stavu bohatství a jeho rozdělení v populaci byl jako jeden z klíčových determinantů tohoto vývoje definován stav struktury aktiv domácností a jednotlivců. Na základě hlubší analýzy struktury aktiv nejbohatších lidí světa bylo provedeno porovnání s průměrnou strukturou aktiv českých domácností s cílem základně naznačit, jakou roli mohou hrát finanční trhy v procesu budování a přerozdělování bohatství.

Třetí kapitola pak uzavřela první část, která se naopak zaměřila na užší oblast kolektivního investování, neboť bylo zjištěno, že právě tato oblast patří v ČR i v zahraničí mezi nejrozšířenější způsoby investování drobných střadatelů, což může být podstatným zjištěním při dalším zkoumání v této práci. Celá první kapitola nám tak může posloužit jako určité zasazení kontextu a informační báze, která by měla pomoci udržet naši pozornost na půdě reality a umožnit nám přemýšlet

globálně, a přitom zkoumat lokálně náš předmět, kterým jsou vybrané otázky transpozice směrnice MiFID II do českého právního řádu.



## 2. Vybrané instituty k ochraně investorů na kapitálovém trhu

V této části práce se zaměříme na vybrané instituty, které mají z pohledu autora práce vysoký potenciál zásadně ovlivňovat kvalitu poskytovaných investičních služeb na tuzemském trhu a vést ke zvýšení ochrany neprofesionálních investorů a které byly současně ovlivněny či inspirovány evropskými předpisy, především pak směrnicí MiFID II. Autor se v této části práce záměrně specializuje hlavně na oblast investičních služeb s poradenským prvkem, a především pak na investiční poradenství týkající se investičních nástrojů.<sup>68</sup> Nejprve bude pojednáno o ideových předpokladech ochrany slabší strany ve smyslu neprofesionálních investorů s cílem osvětlit důvody a důležitost takové ochrany. Následně budou rozebrány příslušné instituty, a to s ohledem na evropské předpisy a jejich srovnání s tuzemskou úpravou.

### 2.1. Ideové předpoklady ochrany slabší strany

Kapitálové trhy jako instituce zajišťující přesuny finančních prostředků představují pro moderní státy zcela zásadní instituci, hrající klíčovou národohospodářskou úlohu.<sup>69</sup> I proto se jedná o oblast, na kterou dopadají rozsáhlé regulace, mezi které patří také oblast ochrany investorů. Základními předpoklady pro regulaci finančních trhů je skutečnost, že jsou ze své podstaty náchylné k tržním selháváním a současně na nich společně interagují osoby, které jsou v nerovném postavení ve smyslu znalostí, možností a zkušeností v problematice fungování finančních trhů a příslušných nástrojů a operací, které lze na takových trzích provádět (též označováno jako informační asymetrie).<sup>70</sup> Teoreticky lze uvažovat, že za situace, kdy by na trhu vystupovaly pouze subjekty srovnatelné co do jejich znalostí, informací, technického vybavení a dalších parametrů, bylo by možné ponechat úpravu pouze v mezích soukromého práva. Praxe je však zcela jiná a technologický pokrok, který je viditelný například na kapitálových trzích ukazuje, že nelze očekávat, že se tento rozdíl v budoucnu zmírní například postupnou profesionalizací všech účastníků.<sup>71</sup> Finanční trh, a především pak trh kapitálový je bezesporu velmi složitým a komplexním systémem, který je předmětem studií jak akademických organizací, tak subjektů, které provádí přímé aktivity na finančním trhu, jakož i investorů a drobných střadatelů. Při zohlednění vývoje, kterými si finanční trhy prošly především v posledních 20 letech nelze dojít

---

<sup>68</sup> Ve smyslu ustanovení §4 odst. 2 písm. e) ZPKT.

<sup>69</sup> URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-7357-579-3. s. 271.

<sup>70</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6. s. 78.

<sup>71</sup> JEŽEK, Tomáš. *Peníze a trh*. Praha: Portál, 2002. ISBN 80-7178-685-3. s. 141.

k jinému závěru než, že se složitost finančních trhů dokonce může zvyšovat.<sup>72</sup> Toto tvrzení bývá obvykle opřeno o dva základní argumenty. Prvním je skutečnost, že spolu s vývojem finančních trhů dochází k rozšiřování nabídky produktů a služeb, kdy je možno obchodovat nejen samotné cenné papíry ale stále častěji se investoři dostávají do kontaktu s komplexnějšími nástroji jako jsou cenné papíry emitované fondy kolektivního investování, deriváty či obchodování na páku. Druhým argumentem je skutečnost, že se drasticky zvyšuje dostupnost nástrojů a služeb finančních trhů, především díky technologiím a internetu, což může také způsobovat zapojení stále většího počtu investorů. Roli nových komunikačních technologií jsme se v tomto smyslu podrobně věnovali v první části práce. Zajímavou ilustrací posledně jmenovaného může být bezprecedentní nárůst počtu investorů, především z řad mladší generace, které zažily internetové investiční platformy během období onemocnění COVID-19 (březen-květen 2020), kdy kombinace zvýšeného zájmu lidí o investování a internetová technologie umožňující založení investičních účtů na dálku vyústily v otevírání nových účtů v počtu stovek tisíc oproti běžnému období.<sup>73</sup> Výskyt velkého počtu převážně nezkušených investorů v prostředí vcelku složité komplexity kapitálových trhů a profesionálních institucí je však jen jedním z aspektů. Kapitálové trhy totiž nejsou složité pouze co do jejich struktury či množství a složitosti dostupných investičních nástrojů, ale velkou otázkou je také efektivita trhů samotných, a to ve smyslu jejich cenové a informační efektivity a iracionality jednání zúčastněných aktérů.<sup>74</sup> S příchodem behaviorálních financí a technologicky pokročilých analýz velkého množství dat a chování investorů se stále více objevují podložené argumenty, že na trzích velmi často nastávají období, kdy investoři nejednají racionálně. Tomuto fenoménu jsme se věnovali již v první části práce a je vhodné na tomto místě navázat a rozvíjet. Například respektovaný autor Burton G. Malkiel říká, že „*nastávají období, kdy investoři nejednají racionálně. Podle teorie behaviorálních financí však toto chování není občasné, ale soustavné. Výzkumy v oblasti kognitivní psychologie zaznamenaly, že lidé se při rozhodování za nejistoty systematicky odchyľují od racionálního chování.*“<sup>75</sup> Jiný respektovaný autor a investor Nassim Nicholas Taleb pak jde ve svých publikacích ještě dále a zdůrazňuje nebezpečí náhody a iracionality na trzích a nebezpečí nepochopení mnohých aspektů spojených

---

<sup>72</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6. s. 81 a 82.

<sup>73</sup> CNBC. *Young investors pile into stocks, seeing „generational-buying moment“ instead of risk* [online]. 12.5.2020 [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2020/05/12/young-investors-pile-into-stocks-seeing-generational-buying-moment-instead-of-risk.html>

<sup>74</sup> ARMOUR, John, Dan AWREY, Paul DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N. GORDON, Colin MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4. s. 102.

<sup>75</sup> MALKIEL, Burton Gordon. *Náhodná procházka po Wall Street: časem prověřená strategie úspěšného investování*. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Pragma, c2012. ISBN 978-80-7349-307-3. s. 225.

s investováním. Osvětluje také mnohé vědecké a matematické postřehy, které mají zásadní vliv na úspěšnost investování a dodává, že „*lidské emoce nejsou uzpůsobeny k tomu, aby tento postřeh chápaly*“.<sup>76</sup> Standardní pohled na ochranu neprofesionálních investorů z důvodů informační asymetrie by pak dle autora této práce bylo vhodné rozšířit o výše nastíněné rozměry a nezapomínat, že neprofesionální investor může v praxi kapitálových trhů být nebezpečím sám pro sebe, a to z důvodu kombinace nezkušenosti s chováním kapitálových trhů a jeho přehnaným optimismem či naopak iracionálním pesimismem. Výše popsané aspekty jsou pak samozřejmě také potenciálně zneužitelné i třetí stranou, která, jak bylo již vysvětleno, může mít v oblasti kapitálových trhů lepší postavení, informace či materiální prostředky.

Jednoduše řečeno je tak možno shrnout tím, že ztráta či neexistence odborných i obecných schopností a zkušeností určitých subjektů, především pak těch, které ve smluvní negociaci a smluvním vztahu zaujímají reálně slabší postavení, je nepřímo kompenzována zvýšenými požadavky na jejich ochranu. To vše s cílem napomoci klientům činit informovaná rozhodnutí.<sup>77</sup> Z pohledu autora je pak jedním z klíčových aspektů v této oblasti existence jednotného evropského trhu a spolupráce dozorových orgánů jednotlivých členských států, jakož i kooperace s evropskými institucemi dohledových a poradních orgánů EU (například ESMA, EBA, ESRB apod.). V následujících kapitolách se proto zaměříme na teoretické i praktické aspekty ochrany investorů v kontextu MiFID II a transpozice do tuzemské právní úpravy.

## **2.2. Všeobecné zásady k zajištění ochrany investorů dle MiFID II**

V úvodu této kapitoly byly jako jedny z hlavních argumentů pro snahy o zvýšení ochrany investorů uvedeny zvyšování počtu osob, především drobných investorů, kteří se vyskytují na kapitálových trzích, a také zvyšování složitosti některých investičních nástrojů. Směrnice MiFID II výše popsané potvrzuje a také zohledňuje jako jeden z důvodů své úpravy, kdy uvádí, že „*na finančních trzích začalo aktivně působit více investorů, kterým se nabízí komplexnější a širší soubor služeb a nástrojů; vzhledem k tomuto vývoji je proto nutné stanovit stupeň harmonizace, aby byla investorům poskytnuta vysoká úroveň ochrany v celé Unii*“.<sup>78</sup> Dále je pak v recitálu čtyři uveden přímý odkaz na finanční krizi z let 2008 a 2009 a vyjádřena potřeba posílit rámec pro regulaci trhů finančních nástrojů, „*včetně případů obchodování na mimoburzovních trzích (OTC), s cílem zvýšit transparentnost, poskytnout lepší ochranu investorům, posílit důvěru, řešit otázku*

---

<sup>76</sup> TALEB, Nassim. *Zrádná nahodilost: o skryté roli náhody na trzích a v životě*. Praha: Paseka, 2013. ISBN 978-80-7432-292-1. s. 70.

<sup>77</sup> NOVÁKOVÁ, Vladimíra a Věroslav SOBOTKA, ed. *Slabikář finanční gramotnosti: učebnice základních 7 modulů finanční gramotnosti*. 2., aktualiz. vyd. Praha: COFET, 2011. ISBN 978-80-9043-96-1-0. s. 110.

<sup>78</sup> Recitál 3 směrnice MiFID II.

*neregulovaných oblastí a zajistit, aby orgány dohledu měly patřičné pravomoci k plnění svých úkolů.“*<sup>79</sup> Konečně pak v této souvislosti můžeme zmínit také obavu regulátora z přílišného a nebezpečného riskování finančních institucí, které může vést k poškození investorů a ztrátě jejich důvěry ve fungování finančních trhů.<sup>80</sup> Především tento poslední důvod připomíná skutečnost, že dění na finančních trzích může mít výrazný dopad na velké množství drobných investorů a tedy potenciálně na velké množství domácností ba i celých ekonomik. Vzhledem k řečenému tak MiFID II přináší na více místech vcelku komplexní vyjádření snahy o zvýšení ochrany investorů a zákazníků a spolu s tím se setkáváme s různými formami ochrany a novými instituty, které mají v praxi takovou ochranu zajistit. Z pohledu autora je jednou z hlavních oblastí, kde je vhodné ze své podstaty klást důraz na zajištění adekvátního a férového přístupu, oblast poskytování investičních služeb, neboť právě při této činnosti dochází k interakci s osobami, které je mnohdy potřeba chránit. Také MiFID II se na tuto oblast zaměřuje a přímo ve směrnici jsou vyjádřeny základní principy k zajištění ochrany investorů. Tyto stanovují, aby investiční podnik při poskytování investičních služeb zákazníkům „*jednal čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy svých zákazníků, a zejména dodržoval zásady stanovené v článku 24 a 25*“.<sup>81</sup> Právě tyto dva články dále rozvíjejí principy ochrany investorů mimo jiné skrze příslušné povinnosti v oblastech jako je vytváření finančních nástrojů, informační povinnosti, komunikace se zákazníky, posouzení vhodnosti a přiměřenosti nebo odměňování svých zaměstnanců. Úprava MiFID II také upravuje samotnou úroveň odborných znalostí investičních podniků a snaží se v této oblasti zvyšovat nároky kladené na jejich pracovníky.<sup>82</sup> Je vhodné také uvést skutečnost, že výše popsané cíle evropské úpravy se promítly také do tuzemské právní úpravy. V důvodové zprávě k ZPKT je jako cílový stav uvedeno nejen dosažení souladu právních předpisů ČR a EU ale také zpřísnění regulatorního rámce za účelem zvýšení ochrany spotřebitelů.<sup>83</sup> Obecně tedy na základě výše popsaného můžeme uzavřít tím, zajištění a zvýšení ochrany investorů je dle vyjádření evropského regulátora jeden hlavních důvodů nové úpravy. Nová úprava a příslušné instituty jsou pak založeny na obecných zásadách čestného, spravedlivého a profesionálního jednání s cílem, aby bylo dosaženo co největší shody se zájmy zákazníků.

---

<sup>79</sup> Recitál 4 směrnice MiFID II.

<sup>80</sup> Srov. recitál 5 směrnice MiFID II.

<sup>81</sup> Článek 24 odst. 1 směrnice MiFID II.

<sup>82</sup> Srov. článek 24 ods. 2 směrnice MiFID II.

<sup>83</sup> Ministerstvo financí ČR. *Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony ze dne 10. května 2017* [online]. 10.5.2017 [cit. 16.6.2020]. s. 3. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh\\_2017\\_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf)

### 2.3. Zásada odborné péče dle ZPKT

Stěžejní tuzemskou úpravou poskytování investičních služeb je ZPKT. Ten používá jako jednu z klíčových obecných zásad institut poskytování služby s odbornou péčí.<sup>84</sup> Pojem odborná péče úzce souvisí s principem kvality výkonu určitého jednání především v kontextu podnikatelů, kde zákon obecně předpokládá, že vykonává svou činnost s pečlivostí. Pojmy jako odborná péče nelze vykládat samostatně, neboť svůj význam dostávají pouze v kontextu aplikace na vcelku konkrétní poskytování určité služby či výkon služby a s tím související proces a jeho kvalitu. Obsahem pojmu odborná péče je pak odbornost a pečlivost a vyjadřuje tedy povinnost vynakládat k zařizování záležitostí kromě subjektivních schopností a znalostí i schopnosti odborné.<sup>85</sup> Vzhledem k tomu, že trhy cenných papírů patří mezi nejvíce regulovaná odvětví v ekonomikách vyspělých států, nepřekvapí, že i v oblasti kapitálových trhů se setkáváme s existencí jak obecných, tak konkrétních povinností a principů, jejichž cílem je zajištění adekvátní kvality poskytovaných služeb a tím zvýšení ochrany především neprofesionálním investorům.<sup>86</sup> ZPKT v tomto kontextu hovoří o jednání s odbornou péčí.<sup>87</sup> Na pojem odborná péče ve smyslu, v jakém jej v úpravě pojímá ZPKT může být pohlíženo různým způsobem a autor této práce pro naše účely vychází z pojetí jiných odborných autorů, kteří jej definují ze dvou základních ideových rovin. V jedné rovině můžeme tento institut chápat jako korektiv chování každého, kdo poskytuje investiční služby čímž je vyjádřen veřejný zájem na adekvátním, tedy korektním a řádném poskytování investičních služeb. Právě tyto služby jsou v tomto případě považovány za velmi významné pro adekvátní fungování kapitálového trhu a skrze ochranu neprofesionálních investorů, tedy širší veřejnosti tak prakticky dochází k posílení ochrany jejich peněžních prostředků a investičních nástrojů, a tedy jde v tomto smyslu o zájem na ochraně úspor veřejnosti.<sup>88</sup> Odborníci jako například doktor Husták pak k věci dodávají, že *„ve druhé rovině jde o speciální ustanovení vůči obecné úpravě fiduciárních povinností při správě cizího majetku zejména povinnosti jednání s péčí řádného hospodáře, kterým se rozumí jednání s nezbytnou loajalitou i s potřebnými znalostmi a pečlivostí aplikované na situace při správě cizího majetku a navazujícím povinností plynoucím příkazníku či komisionáři ze smluv příkazního typu, pravidelně tvořících smluvní rámeček*

---

<sup>84</sup> Srov. §15 odst. 1 ZPKT.

<sup>85</sup> ELIÁŠ, Karel, Jarmila POKORNÁ a Miroslava BARTOŠÍKOVÁ. *Kurs obchodního práva: právnické osoby jako podnikatelé*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-391-4. s. 298.

<sup>86</sup> REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6. s. 78.

<sup>87</sup> Srov. §15 odst. 1 ZPKT.

<sup>88</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 189-191.

*pro poskytování investičních služeb.*<sup>89</sup> V těchto případech jde o specifikaci fiduciárních povinností a jednání s péčí řádného hospodáře ve vztahu k poskytování investičních služeb, které poskytuje profesionální podnikatel. Takto chápáno pak konkretizace odborné péče při poskytování investičních služeb profesionálním poskytovatelem obsažená v ZPKT a příslušných předpisech a uznávaných standardech znamená určitý nejlepší standard dobré praxe a také možné měřítko pro poměrování konkrétního jednání s tímto minimálním akceptovatelným standardem.<sup>90</sup> Jiní autoři pak o zásadách odborné péče hovoří jako o „neurčitým právním pojmu, který lze v předkládané oblasti chápat jako souhrn odborných standardů poskytování investičních služeb, tedy zásad jednání *lege artis*.“<sup>91</sup> V této souvislosti je vhodné zaujmout také kritický pohled a zmínit obavy některých autorů z pojmové nejednoznačnosti tohoto pojmu, který může přinášet riziko protichůdného výkladu orgány aplikujícími právo a možné aplikační omezení tohoto institutu při ochraně zákazníků a z toho vyplývající právní nejistotu poskytovatelů investičních služeb.<sup>92</sup>

Přímo ve smyslu ZPKT pak poskytování investičních služeb s odbornou péčí zejména znamená, že obchodník s cennými papíry jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků a plní další povinnosti stanovené zákonem.<sup>93</sup> Tato povinnost se pak samozřejmě vztahuje nejen na obchodníka s cennými papíry ale také na další osoby, investičního zprostředkovatele a jejich vázané zástupce.<sup>94</sup> Dle metodiky Komise pro cenné papíry k odborné péči vydané v říjnu roku 2004 je předpokladem pro správné vynakládání odborné péče existence systému vnitřní organizace a řízení. To v praxi může znamenat především existence potřebného personálního a materiálního vybavení, plnění standardů stanovených regulátorem a existence vnitřních opatření, jakož i vedení záznamů o svých činnostech a vnitřní organizaci a existence jasného rozdělení kompetencí mezi klíčový personál.<sup>95</sup> Budeme-li detailněji charakterizovat obecně nazvané pojmy v ZPKT, můžeme pojem kvalifikovaně chápat tak, že je služba poskytována odborně způsobilými osobami ve smyslu znalostí a zkušeností (pojmu odbornost je věnována následující kapitola) a v rámci profesionálních procesů, metodicky vhodně ukotvených postupů za současného využití adekvátních technologií a informačních systémů, v souladu

<sup>89</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 190.

<sup>90</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 191.

<sup>91</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 113.

<sup>92</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 113.

<sup>93</sup> Srov. §15 odst. 1 ZPKT.

<sup>94</sup> Srov. §15 ods. 1, §32 odst. 6, §32k písm. f) ZPKT.

<sup>95</sup> Komise pro cenné papíry. *Metodika – Posuzování odborné péče (ODBP)* [online]. 10.2004 [cit. 30.5.2020].

Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financtrih/galleries/legislativni\\_zakladna/investicni\\_spolecnosti\\_investicni\\_fondy/download/metodika\\_odbp\\_20041015.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financtrih/galleries/legislativni_zakladna/investicni_spolecnosti_investicni_fondy/download/metodika_odbp_20041015.pdf)

s relevantními právními předpisy, standardy a zásadami, což v souhrnu zajišťuje řádné poskytování investičních služeb zákazníkům za co největšího snížení rizika mimořádných situací.<sup>96</sup> Pojmem čestně pak v tomto kontextu můžeme rozumět výkon transparentním a pohledem profesní morálky adekvátním způsobem, skrze který zákazník získává reálnou šanci na naplnění prezentovaného výsledku a který neobsahuje prvky manipulace, klamavého či jiného nekalého jednání, kdy plně respektuje pravidla na ochranu zákazníka.<sup>97</sup> Spravedlivě může být chápáno ve smyslu poskytnutí objektivní a nediskriminační služby bez existence relevantního střetu zájmu. Konečně pojmem v nejlepší zájmu zákazníků pak může být spatřován výkon služby, který plně respektuje potřeby, pokyny a požadavky zákazníků a skrze znalost relevantních informací o zákazníkovi je výkon služby vhodný a přiměřený pro dosažení zákaznickova cíle.<sup>98</sup>

Úprava obsažená v ZPKT pak také poskytuje vodítko k tomu, jak naplnit výše popsání, a tedy dosáhnout požadované kvality, tedy poskytovat služby s odbornou péčí. Cestou ke splnění povinností je poskytovat služby zákazníkům v souladu s požadavky zákona, tedy především ZPKT a vyhlášek.<sup>99</sup> V praxi se tak s existencí odborné péče při poskytování investičních služeb setkáme ve vícero podobách, a to především v závislosti na aktuální fázi procesu poskytování příslušné investiční služby. Například tak může jít o dodržování stanovených náležitostí při propagaci investičních služeb a při kontaktování a nabízení služeb zákazníkům. V takovém případě by šlo především o poskytování pravdivých a úplných informací jakož i adekvátní upozornění na možná rizika u nabízených investičních služeb a investičních nástrojů, jakož i o další povinnosti vztahující se k informování zákazníků. To vše ve srozumitelné formě bez výskytu nepravdivých, zavádějících nebo klamavých informací.<sup>100</sup> V dalších fázích procesu poskytování služby pak například před uzavřením smlouvy či poskytnutím služby musí poskytovatel investiční služby zjistit příslušné informace o zákazníkovi, požadavcích a cílech, aby mohl být určen nejvhodnější způsob poskytnutí služby či vybrán konkrétní a nejvhodnější investiční nástroj. O z pohledu autora klíčovém institutu posouzení vhodnosti bude pojednáno v samostatné kapitole této části práce. V krajním případě pak na základě zjištěných informací může dojít ke zjištění, že nabízená služba není pro zákazníka vůbec vhodná a v takovém případě je nutno dostát povinnosti zákazníka

---

<sup>96</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 189.

<sup>97</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 189.

<sup>98</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 190.

<sup>99</sup> Především vyhláška ČNB č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

<sup>100</sup> Srov. např. §15a a §15d ZPKT.

upozornit či službu dokonce neposkytnout.<sup>101</sup> V závěrečné fázi procesu pak na tomto místě připomeňme povinnost provádění pokynů za nejlepších podmínek a také další informační povinnosti vztahující se na poskytovatele i po poskytnutí investiční služby.<sup>102</sup>

## 2.4. Znalost a odbornost osob poskytující investiční služby

V předcházející kapitole bylo pojednáno o odborné péči jako obecné zásadě při poskytování investičních služeb. Za jeden z imanentních atributů tohoto pojmu bylo označeno jednání, které je kvalifikované, tedy vykonávané odborně způsobilou osobou. V odborné literatuře je pak odborná způsobilost definována například jako „*požadavky na dosažení určitého odborného vzdělání nebo na odbornou praxi, či kombinace obojího, případně vykonání zvláštních zkoušek.*“.<sup>103</sup> Z pohledu autora této práce je právě stav a kvalita znalostí a stupeň odbornosti osob, které poskytují investiční služby jeden z nejpodstatnějších parametrů, které mohou mít vliv na kvalitu výsledné služby ve smyslu, nakolik odpovídá potřebám a situaci zákazníka a nakolik je pro něj vhodná. Nejen z těchto důvodů je proto tato kapitola věnována oblasti odbornosti osob poskytující investiční služby, a to z pohledu evropských i tuzemských právních předpisů.

### 2.4.1. Znalost a odbornost dle MiFID II

Jak již bylo popsáno výše, jedním z předpokladů poskytování investičních služeb s odbornou péčí je skutečnost, že osoba jedná kvalifikovaně. Pod pojem kvalifikovaně lze obecně zahrnout hlavně profesní odbornost a specializaci k úkonům, které osoba vykonává. Jednou z oblastí, které se snaží úprava MiFID II pozitivně ovlivnit je právě odbornost osob, které poskytují investiční služby, především pak investiční poradenství. Tuto vcelku komplexní ambici nacházíme na více místech a vysoce výstižný je v této souvislosti recitál 79 směrnice MiFID II, který uvádí, že „*vzhledem ke složitosti investičních produktů a jejich neustálé inovaci je také důležité zajistit, aby pracovníci, kteří poskytují poradenství o investičních produktech nebo tyto nástroje prodávají neprofesionálním zákazníkům, měli náležitou úroveň znalostí a způsobilosti ve vztahu k nabízeným produktům.*“.<sup>104</sup> Další jednoznačná ilustrace důrazu na odbornost je například v konstatování, že „*investiční podnik musí rozumět finančním nástrojům, které nabízí nebo doporučuje.*“.<sup>105</sup> V dalších ustanoveních směrnice MiFID II pak nalézáme požadavek, aby členské státy vyžadovaly po

---

<sup>101</sup> Srov. §15h a §15i ZPKT.

<sup>102</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 190.

<sup>103</sup> ČERNÁ, Stanislava, Ivana ŠTENGLOVÁ, Irena PELIKÁNOVÁ a Jan DĚDIČ. *Obchodní právo: podnikatel, podnikání, závazky s účastí podnikatele*. Praha: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-333-4. s.137.

<sup>104</sup> Recitál 79 směrnice MiFID II.

<sup>105</sup> Článek 24 odst. 2 směrnice MiFID II.



investičních podnicích zajištění, že fyzické osoby poskytující jeho jménem investiční poradenství nebo poskytující informace zákazníkům o finančních nástrojích a investičních službách měly nezbytné znalosti a dovednosti, které jim umožní plnit povinnosti stanovené touto směrnicí. Stanovuje se také povinnost prokázat naplnění tohoto požadavku vůči příslušným kontrolním orgánům.<sup>106</sup> Povinnost zajistit přítomnost adekvátních odborných znalostí je promítnuta a konkretizována v prováděcím nařízení MiFID II<sup>107</sup> například v části upravující organizační požadavky investičních podniků, která mimo jiné uvádí povinnost „*zaměstnávat personál s takovými dovednostmi, vědomostmi a odbornými znalostmi, jaké jsou potřebné ke splnění přidělených povinností*“.<sup>108</sup> Naopak prováděcí směrnice MiFID II<sup>109</sup> ukládá členským státům povinnost, aby vyžadovaly po investičních podnicích zajistit, že „*příslušní pracovníci budou mít odborné znalosti potřebné pro pochopení charakteristik a rizik produktů, které hodlají nabízet nebo doporučovat, a poskytovaných služeb, jakož i potřeb, charakteristik a cílů určeného cílového trhu*“.<sup>110</sup> V tomto ohledu je povinnost stanovena obecněji a konkretizace provedení je ponechána na lokální národní úpravě. Na základě výše uvedeného je ale možno vyslovit tvrzení, že je z evropské úpravy zřetelný zájem na adekvátní úpravě oblasti odbornosti a znalostí osob poskytujících investiční služby a jejich personálu. S těmito znalostmi pak v dalším textu bude pojednáno o tuzemské úpravě.

#### **2.4.2. Obecné požadavky na odbornost a důvěryhodnost dle právní úpravy v ČR**

Nabízí se porovnání výše popsané úpravy s novelizovanou podobou tuzemské úpravy, která se věnuje úpravě požadavků na odbornost a důvěryhodnost osob poskytujících investiční služby, primárně pak s poradenským prvkem. Tato oblast je v ČR upravena především v ZPKT a dále vyhláškou č. 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu. Jako základní konstrukci, která umožňuje pozitivně ovlivňovat zvyšování odbornosti poradců je skutečnost, že hlavní investiční služby, mezi které patří mimo jiné investiční poradenství a některé doplňkové investiční služby, nesmí nikdo poskytovat bez povolení vydaného Českou národní bankou, pokud ZPKT nebo jiný právní předpis nestanoví jinak.<sup>111</sup> Základním mechanismem pro

<sup>106</sup> Srov. článek 25 odst. 1 směrnice MiFID II.

<sup>107</sup> Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/567 ze dne 18. května 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o definice, transparentnost, kompresi portfolia a dohledová opatření v oblasti zásahů u produktů a pozic.

<sup>108</sup> Článek 21 odst. 1 písm. d) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>109</sup> Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. dubna 2016 kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod.

<sup>110</sup> Článek 10 odst. 7 prováděcí směrnice MiFID II.

<sup>111</sup> Srov. §4, §4a a §4b ZPKT.

potenciální zvyšování kvality subjektů působících na trhu je tak získání povolení, které je podmíněno splněním řady přísných podmínek a jejich zkoumáním ze strany ČNB v rámci licenčního řízení. V případě obchodníka s cennými papíry jde v praxi například o splnění podmínek v oblastech jako jsou právě požadavky na odbornost, pravidla jednání či jiná obezřetnostní pravidla a další povinnosti. Zmíněná oblast odbornosti je pak v ZPKT upravena hlavně v Hlavě II, díl 3, oddílu 4 ZPKT. Jejím ideovým východiskem je požadavek, aby „*personální zdroje obchodníka s cennými papíry byly vždy přiměřené povaze, rozsahu a složitosti jeho činnosti.*“<sup>112</sup> Podstatná je také konstrukce §14a ZPKT, jež klade na obchodníky s cennými papíry povinnost, aby jejich zástupci a pracovníci, kteří jednají se zákazníky (nebo potenciálními zákazníky), trvale splňovali podmínky „*odborné způsobilosti a důvěryhodnosti*“.<sup>113</sup> K těmto neurčitým právním pojmům se vyjádřila Česká národní banka ve svém úředním sdělení zde dne 3. prosince 2013. Z tohoto sdělení vyplývá, že důvěryhodnost je z její strany pojímána jako kombinace bezúhonnosti a profesní a podnikatelské integrity, tedy jde o zohlednění dodržování právních ale i etických pravidel a zohlednění morálního profilu a osobní integrity konkrétní osoby.<sup>114</sup> V uvedeném sdělení pak nalézáme také negativní vymezení důvěryhodnosti a tedy skutečnosti, které způsobují nedostatek důvěryhodnosti či závažné pochybnosti o důvěryhodnosti osoby. Do těchto kategorií pak spadají například osoby, které byly v minulosti pravomocně odsouzeny za vyjmenované skutečnosti, na které bylo v minulosti vydáno rozhodnutí o úpadku či které byly předmětem uvedeného správního trestání.<sup>115</sup>

Obsah pojmu odborná způsobilost je uveden především v §14b ZPKT, který odbornou způsobilostí rozumí získání „*všeobecných znalostí*“ a dále „*odborných znalostí*“ a dovedností.<sup>116</sup> Výše citované úřední sdělení ČNB pak například doplňuje, že do rámce odborné způsobilosti zahrnuje znalosti, zkušenosti (odborná praxe na finančním trhu) a působení na finančním trhu.<sup>117</sup> Důležité je také uvést konstrukci, jejímž základem je §14a ZPKT, který ve svém prvním odstavci jednoduše stanovuje zastoupení a uvádí výčet osob u obchodníka s cennými papíry a v druhém odstavci stanovuje podmínku, aby takové osoby trvale splňovaly podmínky odborné způsobilosti

---

<sup>112</sup> §14 ZPKT.

<sup>113</sup> §14a odst. 2 ZPKT.

<sup>114</sup> ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost* [online]. 3.12.2013 [cit. 19.5.2020]. s. 3. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v\\_2013\\_13\\_21413560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v_2013_13_21413560.pdf)

<sup>115</sup> ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost* [online]. 3.12.2013 [cit. 19.5.2020]. s. 4-6. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v\\_2013\\_13\\_21413560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v_2013_13_21413560.pdf)

<sup>116</sup> Srov. §14b odst. 1, písm. a) a b) ZPKT.

<sup>117</sup> ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost* [online]. 3.12.2013 [cit. 19.5.2020]. s. 7. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v\\_2013\\_13\\_21413560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v_2013_13_21413560.pdf)

a důvěryhodnosti. Tyto podmínky se pak přiměřeně přenáší také na investičního zprostředkovatele a jeho vázané zástupce, čímž se pokrývá pomyslný řetězec osob, které mohou vystupovat v rámci distribučního řetězce investičních služeb.<sup>118</sup> Tím je prakticky zajištěno, že se podmínka odbornosti vztahuje na celý řetězec osob, které v praxi jednají se zákazníky. Dále bude analyzován obsah pojmu odborná způsobilost.

### 2.4.3. Obsah pojmu odborná způsobilost

Odbornou způsobilost je možno dle ustanovení §14b ZPKT základně definovat jako komplex znalostí a dovedností, které jsou rozlišeny podle charakteru na všeobecné a odborné. Důležitým vodítkem pro analýzu a definování obsahu takových znalostí a dovedností může být způsob jejich prokázání. V případě všeobecné znalosti jde o vysvědčení o maturitní zkoušce nebo dokladem o dosažení vyššího vzdělání. V případě odborné znalosti a dovednosti jde o osvědčení o úspěšném vykonání odborné zkoušky.<sup>119</sup> Vzhledem k tomu, že pojem všeobecná znalost není na rozdíl od odborné znalosti a dovednosti blíže definován, je jediným vodítkem právě zákonem popsany způsob prokázání, kterým je úroveň získaného vzdělání. Zákon také blíže nespecifikuje oblast, ve které má být vyššího vzdělání dosaženo, a tedy nemusí jít výhradně o obor související s ekonomickým či investičním zaměřením. Z tohoto pohledu je pak možno z pohledu autora práce uvažovat nad pojmem všeobecná znalost jako nad všeobecným společenským přehledem, který přímo nesouvisí s odbornými informacemi o finančních trzích a investicích či investičních nástrojích. Z pohledu systematického řazení §14b ZPKT, především pak odstavce 1, můžeme tvrdit, že vyjádřením pojmu všeobecné znalosti zákonodárce pokusil nastavit základní informační bázi, na které je možno budovat hlubší a odborně zaměřené znalosti a dovednosti. K úvaze se nabízí, zda je tímto vyjádřena skutečnost, že při poskytování služeb podle ZPKT, především pak v případě poradenství, je nezbytné, aby kromě samotných odborných znalostí a dovedností poradce disponoval určitým všeobecným společenským a sociálním přehledem i schopností komunikace a svou odbornost tak dokázal prezentovat ve správné formě a za současného chápání obecně společenského kontextu a dalších souvislostí. Tomuto by nasvědčoval také jazykový výklad pojmu použitým v §14b ods.1 písm. a) ZPKT, kde se uvádí všeobecná znalost nezbytná pro jednání se zákazníkem, a tedy spíše může navádět na obecné schopnosti komunikace, prezentace a další (tzv. soft skills).<sup>120</sup> Autor práce pak příkládá alternativní úvahový směr, kdy může být záměr zákonodárce vnímán tak, že především skrze popsany způsob prokázání

---

<sup>118</sup> Srov. §32 odst. 5 a §32k písm. a) ZPKT.

<sup>119</sup> Srov. §14b odst. 2 a 3 ZPKT.

<sup>120</sup> Viz. Cambridge Dictionary. *Soft Skills*. [online]. [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/soft-skills?q=Soft+Skills>

všeobecné znalosti byl stanoven minimální požadavek na vzdělání, který je určitou pojistkou nebo pomyslnou bariérou vstupu proti tomu, aby bylo investiční poradenství poskytováno osobami, které sice mohou formálně prokázat odbornou znalost a dovednost, avšak kvůli nedostatečnému vzdělání je možno pochybovat o celkových, a tedy komplexních kvalitách takového uchazeče. Pro úplnost je vhodné doplnit, že všeobecnou znalost nemusí prokazovat osoby, které poskytovaly investiční služby nepřetržitě alespoň po dobu 5 let ke dni nabytí účinnosti novely ZPKT, tedy zákona č. 204/2017 Sb.<sup>121</sup>

#### **2.4.4. Odborné znalosti a dovednosti**

Odborné znalosti a dovednosti jsou na rozdíl od všeobecných znalostí definovány výrazně podrobněji. Odbornými znalostmi se tak rozumí „*znalost v rozsahu odborného minima o finančním trhu, struktury, subjektů a fungování kapitálového trhu, regulace poskytování investičních služeb včetně etických kodexů v oblasti kapitálového trhu (existují-li), investičních nástrojů a jejich emisí, investičních služeb a investičních fondů, investic, investiční strategie a portfolia a souvisejících rizik a finanční analýzy.*“<sup>122</sup> Více informací pak obsahuje vyhláška č. 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu, která blíže upravuje rozsah odborných znalostí a dovedností. V případě odborných znalostí je základem povinnost, aby rozsah odborných znalostí odpovídal věcné náplni činnosti osoby pro jednání se zákazníkem v rámci poskytování investičních služeb.<sup>123</sup> V tomto smyslu jde o vhodný korektiv určující, že odborné znalosti konkrétního poskytovatele služeb mají zohledňovat jeho skutečnou činnost a investiční nástroje, se kterými skutečně pracuje.<sup>124</sup> Je obtížné si představit, že by vzhledem k obrovskému množství různých investičních nástrojů s různou mírou složitosti bylo vhodné bazírovat na nepřiměřeně podrobné znalost naprosto všech nástrojů, které se na trhu vyskytují. Jako příklad pak může sloužit poradce specializující se pouze na nástroje kolektivního investování s odbornou znalostí těchto a souvisejících nástrojů. Tímto ustanovením však není jakkoliv snížen požadavek na znalost pomyslného minima o finančních trzích a souvisejících oblastech. Nejpodrobnější rozsah odborných znalostí nám pak poskytuje příloha vyhlášky č. 319/2017 Sb., kde se nachází podrobný výčet. V případě znalosti v rozsahu odborného minima o finančním trhu se tak například jedná o témata zahrnující definici, úlohu a význam finančního trhu, základy teorie

---

<sup>121</sup> Srov. čl. 2 bod 14. zákona 204/2017 Sb. kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony.

<sup>122</sup> §14b odst. 4 písm. a) ZPKT.

<sup>123</sup> §2 vyhlášky 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

<sup>124</sup> Srov. §2 odst. 1 vyhlášky 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

financí, finanční matematiku s důrazem na úročení, znalost struktury finančního trhu a jeho účastníků, jakož i oblast regulace a dohled nad finančním trhem.<sup>125</sup>

Rozsah odborných dovedností je pak definován tak, aby v rámci jednání se zákazníkem při poskytování investičních služeb měla příslušná osoba odborné dovednosti spočívající ve čtyřech skupinách schopností. Zaprvé schopnost „*kvalifikovaně získat informace od zákazníka o jeho odborných znalostech a zkušenostech v oblasti investic, o jeho finančním zázemí a investičních cílech.*“<sup>126</sup> Tuto skupinu schopností můžeme chápat jako schopnost vedení adekvátní komunikace se zákazníkem, a především pak pokládání vhodných a srozumitelných otázek s cílem získat od zákazníka kvalitní a pravdivé informace v takovém rozsahu, který umožňuje provádět řádné vyhodnocení. V každém případě je u této první kategorie schopností zřejmý důraz právě na získávání informací směrem od zákazníka, což v praxi pro některé poradce může znamenat dokonce upravit strukturu jednání se zákazníkem tak, aby byl poskytnut dostatečný prostor pro vyjádření zákazníka. Z pohledu autora může být dokonce uvažováno o tom, že by tato povinnost mohla v praxi mimo jiné dopadnout především na takové osoby, které svou komunikaci v rámci poskytování investičních služeb měly založeny neúměrně na principu prodejce a nikoliv poradce, tedy spíše na jednostranném poskytování informací s nedostatečným prostorem pro získávání informací od zákazníka.

Druhou potřebnou skupinou schopností je „*schopnost kvalifikovaně a srozumitelně poskytovat informace při komunikaci se zákazníkem tak, aby tento zákazník sám mohl posoudit, zda nabízený investiční nástroj odpovídá jeho finančnímu zázemí a investičním cílům.*“<sup>127</sup> Tento požadavek pak klade důraz naopak na poskytování informací mimo jiné ve smyslu faktické správnosti a odborné přesnosti, avšak stále s takovou mírou srozumitelnosti, aby zákazník dokázal chápat informace do takové míry, aby sám mohl posoudit, zda je pro něj nabízený investiční nástroj adekvátní. Třetí skupinou schopností je schopnost „*řádne vyhodnotit odborné znalosti a zkušenosti zákazníka v oblasti investic, jeho finanční zázemí a investiční cíle a nabídnout mu pro něj vhodný investiční nástroj nebo investiční službu.*“<sup>128</sup> Zatímco první dvě skupiny potřebných schopností byly zaměřeny na schopnost získávat a poskytovat informace, výše popsaná skupina schopností je jejich logickým doplněním. Samotné získání a poskytnutí informací zákazníkovi v adekvátní formě i míře by totiž v rámci procesu poskytování investiční služby bylo téměř irelevantní bez schopnosti takové informace řádně vyhodnotit. Má-li být konečným výsledkem jednání se

---

<sup>125</sup> Srov. příloha k vyhlášce č. 319/2017 Sb. bod I) písm. a).

<sup>126</sup> §3 odst. a) vyhlášky 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

<sup>127</sup> §3 odst. b) vyhlášky 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

<sup>128</sup> §3 odst. c) vyhlášky 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

zákazníkem nabídnutí vhodného investičního nástroje nebo služby, musí odpovídat jeho cílům, majetkovým možnostem, znalostem a investičním zkušenostem.<sup>129</sup> Poslední, čtvrtou skupinou potřebných schopností je schopnost „řádně provádět na účet zákazníka činnosti, kterých se poskytnutá investiční služba týká.“<sup>130</sup> Dalším důležitým aspektem souvisejícím s odbornou způsobilostí je způsob jejího prokázání, kterému se věnuje další kapitola.

#### **2.4.5. Prokázání odborné způsobilosti a akreditovaná osoba**

Se snahou o zvyšování odbornosti jakýchkoliv osob v jakémkoliv sektoru je neodmyslitelně spojena problematika kontroly a prokazování odbornosti. Jedním z možných způsobů zajišťování tohoto cíle je bezesporu stanovení povinnosti získat osvědčení skrze úspěšné složení adekvátní odborné zkoušky. Úprava ZPKT stanovuje, že odborné znalosti a dovednosti nezbytné pro jednání se zákazníky v rámci poskytování investičních služeb se prokazují právě osvědčením o úspěšném složení odborné zkoušky.<sup>131</sup> Téma je o to více aktuální, protože úprava ZPKT stanovila lhůtu pro prokázání odborných znalostí a dovedností pro všechny povinné osoby právě do třetího ledna roku 2020.<sup>132</sup> V souvislosti s touto problematikou je vhodné ocenit snahy zákonodárce přenést některé pravomoci na soukromé osoby, což se v případě odborné zkoušky stalo s příchodem institutu tzv. akreditované osoby.<sup>133</sup> Právě a pouze tyto akreditované osoby mohou na základě akreditace udělené Českou národní bankou pořádat odborné zkoušky zaměřené na prokázání odborných znalostí a dovedností ve smyslu ZPKT.<sup>134</sup> V důvodové zprávě k ZPKT se uvádí, že důvodem pro nová pravidla ověřování odborné způsobilosti v sektoru financí je hlavně dosavadní zkušenost, která ukázala na nevyhovující stav, kdy převažovala formálnost spíše než nad skutečnou kvalitou.<sup>135</sup> Výhodou nového modelu by se tak mohla stát potenciálně vyšší kvalita prokazování odbornosti, avšak také přenesení nákladů spojených s provozem celého systému na subjekty na trhu. Lze předpokládat, že mnoho institucí jako jsou banky či obchodníci s cennými papíry již fakticky provádějí interní vzdělávání a školení svých zaměstnanců a obchodníků a nová úprava by tak v praxi mohla stavět na již vybudované infrastruktuře subjektů na trhu. Pro úplnost je vhodné uvést, že akreditovanou osobou se může stát jak právnická, tak fyzická osoba, a to po

---

<sup>129</sup> V této souvislosti připomeňme test vhodnosti a povinnosti stanovené ustanovením §15h a násl. ZPKT.

<sup>130</sup> §3 odst. d) vyhlášky 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

<sup>131</sup> Srov. §14b odst. 3 ZPKT.

<sup>132</sup> Srov. přechodné ustanovení čl. 2 bod 15 ZPKT stanovující lhůtu 24 měsíců.

<sup>133</sup> Srov. §14c ZPKT.

<sup>134</sup> Srov. §14c odst. 1 a 2 ZPKT.

<sup>135</sup> Ministerstvo financí ČR. *Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony ze dne 10. května 2017* [online]. 10.5.2017 [cit. 13.5.2020]. s. 42. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh\\_2017\\_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf)

splnění zákonných požadavků na akreditovanou osobu. Mezi takové požadavky pak zákon řadí například důvěryhodnost, věcné, kvalifikační, organizační a personální předpoklady, či předložení zkouškového řádu.<sup>136</sup> Akreditace se pak uděluje na dobu určitou, a to na dobu 5 let s možností opakovaného prodloužení a zákon upravuje také odnětí akreditace.<sup>137</sup> Obsah a rozsah zkoušky, respektive soubor zkouškových otázek je ponechán v pravomoci České národní banky a Ministerstva financí nicméně samotnou organizaci, průběh a vyhodnocení odborné zkoušky provádí akreditovaná osoba.<sup>138</sup> Jinak řečeno je tímto zajištěno, že regulátor neztrácí kontrolu nad obsahem, a tedy náročností a kvalitou zkoušky samotné, nicméně všechny praktické a ze své podstaty organizačně náročné aspekty faktického konání zkoušky jsou přenesena na soukromé osoby, které mají efektivnější způsoby, jak zajistit provedení zkoušky. Konkrétním úspěšným příkladem může být zapojení organizace EFPA Czech Republic, která se stala akreditovanou osobou a poskytuje několik typů zkoušek.<sup>139</sup> Organizace EFPA Czech Republic se dlouhodobě zabývá vzděláváním osob působících na finančním trhu a již disponuje konkrétními nástroji jako jsou online vzdělávací materiály, prostory ke konání zkoušky a komunikační kanály, jak informovat poradce a další osoby. Pokud by se regulátor pokoušel obdobné nástroje samostatně budovat jen pro účely odborné zkoušky dle ZPKT, lze předpokládat, že by byly vyžadovány značné finanční a časové náklady. Způsob úpravy zkoušky a zapojení soukromých osob a organizací je tak možno v tomto smyslu z pohledu autora práce hodnotit pozitivně. Pro úplnost je vhodné dodat, že na základě úředního sdělení ČNB ze dne 24. října 2017 jsou definovány další zkoušky, které jsou považovány za rovnocenné odborným zkouškám podle §14b odst. 3 a 4 novelizovaného ZPKT a vyhlášky č. 319/2017 Sb. a které byly současně vykonány před 3. lednem 2018. Například tak jde o některé makléřské zkoušky, závěrečné zkoušky a odborné zkoušky uvedených institucí.<sup>140</sup>

V této souvislosti a spíše na okraj této kapitoly může být do hodnocení zahrnut také subjektivní názor autora této práce, který má osobní zkušenost s úspěšným absolvováním zkoušky odborné způsobilosti, a to skrze akreditovanou osobu EFPA Czech Republic.<sup>141</sup> Z pohledu vlastní zkušenosti o dostupnosti akreditovaných osob, materiálů pro přípravu a termínů i míst pro konání

---

<sup>136</sup> Srov. §14c odst. 2 a 3 ZPKT

<sup>137</sup> Srov. §14d a §14e ZPKT.

<sup>138</sup> Srov. §14f ZPKT.

<sup>139</sup> EFPA Czech Republic. *Zkouška podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu (od 2018)* [online]. 2017 [cit. 27.5.2020]. Dostupné z: <https://efpa.cz/zkousky/zkouska-zpkt-2018>

<sup>140</sup> Srov. ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 24. října 2017 k prokazování odborných znalostí a dovedností pro poskytování investičních služeb odbornou zkouškou vykonanou před 3. lednem 2018* [online]. 25.10.2017 [cit. 27.5.2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2017/vestnik\\_2017\\_11\\_21217560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2017/vestnik_2017_11_21217560.pdf)

<sup>141</sup> Datum zkoušky 18.5.2016, číslo osvědčení 20160010.

zkoušek autor hodnotí praxi velmi pozitivně a je přesvědčen, že z pohledu těchto kritérií nevzniká žádná bariéra pro možnost zkoušku úspěšně absolvovat. Z pohledu samotného rozsahu a průběhu zkoušky pak autor této práce hodnotí opět pozitivně skutečnost, že rozsah zkouškových otázek pokrýval adekvátní témata a příprava i náročnost zkoušky samotné byla srovnatelná například s kvalitní přípravou na zkoušku na vysoké škole. Autorovi práce se tak na základě osobní zkušenosti zdá, že nová právní úprava odborné zkoušky ve znění ZPKT a prováděcích právních předpisů tak v tuzemském prostředí skutečně má potenciál naplnit stanovené cíle.

## **2.5. Posouzení vhodnosti**

Doposud jsme se v této části práce věnovali hlavně institutům, které souvisejí především s vlastnostmi osoby poskytující investiční služby a jejím jednáním. Byla tak postupně analyzována hlavně oblast znalostí a odbornosti takových osob. Poskytování investičních služeb s poradenským prvkem je však ze své podstaty procesem, ve kterém dochází k interakci se zákazníkem. Zvýšená pozornost regulátora v oblasti odbornosti osob poskytujících investiční služby je z pohledu autora chvályhodná, avšak teoreticky vzato existence odbornosti sama o sobě nepřináší vyšší ochranu zákazníkům, byť můžeme souhlasit, že je jedním z jejich předpokladů. Teprve skrze aplikaci takové odbornosti do skutečného jednání s klientem je možné na něj přenést potenciální výhody, které odbornost přináší. Tuto část práce tak nyní doplníme o kapitolu zaměřenou na institut posouzení vhodnosti, respektive oblast zahrnující test vhodnosti.

### **2.5.1. Definice institutu posouzení vhodnosti**

V této kapitole se budeme věnovat problematice posouzení vhodnosti (tzv. test vhodnosti) investiční služby nebo nástroje, což je jeden z institutů, které mají v praxi pomoci zajistit ochranu neprofesionálním investorům.<sup>142</sup> Tento institut má blízký vztah k posouzení přiměřenosti (tzv. test přiměřenosti), který můžeme v tomto kontextu označit za zjednodušenou variantu hodnocení vhodnosti. V tomto smyslu podrobnější posouzení vhodnosti se použije při poskytování investičních služeb s poradenským prvkem.<sup>143</sup>

Tento institut lze konkrétněji uvést jako systematický proces, který se odehrává v rámci poskytování investiční služby a jež se skládá ze dvou částí, kterými jsou zaprvé proces získávání a shromažďování informací o zákazníkovi a zadruhé proces posouzení, zda je příslušný investiční

---

<sup>142</sup> Srov. článek 25 odst. 2 směrnice MiFID II a §2c ZPKT.

<sup>143</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 216.



produkt pro zákazníka vhodný.<sup>144</sup> Z výše uvedeného lze samostatně rozvíjet, že při definování obsahu pojmu posouzení vhodnosti je zřejmý důraz nejen na proces, ale také na výsledek takového procesu, kterým je fakt, že nabízený investiční produkt je vhodný pro konkrétního zákazníka.<sup>145</sup> Slovní spojení vhodný pro zákazníka je možno z pohledu autora zkusit dále alternativně definovat jako pozitivní vyjádření snahy o ekvivalentnost či lépe adekvátnost skutečného stavu na straně zákazníka, především ve smyslu stavu jeho znalostí, zkušeností, investičních cílů, očekávání a zájmů, se skutečnými vlastnostmi a souvisejícími skutečnostmi na straně investičního produktu. Odborná literatura pak o institutu vhodnosti hovoří jako o strukturovaném procesu „*zahrnující získání informací od zákazníka, posuzování těchto informací z hlediska určitých stanovených kritérií a vynesení určitého hodnotového soudu, zda se uvedené informace více či méně blíží, nebo jsou v souladu s nastavenými kritérii.*“<sup>146</sup>

### 2.5.2. Evropská úprava posouzení vhodnosti

Samotná směrnice MiFID II pak o posouzení vhodnosti hovoří jako o „*získání nezbytných informací o znalostech a zkušenostech zákazníka nebo potenciálního zákazníka v oblasti investic a jeho finanční situaci, včetně schopnosti nést ztráty, a o jeho investičních cílech, včetně rizikové tolerance, aby tak mohl investiční podnik doporučit investiční službu a finanční nástroje, které jsou pro něj vhodné, a zejména jsou v souladu s jeho rizikovou tolerancí a schopností nést ztráty.*“<sup>147</sup> K samotnému důvodu posuzování se pak evropská předloha vyjadřuje ve smyslu, že posuzování vhodnosti má umožnit nebo lépe řečeno zajistit, že investiční podnik může jednat v nejlepším zájmu zákazníka, což v tomto smyslu znamená vědět o zákazníkovi určité klíčové parametry jež determinují, jak poskytnout pro něj adekvátní službu.<sup>148</sup> V praxi tak investiční podniky budou od zákazníků vyžadovat informace, díky kterým bude možno porozumět podstatným skutečnostem o zákazníkovi a tomu adekvátně upravit například konkrétní obchod či doporučení pro takového zákazníka.

Je vhodné si nyní položit otázku, dle jakých konkrétních kritérií či jakou optikou má být nahlíženo na poskytnutou investiční službu, aby bylo možno hodnotit, že je pro zákazníka vhodná.

---

<sup>144</sup> Srov. §15h ZPKT a ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online].6.11.2018 [cit. 22.5.2020]. s. 6. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>145</sup> Srov. článek 54 ods. 1 prováděcího nařízení MiFID II a §15h ZPKT.

<sup>146</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 213.

<sup>147</sup> Článek 25 odst. 2 směrnice MiFID II.

<sup>148</sup> Článek 54 ods. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

Dle evropské předlohy musí takové finální doporučení či konkrétní obchod splňovat tři kritéria. Zaprvé musí odpovídat investičním cílům dotyčného zákazníka včetně rizikové tolerance zákazníka.<sup>149</sup> Zadruhé musí být takový, aby zákazník dokázal finančně unést související investiční rizika odpovídající jeho investičním cílům.<sup>150</sup> Zatřetí pak musí být ekvivalentní ve smyslu, že odpovídá tomu, jaké má zákazník zkušenosti a znalosti, aby mohl skutečně porozumět rizikům spojeným s takovým investičním nástrojem či investiční službou.<sup>151</sup> Evropská předloha pak dále rozvíjí vcelku obecné pojmy a konkretizuje, že v praxi vedou ke zjištění finanční situace zákazníka například otázky ke zjištění zdroje a výše pravidelných příjmů zákazníka, celkové výše jeho aktiv, investic a nemovitostí a pravidelných finančních závazků. V případě zjištění investičních cílů pak jde například zjištění informací o investičním horizontu zákazníka, vztahu k riziku či o účelu investice.<sup>152</sup> Tato kritéria a jejich popis tak mohou pomáhat správně pochopit celkový cíl této úpravy a institutu posouzení vhodnosti. Pro úplnost je vhodné uvést, že dle evropské předlohy by měl i zákazník v rámci procesu poskytnutí investiční služby s poradenským prvkem chápat smysl celého procesu posouzení vhodnosti, a to jak ve smyslu existence takové povinnosti, tak ve smyslu důležitosti uvést pravdivé a aktuální informace, jakož i důvod, proč jsou od něj takové informace vyžadovány, čímž je jednání v nejlepším zájmu zákazníka.<sup>153</sup> Takové požadavky je možno vnímat jako velmi důležité, neboť z logiky věci je úspěšnost procesu posouzení vhodnosti odvislá od kvality a pravdivosti informací, které zákazník poskytne, a lze odhadovat, že pokud by zákazník dostatečně nechápal důvod otázek a celého procesu, mohla by být snížena jeho motivace odpovídat adekvátně a pravdivě.

Věnujme nyní pozornost samotnému procesu vyhodnocování vhodnosti, který je prováděn ze strany poskytovatele investiční služby. Pokud jsme v případě získávání informací od zákazníka považovali za klíčový aspekt jejich pravdivost a aktuálnost, pak v případě vyhodnocování získaných informací můžeme za klíčový prvek logicky označit znalost a odbornost poskytovatele investiční služby. Pokud by totiž poskytovatel investiční služby neměl adekvátní znalost, jak

---

<sup>149</sup> Článek 54 ods.1 písm. a) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>150</sup> Článek 54 odst.1 písm. b) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>151</sup> Článek 54 odst.1 písm. c) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>152</sup> Srov. článek 54 odst. 4 a 5 prováděcího nařízení MiFID II a ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 20.5.2020]. s. 6. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>153</sup> Srov. Článek 54 odst. 1 a 7 prováděcího nařízení MiFID II a ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 20.5.2020]. s. 6. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

takové vyhodnocení provádět, stala by se kvalita shromážděných informací irelevantní. Evropská úprava tento aspekt neopomíjí a stanovuje poskytovatelům takových investičních služeb nastavení adekvátních pravidel a postupů, které zajistí znalost povahy a charakteristických rysů investičních služeb a nástrojů.<sup>154</sup> V rámci samotného procesu vyhodnocení vhodnosti pak dle obecných pokynů ESMA k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti ze dne 6. 11. 2018 mají být zohledněny „veškeré dostupné informace o zákazníkovi“ a „veškeré podstatné charakteristiky investice“ s cílem, aby byly nalezeny vhodné investice pro konkrétního zákazníka.<sup>155</sup> Tyto pokyny pak poskytují další podrobnější informace, které se můžeme pokusit shrnout tím, že vhodná investice je vybírána s ohledem na vhodnou diverzifikaci rizik, znalosti a zkušenosti zákazníka, odpovídá finanční situaci zákazníka, který může nést veškeré případné ztráty takové investice a zohledňuje dobu po kterou zákazník hodlá nástroj držet. Investiční podnik pak má do procesu vyhodnocení zahrnout také aspekty svého obchodního modelu a konečně tyto posoudit „u každého druhu finančního nástroje, který by mohl být součástí zákaznickova portfolia“ a to včetně posouzení „dopadu nástroje (nástrojů) a obchodu (obchodů) na úrovni zákaznickova portfolia jako celku.“<sup>156</sup> Lze odhadovat, že v praxi mnohé subjekty budou vyhodnocení vhodnosti provádět pomocí nástrojů jako jsou softwary či algoritmy pro určení vhodné alokace či například vzorová portfolia. Výše citované pokyny pak k tomuto uvádějí mimo jiné povinnost pravidelně sledovat a testovat takové algoritmy, jakož i vždy zohlednit individuální aspekty konkrétního klienta. Pro úplnost uvedeme, že v bodu 76 výše citovaných pokynů ESMA definuje povinnost, aby investiční podnik měl vhodné systémy a mechanismy kontroly takových nástrojů, které zajistí, že „výsledky jsou uspokojivé.“<sup>157</sup> Praktickým aspektům tohoto obecného pojmu se budeme blíže věnovat v následujícím bodě.

### 2.5.3. Zpráva o vhodnosti (suitability reports)

Prozatím bylo o posouzení vhodnosti pojednáváno jako o procesu s definovaným výsledkem a obsahem. Neméně důležitou součástí je proto finální forma, ve které má být výsledek

---

<sup>154</sup> Srov. článek 54 odst. 9 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>155</sup> ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 22.5.2020]. s. 21. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>156</sup> ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 22.5.2020]. s. 22. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>157</sup> ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 22.5.2020]. s. 21. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

procesu s neprofesionálním zákazníkem zaznamenán. Evropská úprava v této souvislosti hovoří o tzv. zprávě o vhodnosti (*suitability reports*).<sup>158</sup> Fakticky jde o jakýsi výsledek procesu posouzení vhodnosti, který obsahuje souhrn poskytnutého poradenství včetně vysvětlení, proč je příslušné doporučení vhodné, jak naplňuje jeho cíle a odpovídá jeho osobním poměrům se zohledněním doby investice, zákaznickových znalostí a zkušeností jakož i jeho postoji k riziku. Vzpomeňme na tomto místě také povinnost pravidelně přezkoumávat zprávu o vhodnosti v případě, že se zákazníkem vzniká trvalejší vztah, a to s cílem zajistit, že jsou informace o zákazníkovi aktuální.<sup>159</sup> o tom lze uvažovat například při poskytování dlouhodobého investičního poradenství po dobu vícero let stejnému zákazníkovi, a to s ohledem na možnou neaktuálnost původně zjištěných informací. Bližší vymezení pojmu trvalý vztah nabízí soubor odpovědí ČNB k testu vhodnosti při poskytování investičních služeb a uvádí se zde, že „za trvalý vztah se zákazníkem lze považovat každý vztah, který nebude v průběhu roku založen pouze na realizaci jednorázového příkazu zákazníka (např. prodej investičních nástrojů v rámci dědického řízení, darování investičních nástrojů), případně omezen pouze na specifické poradenství při takové jednorázové transakci.“<sup>160</sup> V praxi je pak celý proces posouzení vhodnosti prováděn zpravidla skrze vyplnění investičního dotazníku samotným zákazníkem například v rámci rozhovoru zákazníka s poradcem a následným vyhodnocením a zaznamenáním výsledků a závěrů zpravidla na stejném dokumentu.<sup>161</sup> Úplným závěrem je vhodné doplnit, že v případě, pokud by výsledkem testu vhodnosti bylo zjištění, že příslušná investiční služba či nástroj není pro zákazníka vhodná, nedojde k doporučení takového nástroje, a to i v případě, pokud se nepodařilo o zákazníkovi potřebné informace zjistit.<sup>162</sup>

#### **2.5.4. Tuzemská úprava institutu vhodnosti a jejího posouzení**

Pozornost bude nyní věnována tuzemské právní úpravě institutu vhodnosti a jejímu posouzení, a to jak z pohledu současné úpravy, tak z pohledu porovnání s evropskou předlohou, které jsme se věnovali v předcházejícím bodu 2.5.2. K samotnému chápání institutu je možno říct, že tuzemská úprava obsažená hlavně v ZPKT nahlíží na posouzení vhodnosti stejně jako evropská předloha jako na proces sestávající se ze dvou částí s jasně definovaným výsledkem. Opět se

---

<sup>158</sup> Článek 54 odst. 12 prováděcího nařízení MiFID.

<sup>159</sup> Článek 54 odst. 7, 12 a 13 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>160</sup> ČNB. *K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb* [online]. 22.4.2020 [cit. 16.5.2020]. s. 5. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_testu\\_vhodnosti\\_pri\\_poskytovani\\_investicnich\\_sluzeb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_testu_vhodnosti_pri_poskytovani_investicnich_sluzeb.pdf)

<sup>161</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 214.

<sup>162</sup> Článek 54 odst. 8, 10 prováděcího nařízení MiFID II.

setkáváme na jedné straně s povinností získat od zákazníka určité informace a na straně druhé je prováděno vyhodnocení s cílem prověřit, že poskytnutí příslušné investiční služby odpovídá situaci zákazníka a je tedy pro něj vhodné.<sup>163</sup> Na tomto místě je vhodné připomenout, že zákazníkem se v našem kontextu rozumí neprofesionální zákazník. Pokud je však zákazník zařazen jako profesionální zákazník, může být rozsah získávaných informací zúžen a to na základě právní domněnky, že takový zákazník má adekvátní odborné znalosti a zkušenosti, jakož i finanční zázemí pro vlastní investiční rozhodování a podstupování rizik.<sup>164</sup> Hodnocení vhodnosti se aplikuje na investiční služby obhospodařování majetku zákazníka a investiční poradenství, u kterých je zjevná přítomnost poradenského prvku.<sup>165</sup> Pokud jde o rozsah informací, které mají být vyžadovány od zákazníka, poskytuje ZPKT výčet celkem čtyř oblastí, které je nutné u zákazníka prověřovat, a to:

- odborné znalosti v oblasti investic,
- zkušenosti zákazníka v oblasti investic,
- finanční zázemí a schopnost zákazníka nést ztrátu,
- toleranci zákazníka k riziku a jeho investiční cíle.<sup>166</sup>

V této souvislosti je pak vhodné uvést související hodnocení přiměřenosti, jež je institutem, který se uplatní u všech hlavních investičních služeb mimo hlavní investiční služby s poradenským prvkem a který je omezenější, a tedy svým způsobem zjednodušenou variantou hodnocení vhodnosti.<sup>167</sup> Pro úplnost se v případě hodnocení přiměřenosti jedná o tyto oblasti:

- odborné znalosti v oblasti investic,
- zkušenosti v oblasti investic.<sup>168</sup>

Následuje podrobnější analýza čtyřech výše uvedených oblastí informací, které mají být získány od zákazníka. Pokud jde o první dvě oblasti, tedy odborné znalosti a zkušenosti v oblasti investic, bude obsahem zjištěných informací především znalosti zákazníka o investičních službách a investičních nástrojích, vzdělání a současné či dřívější povolání zákazníka (především ve vztahu k oblasti investic), předchozí zkušenosti v oblasti investic ve smyslu délky, frekvence, rozsahu či povaze obchodování.<sup>169</sup> Ve druhých dvou oblastech budou otázky směřovat na zjištění finančního

---

<sup>163</sup> Srov. §15h odst. 1 a 2 ZPKT.

<sup>164</sup> Srov. §2c ZPKT.

<sup>165</sup> Srov. §15h odst. 1 a §4 odst. 2 písm. d) a e) ZPKT.

<sup>166</sup> Srov. §15h odst. 1 ZPKT.

<sup>167</sup> Srov. §15i ZPKT.

<sup>168</sup> §15 i odst. 1 písm. a) a b) ZPKT.

<sup>169</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 214.

zázemí, včetně schopnosti nést ztráty a investiční cíle, včetně tolerance k riziku. Podrobnější vysvětlení nám v tomto poskytují obecné pokyny ESMA k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti ze dne 6. 11. 2018 a soubor odpovědí ČNB k testu vhodnosti při poskytování investičních služeb ze dne 22. 4. 2020. Tyto mimo jiné definují, že takové otázky mají směřovat například na rodinný stav zákazníka a rodinnou situaci především ve smyslu pravděpodobnosti její změny s dopadem na finanční situaci jako je například narození potomka. Dále na věk zákazníka, který je důležitý hlavně s ohledem na možnou dobu držení investice, investiční cíle, úroveň finančního rizika a ochotu držet investici po stanovenou dobu.<sup>170</sup> Dále je to získávání informací o situaci v oblasti zaměstnání zákazníka a to hlavně s ohledem na pravděpodobnost jistoty místa či riziko ztráty zaměstnání či dalších zdrojích jeho pravidelných příjmů a také zákazníkova potřeba likvidity nebo potřeba financování budoucích finančních závazků, jako je například koupě nemovité věci. Obecně jsou to také další otázky, které pomohou dostatečně zjistit, že rozsah finanční situace zákazníka je takový, aby mohl bez zásadních negativních dopadů a přiměřeně svým cílům nést rizika spojená s investicí. Konečně jsou to pak otázky zjišťující toleranci a preferenci ve vztahu k riziku a na zjištění pochopení vztahu mezi rizikem a výnosem investic.<sup>171</sup> Nad rámec výše vedeného je vhodné dodat, že mezi doporučení orgánu ESMA patří také to, aby byly zvažovány i další nefinanční prvky jako jsou zákaznickovy preference v oblasti environmentálních, sociálních a správních faktorů.<sup>172</sup> Všechny výše uvedené informace tak v souhrnu poskytují takové podrobnosti na základě kterých by mělo být možné uvažovat o konkrétním průběhu testu vhodnosti a to primárně v podobě dotazníku se strukturou otázek, které pokrývají všechny výše popsané oblasti.

---

<sup>170</sup> Srov. ČNB. *K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb* [online]. 22.4.2020 [cit. 25.5.2020]. s. 5. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_testu\\_vhodnosti\\_pri\\_poskytovani\\_investicnich\\_sluzeb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_testu_vhodnosti_pri_poskytovani_investicnich_sluzeb.pdf) a ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 25.5.2020]. s. 9. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>171</sup> Srov. ČNB. *K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb* [online]. 22.4.2020 [cit. 25.5.2020]. s. 4. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_testu\\_vhodnosti\\_pri\\_poskytovani\\_investicnich\\_sluzeb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_testu_vhodnosti_pri_poskytovani_investicnich_sluzeb.pdf) a ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 25.5.2020]. s. 8 a 9. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>172</sup> ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 25.5.2020]. s. 9 a 9. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

### 2.5.5. Vyhodnocení testu vhodnosti

Pokračujeme nyní do fáze vyhodnocení informací, jejímž cílem je vyslovení závěru o vhodnosti či nevhodnosti určité investiční služby, spíše pak investičního nástroje. V předcházejícím bodě 2.5.2., kde jsme se věnovali evropské úpravě byly mimo jiné uvedeny informace vycházející z pokynů ESMA k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti ze dne 6. 11. 2018, ze kterých vyplývá požadavek na zohlednění veškerých dostupných informací o zákaznících a veškerých podstatných charakteristik investic. K těmto obecným pojmům se v souboru odpovědí ze dne 22.4.2020 vyjádřila ČNB. Ta za veškeré dostupné informace o zákazníkovi pro účely testu vhodnosti rozumí veškeré dostupné informace z dosavadní komunikace se zákazníkem, a naopak pod tento pojem nezahrnuje zjišťování dalších informací z jiných zdrojů jako by byl například tisk nebo internet. To vše za podmínky, že subjekt (v tomto kontextu například obchodník s cennými papíry) neví a ani neměl vědět, že jsou takové informace zjevně neúplné, nepřesné nebo nepravdivé. V takovém případě by příslušný OCP vyvodil odpovídající závěr a například by nedoporučil investici do konkrétního investičního nástroje. K pojmu veškeré podstatné charakteristiky investic pak ČNB dodává, že OCP doporučí pouze takovou investici, u které zná její „*podstatné charakteristiky vč. rizik a nákladů*“ a s odkazem na povinnost odborné péče připomíná požadavek na „*objektivní posouzení vlastností investice*“.<sup>173</sup> Jako konkrétní příklad lze uvést algoritmus, který by na základě vyplnění investičního dotazníku dokázal vyhodnotit výsledky otázek například na základě bodového ohodnocení sestaveného na základě určeného rozhodovacího stromu nebo lépe řečeno procesu profilování klienta dle obecně platných i individuálních podmínek klienta. Takový algoritmus by nejprve na základě odpovědí zákazníka provedl například vyjádření rizikového profilu klienta dle předem určených kategorií (např. dynamický klient), dále by definoval jeho znalosti a zkušenosti (např. informovaný klient), následně finanční zázemí (např. středně bonitní klient), investiční cíle (např. dlouhodobý investor) a nakonec by vyhodnotil schopnost nést ztrátu (např. klient je schopen nést ztrátu). Výsledkem takového hodnocení vhodnosti by tedy bylo pomyslné přiřazení určitých vlastností konkrétnímu klientovi a následně by proběhlo porovnání investičních nástrojů dle toho, jak odpovídají takovému klientovi. Pokud by tak klientovi byla na základě jeho odpovědí přiřazena například vlastnost opatrný klient a vlastnost krátkodobý investor, mohl by algoritmus vyřadit například velmi volatilní investiční nástroje (např. akcie) a naopak doporučit portfolio orientované na dluhopisy. Pro případ využívání podobných automatizovaných systémů však vždy platí, že

---

<sup>173</sup> ČNB. *K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb* [online]. 22.4.2020 [cit. 25.5.2020]. s. 5. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_testu\\_vhodnosti\\_pri\\_poskytovani\\_investicnich\\_sluzeb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_testu_vhodnosti_pri_poskytovani_investicnich_sluzeb.pdf)

jejich výsledky musí být spolehlivé a konzistentní a zaměstnanci takového OCP musí algoritmům dostatečně rozumět a být schopni výsledek přezkoumat.<sup>174</sup> Poslední a nejvíce problematickou otázkou pak zůstává, jaké všechny nástroje mají být do analýzy v rámci procesu vyhodnocení vhodnosti zařazeny. Ani evropské ani tuzemské předpisy v této problematice nestanoví nad rámec řečeného v této části práci podrobná pravidla a lze zjednodušeně říct, že pouze navádějí na skutečnost, aby byl nástroj pro zákazníka skutečně vhodný. Někteří autoři se přiklánějí k názoru, že se rozsah bude odvíjet patrně od toho, jak je služba konkrétnímu zákazníkovi prezentována. Autoři HUSTÁK a SMUTNÝ například docházejí k závěru, že „*pokud poradce nabízí poradenství na tuzemském trhu a v jeho plně šíři, tak by měl analyzovat trh tuzemský v jeho plně šíři, pokud na trhu zahraničním, tak by měl zajistit provedení analýzy příslušných zahraničních trhů. Pokud analyzuje jen část lokálního trhu, např. investičních fondů kolektivního investování, měl by zákazníka informovat o míře reprezentativnosti prováděné analýzy.*“<sup>175</sup> Oba autoři pak uzavírají tím, že „*předpokladem řádné realizace takového vyhodnocení je provádění soustavného a kvalifikovaného sběru a vyhodnocování informací o širším spektru investičních příležitostí týkajících se investičních nástrojů a investičních služeb a dalších relevantních faktorů*“.<sup>176</sup>

## 2.6. Závěr druhé části

Ve druhé části této práce byly blíže rozebrány vybrané oblasti a instituty související s poskytováním investičních služeb, a to se zaměřením na investiční služby s poradenským prvkem. Pomyslným základem bylo rozebrání institutu ochrany slabší strany a příslušná specifika při aplikaci na oblast kapitálových trhů a investičních služeb. Kromě obecného principu nerovnosti stran a problému informační asymetrie byly diskutovány také související výzvy, kterým může čelit neprofesionální zákazník, respektive investor a které byly objeveny relativně nedávno. Této problematice jsme se věnovali také v první části práce a v této části ji rozvíjíme. Těmito novými výzvami jsou tzv. heuristiky neboli jednoduché procedury, které během rozhodování provádíme, abychom si rozhodnutí urychlili a zjednodušili, což pomáhá najít adekvátní i když často nepřesné odpovědi na složité otázky.<sup>177</sup> Právě oblast kapitálových trhů a rozhodování investorů je zajímavou půdou pro zkoumání těchto nedokonalostí lidské mysli, neboť se zde pravidelně

---

<sup>174</sup> ČNB. *K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb* [online]. 22.4.2020 [cit. 25.5.2020]. s. 7. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_testu\\_vhodnosti\\_pri\\_poskytovani\\_investicnich\\_sluzeb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_testu_vhodnosti_pri_poskytovani_investicnich_sluzeb.pdf)

<sup>175</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 215.

<sup>176</sup> HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 215.

<sup>177</sup> KAHNEMAN, Daniel. *Myšlení: rychlé a pomalé*. 3., dopl. a rozš. vyd. V Brně: Jan Melvil, 2012. ISBN 978-80-87270-42-4. s. 109.



vyskytují emoce spojené s touhou po zisku, strachem ze ztráty a setkáváme se zde s existencí přehnané sebedůvěry a provádění intuitivních rozhodování na základě velmi často zkreslených informací.<sup>178</sup> Kumulace velkého počtu neprofesionálních investorů a jejich v tomto smyslu ovlivněné rozhodování pak může být rizikem i pro celý trh ve smyslu vznikajících tržních bublin a jejich následných splasknutí, jako bylo například během technologické krize z roku 2000.<sup>179</sup> Elegantně pak celou problematiku definuje respektovaný odborník Kahneman, který dodává, že „naše uklidňující přesvědčení, že svět dává smysl, spočívá na bezpečném základě – máme totiž téměř neomezenou schopnost přehlížet naši vlastní nevědomost.“<sup>180</sup> Pokud proto uvažujeme o důvodech a potřebě ochrany neprofesionálních investorů, může být zajímavé vnímat tuto problematiku co nejvíce komplexně a z vícero stran. Právě z důvodu existence většího množství různorodých výzev a rizik, se kterými může pravděpodobně profesionální i neprofesionální investor přicházet do styku, je z pohledu autora práce oblast ochrany investorů velmi důležitá pro adekvátní fungování kapitálových trhů. V této druhé části práce byla proto věnována pozornost institutu odborné péče a oblasti znalostí a odbornosti osob, které poskytují investiční služby s poradenským prvkem. Následně byla analyzována oblast posouzení vhodnosti ve smyslu institutu, který svou povahou může být praktickou aplikací odbornosti a znalostí osob poskytujících investiční služby do procesu jednání s klientem. Na základě rozboru provedeného v této části práce je možno konstatovat, že právě v oblasti odbornosti a znalostí osob poskytujících investiční služby je zřejmá zvýšená aktivita ze strany regulátora, a to jak na evropské, tak tuzemské úrovni. Zkoumány byly také související instituty a pojmy jako je odborná péče a odborné znalosti a dovednosti, včetně pravidel způsobů jejich prokázání. Autor práce by na tomto místě na základě a nad rámec analyzovaného připojil konstatování, že novelizovaná úprava podle něj nastavuje vhodná pravidla v oblasti odbornosti osob ve smyslu odborných znalostí a dovedností, a především vhodně přenáší organizaci zkoušek odborné způsobilosti na akreditované osoby. Pohledy pak můžeme doplnit o skutečná čísla z trhu, a to konkrétně o údaje o počtech vázaných zástupců pro investice dle údajů z registru ČNB. Nejvýstižnější je porovnání dat od roku 2017, tedy za období, než situaci změnila novelizace ZPKT. V roce 2017 bylo u ČNB registrováno 13 067 vázaných zástupců pro oblast investic.<sup>181</sup> o rok později, tedy v roce 2018, to bylo již jen

---

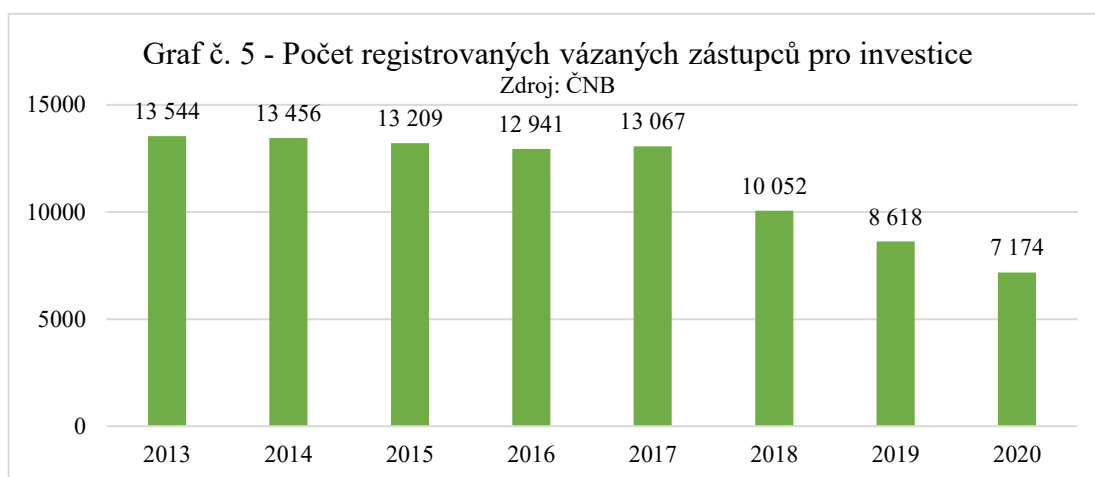
<sup>178</sup> SCHILLER, Robert. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2010. ISBN: 978-80-247-2482-9. s. 177.

<sup>179</sup> SCHILLER, Robert. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2010. ISBN: 978-80-247-2482-9. s. 176.

<sup>180</sup> KAHNEMAN, Daniel. *Myšlení: rychlé a pomalé*. 3., dopl. a rozš. vyd. V Brně: Jan Melvil, 2012. ISBN 978-80-87270-42-4. s. 215.

<sup>181</sup> ZÁMEČNÍK, Petr. *Finančních poradců ubývá... kde nejvíce?* [online]. 20.1.2020 [cit. 6.6.2020]. Dostupné z: <https://poradci-sobe.cz/financni-poradenstvi/financnich-poradcu-ubyva-kde-nejvice/>

10 052 vázaných zástupců a v roce 2019 dosáhl počet vázaných zástupců hodnoty 8 618. V roce 2020 pak skončilo přechodné období pro splnění povinností souvisejících s doložení odborných znalostí a dovedností (blíže v bodě 2.4.5. této práce), což znamenalo již v prvních týdnech tohoto roku zrušení dalších 1 440 registrací. Primární příčinou hromadného zrušení registrací je neprodloužení licence ze strany ČNB, avšak tím projevovaný nezáměr o prodloužení licence ze strany vázaných zástupců může navádět na příčinnou souvislost s novou a přísnější úpravou. Převedením čísel do formy grafu pak může být uvažováno o tom, že snižování počtu vázaných zástupců pro oblast investic časově souvisí právě z novelizací ZPKT a zavedením nových podmínek v oblasti odbornosti a znalosti osob poskytujících investiční služby. V grafu č. 5 jsou uvedena čísla ve formě sloupcového grafu reprezentující příslušný rok a počet registrovaných vázaných zástupců vždy k 31. prosinci příslušného roku a v případě roku 2020 pak k 10. lednu.



V delší časové řadě pak vidíme oproti roku 2013 do současnosti pokles počtu vázaných zástupců o téměř polovinu, přičemž hlavní úbytek je zřejmý právě v období po novelizaci ZPKT. Autor práce pak považuje za vhodné na tomto místě zaujmout také kritický pohled a zamyslet se také nad možnými negativními externalitami, které může mít vcelku zásadní úbytek počtu vázaných zástupců na dostupnost investičních produktů a investičních služeb. Z pohledu autora práce by regulace v oblasti odbornosti a znalostí osob poskytujících investiční služby neměla vést k nastavení natolik přísných podmínek, aby znamenala velmi obtížně překonatelnou bariéru vstupu do odvětví. Se zohledněním platné legislativy a na základě vlastní zkušenosti se složením zkoušek odborné způsobilosti se však autor práce nedomnívá, že by současná úprava takovou velmi obtížně překonatelnou bariérou skutečně byla. Lze tak uvažovat o tom, že současný úbytek vázaných zástupců pro oblast investic je tak pouhým narovnáním historické situace, kdy naopak bariéra pro vstup do oblasti poskytování investičních služeb mohla být nastavena naopak nepřiměřeně nízko. Spíše k zamyšlení si pak autor klade otázku, nakolik v dlouhodobém počtu vázaných zástupců

sehrají roli také nové technologie a zda případný úbytek vázaných zástupců na jedné straně může být kompenzován novými online službami v oblasti investičních služeb, které v tomto ohledu nahradí roli poradce. Na odpovědi si však bude nutné počkat. Následuje třetí část této práce, která je věnována institutu nezávislého investičního poradenství.

### 3. Nezávislé, a nikoli nezávislé investiční poradenství

Jsou-li v této práci zkoumány vybrané otázky poslední fáze transpozice MiFID II do českého právního řádu, přesněji pak vybrané instituty, které z pohledu autora práce mohou hrát důležitou roli při zvyšování kvality poskytovaných investičních služeb a v konečném důsledku tak zvyšovat ochranu především neprofesionálním investorům, je zakotvení nezávislého investičního poradenství právě takovým institutem s možným významným potenciálem. V této části práce proto bude podrobněji pojednáno právě o tomto institutu.

#### 3.1. Ideová východiska nezávislého investičního poradenství

Důležitou novinkou, kterou směrnice MiFID II přinesla do investičních služeb s poradenským prvkem je nezávislé investiční poradenství.<sup>182</sup> Investiční poradenství je ve smyslu MiFID II definováno jako „*poskytování osobních doporučení zákazníkovi buď na jeho žádost, anebo z podnětu investičního podniku ohledně jednoho či více obchodů týkajících se finančních nástrojů.*“<sup>183</sup> Nezávislé investiční poradenství se můžeme pokusit definovat jako institut, který rozšiřuje možnosti, respektive režimy, skrze které je investiční poradenství poskytováno, a to skrze stanovení nových definičních znaků, které jsou imanentní pro nezávislé investiční poradenství, a v tomto smyslu tedy vytvářejí nadstavbu vůči standardnímu investičnímu poradenství ve smyslu nových podmínek, které musí být splněny.<sup>184</sup> Tyto definiční znaky či imanentní atributy nezávislého investičního poradenství jej fakticky rozšiřují vůči v tomto kontextu klasickému investičnímu poradenství ve třech základních oblastech. Zaprvé jde o oblast nepřipustnosti přijímání pobídek souvisejících s poskytováním poradenství, zadruhé o oblast spektra posuzovaných investičních nástrojů a naposledy o oblast zohlednění vztahu poskytovatele poradenství k tvůrcům či distributorům investičních nástrojů, ohledně kterých je poradenství poskytováno.<sup>185</sup> V praxi by tak mohlo jít o alternativu k provizně hrazenému investičnímu poradenství. Zajímavým pohledem by bylo porovnání aktuálně převažujícího režimu investičního poradenství na tuzemském trhu. Bohužel na základě vlastní analýzy dostupných dat v registru ČNB autor práce konstatuje, že neexistuje podrobná statistika aktuálního počtu subjektů a jejich zástupců, která by nám poskytla také informace o režimu poradenství. Autor práce se proto pokusil informaci zjistit skrze spojení několika informací. Prvním krokem bylo definování největších investičních zprostředkovatelů na tuzemském trhu, a to dle počtu vázaných zástupců v oblasti

---

<sup>182</sup> Srov. článek 24 odst. 4 písm. a) a odst. 7 směrnice MiFID II.

<sup>183</sup> Článek 4 odst. 4 směrnice MiFID II.

<sup>184</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 102.

<sup>185</sup> Srov. článek 24 odst. 7 písm. a) a b) směrnice MiFID II a článek 52 odst. 1 a 53 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

investic registrovaných u ČNB k datu 1. 6. 2020 a stanovení reprezentativního zkoumaného vzorku subjektů.<sup>186</sup> Dalším krokem byla analýza zveřejněných výročních zpráv těchto subjektů především s cílem porovnat strukturu obrátu, konkrétně tržby z provizí oproti tržbám z prodeje služeb a také textových částí výročních zpráv se zaměřením na informace o způsobech distribuce finančních a investičních produktů či na informace o režimu poskytování investičního poradenství.<sup>187 188 189</sup> Na základě zjištěných informací je možné říci, že provizní způsob distribuce finančních a investičních produktů je u třech hlavních investičních zprostředkovatelů na trhu jednoznačně nejrozšířenějším způsobem. Zajímavostí pak je, že z pohledu podílu investičních produktů na celkovém produktovém mixu (počet uzavřených smluv) se u těchto subjektů za rok 2018 jednalo v průměru o 27 %. Mezi hlavní důvody nové úpravy patří vyšší ochrana investorů a snaha zakotvit na trhu rozpoznatelnou a blíže definovanou kategorii služby, u které je vyloučen střet zájmů.<sup>190</sup> Z pohledu autora je možno předpokládat, že nezávislé investiční poradenství má předpoklady pro to, aby se stalo pokročilejší investiční službou, která by mohla přinášet vyšší kvalitu, a to především pro pokročilejší a náročnější investory. V praxi je však tento předpoklad složité ověřit a nelze bez dalšího konstatovat, že nezávislé investiční poradenství samo o sobě znamená kvalitnější službu s vyšší přidanou hodnotou než nikoli nezávislé investiční poradenství. O konkrétní právní úpravě obou institutů, jakož i o jejich rozlišení bude pojednáno dále v této části práce.

### 3.2. Obecné problematické aspekty nezávislého investičního poradenství

V tento moment je vhodné zmínit důsledky a výzvy, které mohou nastat v debatě o institutu nezávislého poradenství a s tím související kvalitou i principu odměn poradců. Z pohledu autora práce a na základě jeho mnohaletého působení na kapitálovém trhu mimo jiné i na řídicích pozicích u vícero investičních zprostředkovatelů se jako nejvíce problematické jeví objektivní hodnocení samotné kvality poskytnutého poradenství. Lze předpokládat, že důvodem poptání služby investičního poradce ze strany klienta je především očekávání, že díky tomu získaná expertní

---

<sup>186</sup> Zdrojem pro analýzu jsou data ČNB dostupná z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/seznamy/> ke dni 1.6.2020.

<sup>187</sup> OVB Allfinanz. *Výroční zpráva společnosti OVB Allfinanz za rok 2018 a účetní závěrka za rok 2018* [online]. 2018 [cit. 7.6.2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=60460271&subjektId=295262&spis=81073>

<sup>188</sup> Partners Financial Services. *Výroční zpráva společnosti Partners Financial Services, a.s. za rok 2018 a účetní závěrka za rok 2018* [online]. 2018 [cit. 7.6.2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=58579673&subjektId=343889&spis=83314>

<sup>189</sup> Broker Trust. *Výroční zpráva společnosti Broker Trust, a.s. za rok 2018 a účetní závěrka za rok 2018* [online]. 2018 [cit. 7.6.2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=60014426&subjektId=74835&spis=79214>.

<sup>190</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 99.

doporučení, rada či informace přinese klientovi zlepšení. Zatímco v určitých sektorech lidské činnosti je výsledek poradenství, tedy takové zlepšení jednoznačně měřitelné nebo přinejmenším se výsledek procesu poradenství dokáže zjistit v relativně krátkém časovém úseku, v případě investičního poradenství je na parametry zlepšení možno pohlížet různou optikou a samotný výsledek se obvykle projeví po delším časovém období.

Jako ilustrační příklad slouží fiktivní klient, který si přeje vhodně investovat své peníze do investičních nástrojů a za tímto účelem si poptá služby investičního poradce. Na efekt zlepšení, který se dostavil díky poradenství je pak možno nahlížet z více pohledů. Klient může díky poradci dosáhnout například lepšího výnosu, větší bezpečnosti, menší volatility nebo lepší likvidity svých prostředků. Obecně totiž platí, že čím vyšší je pravděpodobná výnosnost investice, tím vyšší je také riziko, například ve smyslu trvalé ztráty investovaných prostředků. Naopak čím vyšší je likvidita, tedy rychlost dostupnosti prostředků, tím je pravděpodobná výnosnost investice menší. Tato závislost výnosu, rizika a likvidity bývá označována jako investiční trojúhelník.<sup>191</sup> Jak tedy bylo naznačeno, zmíněná kritéria v praxi kapitálového trhu nelze izolovat a zlepšení jednoho z ukazatelů bude mít ve většině případů vliv na jiný ukazatel. Jednoduše řečeno, „*čím vyšší výnos očekáváme, tím větší je riziko neúspěchu, nebo dokonce ztráty naší investice.*“<sup>192</sup> Pro náš ilustrativní příklad tak případné doporučení alokovat prostředky klienta do dynamických nástrojů z pohledu volatility, tedy například akcií technologických firem může mít dlouhodobě pozitivní vliv na výnos, avšak bude jej s nejvyšší pravděpodobností doprovázet efekt zvýšené volatility. Jedním z neefektivnějších způsobů, jak reagovat na zvýšenou volatilitu je zvýšení investičního horizontu na delší časovou periodu a tím snížení tohoto rizika.<sup>193</sup> a proto může poradce reagovat doporučením zvýšit investiční horizont, což bude mít negativní vliv na ukazatel likvidity, tedy nemožnost prostředky po doporučenou dobu použít jinak. Nehledě na skutečnost, že i dvě různá investiční doporučení, která mají stejný výsledek z pohledu klienta mohou být zásadně problematická z jiných parametrů. Například doporučení investovat do akcií konkrétní společnosti může mít na konci investičního období stejný výsledek, a tedy výnos jako doporučení investovat do akciového indexu, který sdružuje stovky firem. Aplikujeme-li na tato doporučení ukazatel míry diverzifikace, volatility a rizika ztráty vložených prostředků, můžeme dojít například k závěru, že

---

<sup>191</sup> NOVÁKOVÁ, Vladimíra a Věroslav SOBOTKA, ed. *Slabikář finanční gramotnosti: učebnice základních 7 modulů finanční gramotnosti. 2., aktualiz. vyd.* Praha: COFET, 2011. ISBN 978-80-9043-96-1-0. s. 198-199.

<sup>192</sup> NOVÁKOVÁ, Vladimíra a Věroslav SOBOTKA, ed. *Slabikář finanční gramotnosti: učebnice základních 7 modulů finanční gramotnosti. 2., aktualiz. vyd.* Praha: COFET, 2011. ISBN 978-80-9043-96-1-0. s. 201.

<sup>193</sup> SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať.* Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4. s. 33,34 a 232.

doporučení investovat do akcií jediné společnosti bylo velmi rizikovým krokem oproti nákupu diverzifikované indexu.

První výzvou, která vstupuje do hodnocení kvality investičního poradenství je tedy dle autora práce komplexnost investování a vedlejší efekty některých rozhodnutí, jakož i možnost hodnotit konkrétní doporučení širším spektrem ukazatelů. Další výzvou je dle autora práce doba, za kterou se projeví efekty doporučených kroků. Jedním z obvyklých kritérií investic je samozřejmě výnos. Pomineme-li vyloženě spekulativní nástroje, tak se výnos u většiny investičních nástrojů tvoří postupně a za určitá období, která jsou zcela běžně počítána v letech. Za posledních 200 let tak například složené reálné výnosy diverzifikovaného portfolia běžných akcií v USA dosahovaly na delších periodách téměř 7 % ročního zhodnocení.<sup>194</sup> Dalším problematickým aspektem, který vstupuje do diskuse o investičním poradenství je pak dle autora práce fakt, že doporučené kroky obvykle nelze bezprostředně vyhodnotit a v momentu, kdy známe efekt doporučení, již uběhla značná časová doba. Další výzvou je všudypřítomná nejistota, která je spojena s každou investicí.<sup>195</sup> Znalost historických výkonností jednotlivých investičních nástrojů nám napovídá velmi málo o jejich chování v budoucnosti.<sup>196</sup> Doporučení, které se jeví vhodné z dnešního pohledu a dle dnešní úrovně znalostí, se tak může v budoucnosti ukázat jako zcela nevhodné. V neposlední řadě pak objektivitu při hodnocení kvality investičního doporučení komplikuje skutečnost, že je zásadně ovlivněno situací, ve které se nachází klient, který o doporučení žádá. Rozdílné vnímání a vztah k riziku, různý investiční horizont, rozdílné zkušenosti s investičními nástroji a samozřejmě různá finanční situace klientů opět znamenají různé pohledy na konkrétní doporučení.

Nyní přichází čas pro bližší rozbor právní úpravy nezávislého investičního poradenství a důsledků, které tato nová úprava přinesla.

### **3.3. Nezávislé investiční poradenství dle MiFID II**

Jak již bylo v této práci nastíněno, oblast investičního poradenství patří mezi důležité změny, které byly skrze novou unijní úpravu zavedeny do poskytování investičních služeb retailovým investorům. Důvody pro novou úpravu jsou vyjádřeny v samotném úvodu směrnice MiFID II a společným znakem je hlavně snaha o vyšší ochranu investorů.<sup>197</sup> Do výčtu konkrétních důvodů jsou pak zařazeny například skutečnosti, že se soustavně zvyšuje počet aktivních investorů na trhu, zvyšuje se komplexnost a soubor služeb a nástrojů na trhu, jakož i nutnost stanovení

---

<sup>194</sup> SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4. s. 30.

<sup>195</sup> Viz výše popsany investiční trojúhelník.

<sup>196</sup> SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4. s. 46.

<sup>197</sup> Srov. recitál 70 směrnice MiFID II.

podmínek pro poskytování služeb, které jsou prezentovány jako nezávislé, což souvisí také s potřebou omezit takové nezávislé poradce v možnosti přijímat a ponechávat si poplatky, provize a jiná plnění i výhody od třetích stran.<sup>198</sup> Základní vymezení nezávislého poradenství nalezneme ve směrnici MiFID II v její Hlavě II, kapitole II, oddílu 2, který nese název „ustanovení k zajištění ochrany investorů“. Úprava říká, že je-li poskytováno investiční poradenství, musí investiční podnik zákazníka v dostatečném předstihu před poskytnutím investiční služby informovat o tom, zda je poradenství poskytováno nezávisle.<sup>199</sup> V tomto slova smyslu je vhodné upozornit především na důraz, který je kladen na vyplývající informační povinnost a včasnost poskytnutí takové informace a to v některých případech na trvalém nosiči dat.<sup>200</sup> Je logicky správné, že by měl být zákazník informován před poskytnutím investiční služby, neboť právě kritérium nezávislosti a z toho vyplývajících důsledků může být jedním z důležitých faktorů při rozhodování zákazníka. Informační povinnost také zahrnuje objasnění, z jakých důvodů lze poskytované investiční poradenství považovat za nezávislé a která omezení se v důsledku toho na poskytované poradenství uplatní.<sup>201</sup> Současně je ale zachována autonomie subjektů, které poskytují investiční poradenství, a tedy mají plnou svobodu v rozhodování o tom, zda budou své služby poskytovat v nezávislém či jiném režimu. V případě, že je pak zákazníkovi investiční poradenství prezentováno jako nezávislé, je potřeba splnit další regulační pravidla ve vztahu k tomuto zákazníkovi, což bude blíže popsáno v následujících bodech.

### 3.3.1. Nezávislé a nikoli nezávislé investiční poradenství obecně

Zakotvení institutu nezávislého investičního poradenství logicky vytváří dvě pomyslné skupiny poradenství, které můžeme nazvat nezávislé a nikoli nezávislé poradenství, případně jako poradenství závislé. Textace samotné směrnice nedovoluje zcela jednoznačně a explicitně definovat vazby nezávislého a nikoli nezávislého poradenství a vztah mezi nimi. Tyto pak není možné vnímat jen jako pouhé protiklady, a tedy dovést rozpor mezi nezávislým poradenstvím a poradenstvím, které je poskytování například za provizi. Při systematické analýze zařazení tohoto institutu v rámci směrnice MiFID II jsou oběma režimům investičního poradenství společná obecná pravidla a ustanovení o nezávislosti poradenství jsou zvláštní úpravou. Také při úvaze o podstatě investičního poradenství je možno dojít k závěru, že nezávislé poradenství rozvíjí poradenství závislé ve smyslu kvality služby i pravidel jednání se zákazníky a je tedy vyšším

---

<sup>198</sup> Srov. recitál 7 a 73 směrnice MiFID II.

<sup>199</sup> Srov. článek 24 odst. 4 písm. a) bod i) směrnice MiFID II.

<sup>200</sup> Srov. článek 24 odst. 4 písm. a) bod i) směrnice MiFID II a článek 53 ods. a) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>201</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 100



stupněm poradenství.<sup>202</sup> Můžeme proto uzavřít tím, že nezávislé poradenství je ve smyslu MiFID II nadstavbou poradenství nikoli nezávislého.

Vzhledem k výše uvedenému tak v praxi může lehce dojít k situaci, kdy poskytovatel investičních služeb běžně poskytuje své služby investičního poradenství v obou režimech. Jak směrnice MiFID II, tak i příslušná prováděcí nařízení takový scénář umožňují.<sup>203</sup> Evropská úprava počítá s touto situací a za svůj cíl si mimo jiné bere zajistit, aby v takovém případě zákazník nemohl být zmaten.<sup>204</sup> V takovém případě je však poskytovatel povinen vysvětlit rozsah obou služeb, tak, aby zákazníci mohli pochopit rozdíly mezi takovými dvěma službami (či režimy).<sup>205</sup> Současně jsou kladeny podmínky na způsob vystupování, a to konkrétně tak, že poskytovatel nebude v rámci celkové činnosti vystupovat jako nezávislý (neboť je zde existence i nikoli závislého prvku) a v rámci své komunikace se zákazníky nebude klást nepřiměřený důraz na své služby nezávislého poradenství v protikladu k nikoli nezávislým službám.<sup>206</sup> Dalším podmínkou je striktní oddělení obou služeb skrze organizační a kontrolní mechanismy. To s cílem, aby bylo omezeno riziko, že zákazník bude uveden v omyl, jaký druh poradenství dostává a také, aby se zákazníkovi dostalo pro něj nejvhodnějšího režimu poradenství. Vcelku zásadní je pak požadavek na to, aby stejná fyzická osoba nemohla poskytovat jak závislé, tak nezávislé poradenství.<sup>207</sup> Lze předpokládat, že kumulativní spojení těchto požadavků může v praxi vést k výběru pouze jednoho z obou režimů poradenství, a to především s ohledem na potenciální finanční i organizační náklady, které jsou spojeny se splněním podmínek. To se v praxi bude zřejmě týkat především středních a menších subjektů, které poskytují investiční služby a tedy těch, které nedisponují příslušnými zdroji ke splnění všech podmínek. Nabízí se tak podstatná otázka a to, jaká kritéria rozhodují o tom, zda je poradenství nezávislé nebo závislé.

### 3.3.2. Základní atributy nezávislého poradenství

Již bylo konstatováno, že nezávislé poradenství je určitou nadstavbou režimu nikoli nezávislého.<sup>208</sup> Směrnice MiFID II a její prováděcí nařízení MiFID II nám pak poskytují informace o tom, na čem konkrétně je tato nadstavba založena a jaká kritéria je nutné splnit.<sup>209</sup> Zaprvé jde o vztah poskytovatele investiční služby k třetím stranám, a to ve dvou rovinách. V rovině

---

<sup>202</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 99

<sup>203</sup> Srov. např. recitál 72 a článek 52, odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>204</sup> Srov. recitál 72 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>205</sup> Srov. článek 52, odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>206</sup> Srov. článek 52, odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>207</sup> Srov. článek 53 odst. 3, písm. c) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>208</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 99

<sup>209</sup> Srov. článek 24, odst. 7 směrnice MiFID II a článek 53 prováděcí směrnice MiFID II.

přípustnosti či nepřípustnosti přijímání pobídek a jiných výhod v souvislosti s poskytováním této služby zákazníkům a v rovině zohlednění vztahu poskytovatele k distributorům, emitentům či tvůrcům investičních nástrojů, kterých se poradenství týká.<sup>210</sup> Zadruhé jde o kritérium posouzení dostatečné šíře spektra na trhu dostupných investičních nástrojů.<sup>211</sup> Právě podmínkám, které se vztahují k nezávislému investičnímu poradenství se budeme věnovat v následujících bodech.

### **3.3.3. Posouzení dostatečného spektra finančních nástrojů a vztah poskytovatele ke třetím stranám**

Regulatorní režim MiFID II stanoví, že pokud se investiční poradenství poskytuje nezávisle, pak musí investiční podnik „posoudit dostatečné spektrum finančních nástrojů, které jsou k dispozici na trhu, jež musí být dostatečně různorodé s ohledem na svůj typ a emitenty nebo poskytovatele produktů, aby bylo zajištěno, že budou moci být vhodně naplněny investiční cíle zákazníka.“<sup>212</sup> Tyto podmínky jsou dále doplněny o ustanovení, která zakazují, aby bylo posouzení finančních nástrojů omezeno pouze na nástroje vydané nebo poskytované samotným investičním podnikem nebo subjekty, které mají s podnikem úzké propojení nebo se subjekty, s nimiž jsou vztahy natolik úzké že narušují nezávislost poradenství.<sup>213</sup> Tím by se v kontextu a za použití terminologie tuzemské úpravy mohla myslet například situace, kdy by obchodník s cennými papíry nebo investiční zprostředkovatel vlastnil dceřinou investiční společnost ve smyslu ZISIF<sup>214</sup>, která by spravovala své podílové fondy a tyto by byly nabízeny v rámci investičního poradenství takovým zprostředkovatelem nebo obchodníkem s cennými papíry, a to bez dodržení zákazu omezení rozsahu posouzení investičních nástrojů. V kontextu praxe je vhodné uvést, že na tuzemském trhu skutečně existují struktury, kdy investiční zprostředkovatel distribuuje produkty dceřiné investiční společnosti.<sup>215</sup>

Jinými slovy tak můžeme tato kritéria označit za požadavky na kvalitu procesu výběru, analýzy a vyhodnocení investičních nástrojů v rámci poradenského procesu.<sup>216</sup> Samotná kvalita takového posouzení je však z určitého pohledu problematická, a to v tom smyslu, že uvedená úprava klade důraz především na spektrum, a tedy množství nástrojů, které mají být posouzeny. V této souvislosti je vhodné zmínit obecnou povinnost informovat zákazníka o tom, zda je

---

<sup>210</sup> Srov. článek 24, odst. 7, písm. b) směrnice MiFID II a článek 12 prováděcí směrnice MiFID II.

<sup>211</sup> Srov. článek 24, odst. 7, písm. a) směrnice MiFID II.

<sup>212</sup> Článek 24, odst. 7, písm. a) směrnice MiFID II.

<sup>213</sup> Srov. článek 24, odst. 7, písm. a) bod i) a ii) směrnice MiFID II.

<sup>214</sup> Ve smyslu zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

<sup>215</sup> Příkladem je investiční zprostředkovatel Partners Financial Services, a.s. a Partners investiční společnost, a.s.

<sup>216</sup> Pro úplnost je vhodné uvést, že pojmy „investiční nástroj“ a „finanční nástroj“ v tomto kontextu autor práce používá jako synonyma.

poradenství založeno na rozsáhlé, nebo omezenější analýze různých druhů finančních nástrojů.<sup>217</sup> V případě nezávislého poradenství tak jde o speciální úpravu, která se aplikuje výhradně. Přesné určení šíře a spektra finančních nástrojů, které mají být posouzeny může být z pohledu autora práce problematické a značně kazuistické v závislosti na těžko totožné podmínky cíle investice a charakter investora. Není pochyb o tom, že posouzení nesmí být omezeno pouze na finanční nástroje subjektů s úzkým propojením nebo úzkými vztahy, jak bylo popsáno výše. To by bylo možné adresovat například na situaci, kdy se prodejce, respektive zástupce společnosti nabízející pouze jeden, a to vlastní investiční nástroj před klientem vydává za nezávislého poradce nebo na situaci, kdy si například emitent investičního nástroje zřizuje separátní společnost pro distribuci svých produktů, jejíž zástupci se vydávají za nezávislé poradce. Stejným případem je situace, kdy by se poradce vydával za nezávislého poradce a jeho nezávislé porovnání by přitom spočívalo v porovnání několika investičních nástrojů z dílny jediné společnosti. V rámci takového omezeného srovnání by pak sice mohlo být jasné, že jeden z produktů jednoho konkrétního emitenta má blíže k naplnění cílů klienta než jiný produkt stejného emitenta, avšak absentuje porovnání s dalšími konkurenčními produkty na trhu, a tedy zasazení do kontextu zcela jasně nenaplnuje premisu nezávislosti.

Může tak být položena otázka, zda by tak měl nezávislý poradce naopak prozkoumávat naprosto všechny investiční nástroje na trhu. Směrnice MiFID II ve své preambuli uvádí, že poradce nemusí nezbytně posuzovat investiční produkty, které jsou na trhu dostupné u všech poskytovatelů nebo emitentů produktů.<sup>218</sup> Je zřejmé, že takový požadavek by bylo v praxi téměř nemožné naplnit. Je tak možné formulovat, že úprava evidentně řeší oba typy extrémů, kdy by na jedné straně byly posuzovány naprosto všechny finanční nástroje všech investičních podniků a také situace, kdy by naopak docházelo k fiktivnímu porovnávání zásadně omezeného vzorku nebo by bylo porovnání zásadně ovlivněno vztahem ke konkrétnímu nástroji či podniku.

Nejasnost naopak zůstává v určení, jaké všechny investiční a finanční produkty má posuzování zahrnovat. Úprava MiFID II v této souvislosti používá spojení jako „*dostatečně široké spektrum produktů od různých poskytovatelů produktů*“ nebo „*dostatečné spektrum finančních nástrojů, které jsou k dispozici na trhu*“.<sup>219</sup> Nabízí se tak varianta, kdy je podle úpravy do posouzení nutné zahrnout pouze takové nástroje, které jsou předmětem regulace MiFID II. Úpravu je však možno vykládat také tím způsobem, že je do posouzení nutno zahrnout také další investiční produkty, a dokonce finanční produkty. Ve druhém zmíněném případě by tak poradce například

---

<sup>217</sup> Srov. článek 24, odst. 4, písm. a) bod ii) směrnice MiFID II.

<sup>218</sup> Srov. recitál 73 směrnice MiFID II.

<sup>219</sup> Recitál 73 a článek 24, odst. 7, písm. a) směrnice MiFID II.

musel zkoumat nástroje kolektivního investování, přímé investice do fyzického zlata a investiční životní pojištění. Hobza pak ve své publikaci dochází k závěru, že „za použití gramatického a systematického výkladu a s ohledem na okruh působnosti MiFID II lze dospět k závěru, že požadavek na posouzení širokého spektra produktů se vztahuje výhradně k investičním nástrojům ve smyslu příslušné přílohy MiFID II, jakkoliv však nevylučuje možnost, aby byly v rámci uplatnění principu odborné péče a v souladu s pravidly řízení střetu zájmů poskytovatelem investiční služby vzaty do úvahy též další kategorie finančních produktů, a to zejména v případě, že je daný poskytovatel investičních služeb zároveň oprávněn k jejich distribuci.“<sup>220</sup> Další upřesnění širší posouzení nám poskytuje prováděcí nařízení MiFID II, které stanoví, že proces výběru zahrnuje následující prvky:

a) počet a různorodost zvažovaných finančních nástrojů jsou úměrné rozsahu služeb investičního poradenství, které nezávislý investiční poradce nabízí;

b) počet a různorodost zvažovaných finančních nástrojů adekvátně reprezentují finanční nástroje, které jsou na trhu k dispozici;

c) množství finančních nástrojů vydaných investičním podnikem samotným nebo subjekty, které mají s investičním podnikem úzké propojení, je úměrné celkovému množství zvažovaných finančních nástrojů a

d) kritéria výběru různých finančních nástrojů zahrnují všechny podstatné aspekty, jako jsou rizika, náklady a složitost, jakož i charakteristiky zákazníků investičního podniku, a zajišťují, aby byl výběr nástrojů, jež mohou být doporučovány, nezaujatý.<sup>221</sup>

Upřesnění, které poskytuje obsah odstavce a) otevírá další důležité téma, které je s nezávislým investičním poradenstvím spojeno a to režim, ve kterém je nezávislé poradenství věcně omezeno. Takový režim umožňuje investičním podnikům, které poskytují nezávislé investiční poradenství, a přitom se zaměřují pouze na určité kategorie nebo spektrum finančních nástrojů poskytovat věcně omezené nezávislé poradenství, a to za dodržení určitých podmínek. První podmínkou je, aby se podnik propagoval takovým způsobem, aby přilákal pouze zákazníky, kteří dávají přednost těmto kategoriím nebo spektru finančních nástrojů.<sup>222</sup> Splněním této podmínky je způsobeno, že je zaprvé zákazník schopen od samého počátku lépe zařadit podnik k adekvátní kategorii nástrojů, a tedy sladit očekávání od takového podniku a jeho služeb. Současně je tímto do jisté míry limitován, a tedy lépe zacílen dosah, respektive cílová skupina takové propagace. Další podmínkou je vyžadování, aby zákazníci uvedli, že mají zájem investovat

<sup>220</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 103.

<sup>221</sup> Článek 53 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>222</sup> Srov. článek 53, odst. 2, písm. a) prováděcího nařízení MiFID II.

pouze do vybrané kategorie nebo spektra finančních nástrojů.<sup>223</sup> Tato podmínka může být vnímána jako určité bezpečnostní opatření, kdy je skrze vyžádání takového souhlasu zákazník veden k nutnosti zvědomění svého rozhodnutí a pochopení, že služba je zaměřena na užší spektrum aktiv. V tomto smyslu jde také o institut vyžadující aktivní konání klienta, a tedy možnost neudělit souhlas s takovým prohlášením. Třetí podmínkou je pak povinnost zajistit, aby před poskytnutím služby byla taková služba pro každého nového zákazníka vhodná.<sup>224</sup> Institutu posouzení vhodnosti jsme se podrobněji věnovali v předcházející části práci. Pro účely této kapitoly je však vhodné doplnit, že vhodností se dle obecných pokynů ESMA rozumí „*celý proces shromažďování informací o zákazníkovi a následného posouzení ze strany podniku, zda je daný investiční produkt pro zákazníka vhodný, a to rovněž na základě důkladného porozumění produktům ze strany podniku, na základě kterého může tyto produkty doporučit nebo do nich na účet zákazníka investovat.*“.<sup>225</sup> Je výslovně uvedeno, že při nesplnění těchto kritérií neposkytne investiční podnik své služby takovému zákazníkovi.<sup>226</sup> V tomto smyslu jde o vcelku logické opatření, neboť pokud je poskytováno věcně omezené investiční poradenství a rozsah posouzení investičních produktů je menší, je také větší riziko, že právě tato oblast služeb nebude odpovídat potřebám klienta a nepůjde o nejvhodnější formu, jak splnit klientovy investiční cíle. Úprava tak explicitně uvádí nutnost validace jak spektra investičních nástrojů, tak obchodní model investičního podniku a rozšiřuje tak rozsah zkoumané vhodnosti.

Prozatím byla analyzována především povinnost posouzení dostatečného spektra finančních nástrojů, která dopadá primárně na samotný proces poradenství. Úprava však explicitně osvětluje také cíl, kterého má být tímto postupem a procesem dosaženo. Tím je splnění investičních cílů zákazníka.<sup>227</sup> Takto definovaný důvod může ve svém efektu umocnit pozitivní orientaci na cíle a potřeby zákazníka a současně nepřímou logicky doplňuje celé souvětí o fakt, že kritéria, podle kterých jsou srovnávány a posuzovány finanční nástroje by měla být přímo vázána na investiční cíle a v konečném důsledku tedy na dosažení výsledku. Vedlejším efektem této orientace na cíle zákazníka pak může být fakt, že poradce musí své poradenství vést takovým způsobem, aby dokázal cíle zákazníka kvalitně zjistit. Poradenský proces, který je ve svém provedení pouhým prodejem finančních nástrojů a přesvědčováním zákazníka o výhodnosti

---

<sup>223</sup> Srov. článek 53, odst. 2, písm. b) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>224</sup> Srov. článek 53, odst. 2, písm. c) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>225</sup> ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 22.5.2020]. s. 6. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)

<sup>226</sup> Srov. článek 53, odst. 2, písm. c) prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>227</sup> Srov. článek 24, odst. 7, písm. a) směrnice MiFID II.

takové nabídky, by tak byl v přímém rozporu s touto podmínkou. Jádrem nezávislého investičního poradenství by tak měl být klient a jeho potřeby i cíle, nikoliv poradce a jeho zájem na prodeji konkrétních finančních produktů. Z úpravy pak vyplývá povinnost kumulativního splnění všech výše popsaných podmínek a v tomto ohledu se jeví jako naprosto vhodné posuzovat splnění podmínek pro nezávislé poradenství tímto způsobem. Autor práce je totiž přesvědčen, že ve svém důsledku totiž samotné naplnění podmínek kvalitní analýzy investičních produktů, a to, byť i z dostatečně širokého spektra nemusí znamenat, že je poradenství kvalitní, pokud kvalitou myslíme splnění cíle zákazníka. Právě stanovením podmínky, aby analytický proces poradce vedl hlavně k vhodnému naplnění investičních cílů zákazníka jsou prakticky nastavena jasná kritéria pro poradce, dle kterých by měl konat. Můžeme proto tento bod uzavřít tím, že zkoumaná úprava skrze ustanovení o nutnosti posouzení dostatečného spektra finančních nástrojů, na to navazující omezení a explicitní stanovení cíle, tedy vhodnosti pro klienta stanovuje jak kvantitativní, tak kvalitativní východiska, na kterých by měla být založena práce nezávislých investičních poradců.

Na závěr tohoto bodu také uvedme, že výše popsaná úprava má ještě další efekt, o kterém zatím bylo psáno pouze nepřímo. Tím je, že mnohé investiční podniky jsou prakticky přímo vyloučeny z možnosti poskytovat své služby v nezávislém režimu. Vyloučenými subjekty jsou takové, které mají nabídku produktů omezenou pouze na své vlastní investiční produkty nebo na produkty podniků, se kterými mají úzké vazby ve smyslu předmětné úpravy.<sup>228</sup> Prováděcí nařízení MiFID II explicitně stanovuje, že „*pokud takové porovnání není s ohledem na obchodní model nebo specifický rozsah poskytovaných služeb možný, investiční podnik poskytující investiční poradenství nevystupuje jako nezávislý*.“<sup>229</sup> Zajímavým případem by pak mohla být situace, kdy podnik sice nabízí pouze svůj vlastní investiční nástroj, který ale umožňuje nepřímý vstup do nástrojů třetích stran, se kterými nemá tento podnik úzké napojení. Takovým příkladem by mohla být nabídka nástroje kolektivního investování ve formě střešního fondu, který umožňuje vstup do dalších podfondů a pozic. Ani v tomto případě však po prověření všech kritérií nelze dojít k jinému závěru, než, že nejsou splněny podmínky pro poskytování nezávislých investičních služeb, což plyne z názoru ESMA vyjádřeného v souboru otázek a odpovědí.<sup>230</sup>

---

<sup>228</sup> Srov. článek 24, odst. 7, písm. a) bod i) a ii) směrnice MiFID II a článek 52, odst. 4 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>229</sup> Článek 53 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

<sup>230</sup> ESMA. *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (ESMA35-43-349)* [online]. 28.5.2020 [cit. 6.6.2020], s. 55. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)

### 3.3.4. Přijímání pobídek souvisejících s poskytovaným poradenstvím

Dalším aspektem, který zřejmě bude ovlivňovat nezávislost investičního poradenství je odměna, která bude za takové poradenství poskytnuta. Přijímání pobídek souvisejících s poskytováním poradenství je tak samostatnou oblastí úpravy. Není to však jen regulátor, který řeší tuto oblast. Obecnější téma nákladů a poplatků spojených s investováním se stalo za poslední roky globálním tématem jak drobných investorů, tak institucí, což velmi dobře demonstruje masivní přesun prostředků drobných investorů z aktivně řízených podílových fondů s vysokými náklady do pasivně řízených indexových fondů.<sup>231</sup> Této problematice jsme se podrobněji věnovali v první části práce a nyní můžeme rozvíjet. Také nejnovější studie společnosti J.P.Morgan Asset Management ukazují na zvýšený zájem institucionálních investorů o pasivní a ETF nástroje.<sup>232</sup> Lze odhadovat, že trend zvýšené obezřetnosti vůči nákladovosti spojené s investováním se dlouhodobě nevyhne ani oblasti odměn investičních poradců. Naopak z pohledu poradců lze důvodně předpokládat, že výše provize, výhody či jiné odměny může být v praxi důležitým kritériem i pro samotného poradce. V této souvislosti lze také zmínit například nebezpečí střetu zájmů, kdy na základě vhodně provedené analýzy spektra investičních nástrojů může vyplývat, že pro naplnění cílů klienta jsou vhodné určité nástroje, avšak z pohledu výše provize či odměny by pro poradce byly vhodné nástroje jiné. Jak již bylo rozebráno v první části práce, nákladovost lze obecně zkoumat také z pohledu nákladovosti samotného investičního nástroje například ve smyslu odměny pro správce či emitenta. Pro úplnost uveďme, že náklady investičního nástroje bývají obvykle označeny zkratkou Total Expense Ratio (tzv. TER) vyjadřující náklady jako procento z celkových aktiv vynaložených na pokrytí provozních a správních nákladů.<sup>233</sup> Druhou kategorií je samotná odměna pro poradce. Pro účely detailnějšího rozboru podmínek poskytování nezávislého poradenství bude nyní téma nákladovosti investic zúženo na provize, poplatky a výhody pro poradce. Směrnice MiFID II uvádí ve svých důvodech pro novou úpravu mimo jiné cíl posílení ochrany investora a to tím, že budou zákazníci lépe obeznámeni se službou, která se jim poskytuje skrze přesnou znalost nákladů a poplatků.<sup>234</sup> V případě nezávislého poradenství to pak znamená, že investiční podnik, který poskytuje nezávislé investiční poradenství „nepřijme a neponechá si poplatky, provize ani jiné peněžní či nepeněžní výhody hrazené či poskytnuté třetí

---

<sup>231</sup> BOGLE, John a David SWENSEN. *Common sense on mutual funds – fully updated 10th anniversary*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2009. ISBN: 0470138130. s. 155-156.

<sup>232</sup> J.P. Morgan Asset Management. *Global ETF study 2019* [online]. [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/regional/en/insights/portfolio-insights/etf/etf-study-en.pdf>

<sup>233</sup> Farlex Financial Dictionary. *Expense ratio* [online]. 2009 [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/expense+ratio>

<sup>234</sup> Srov. recitál 74 směrnice MiFID II.

*stranou nebo osobou jednající jménem třetí strany, pokud jde o poskytování této služby zákazníkům.*<sup>235</sup> Lze uvažovat, že použité spojení nepřijme a neponechá je v praxi provedeno tím, že investiční podnik v rámci poskytnutí nezávislého poradenství za samotnou radu vůbec žádnou odměnu od třetí strany v souvislosti s touto službou nepřijme, případně takovou odměnu vrátí klientovi v plné výši. Prováděcí směrnice MiFID II upřesňuje, že investiční podniky, které poskytují nezávislé investiční poradenství nebo služby správy portfolia, vrátí zákazníkům veškeré poplatky, provize nebo peněžní výhody, které jim zaplatila nebo poskytla třetí strana nebo osoba jednající jménem třetí strany v souvislosti se službami poskytnutými tomuto zákazníkovi, a to co nejdříve po jejich přijetí a také, že *„všechny poplatky, provize nebo peněžní výhody obdržené od třetích stran v souvislosti s poskytnutím nezávislého investičního poradenství a služeb správy portfolia se v plném rozsahu převedou na zákazníka.*“<sup>236</sup> Současně musí takový podnik zavést takovou politiku a mechanismus, aby systém vrácení fungoval vůči jednotlivým zákazníkům, což v praxi může znamenat zvýšené nároky na technickou infrastrukturu, tedy evidenci a párování takových jednotlivých plnění s jejím vrácením konkrétním zákazníkům.<sup>237</sup> Lze předpokládat, že ve svém důsledku může tento požadavek mít dopad i na provizní a výplatní systém dalších subjektů, které vyplácí provize investičním podnikům, a to například v případě souhrnných objemových provizí za aktiva pod správou, které bude nutno evidovat takovým způsobem, aby bylo možno identifikovat konkrétní částku ke konkrétnímu zákazníkovi a jeho investičním nástrojům. Autor práce se domnívá, že by tato pravidla v praxi mohla vést k tomu, že povinný subjekt nebude od třetích stran taková plnění vůbec vyžadovat s cílem ulehčit přeúčtování poplatků a vrácení klientům a rovnou bude zavádět takové ceníky a modely, které počítají pouze s přímou platbou od klienta za kvalitní službu. Investiční podniky také musí zákazníky informovat o poplatcích, provizích a veškerých peněžních výhodách, které na ně převedly.<sup>238</sup>

### **3.3.5. Drobné nepeněžní výhody**

Směrnice MiFID II také pamatuje na oblast drobných nepeněžních výhod, které mohou v praxi představovat problematickou výzvu a stanovuje, že *„zákaz přijímaní a ponechání se nevztahuje na drobné nepeněžní výhody, které mohou zvýšit kvalitu služby poskytované zákazníkovi a které s ohledem na svůj rozsah a povahu nemohou být považovány za výhody narušující dodržování povinnosti investičního podniku jednat v nejlepším zájmu zákazníka; tyto*

---

<sup>235</sup> Článek 24, odst. 7, písm. b) směrnice MiFID II.

<sup>236</sup> Článek 12, odst. 1 prováděcí směrnice MiFID II.

<sup>237</sup> Srov. článek 12, odst. 1 prováděcí směrnice MiFID II.

<sup>238</sup> Srov. článek 12, odst. 1 prováděcí směrnice MiFID II.



výhody musí být jasně sděleny“.<sup>239</sup> Z takovéto úpravy vyplývají dvě základní kritéria, které mají být kumulativně naplněny. Tou první je, že nepeněžní výhoda má mít potenciální schopnost zvýšit kvalitu služby. Druhým kritériem je, že svým rozsahem a povahou nenaruší povinnost jednat v nejlepším zájmu zákazníka. Prováděcí směrnice MiFID II konkretizuje, co lze považovat za přijatelné drobné nepeněžní výhody:

*„a) informace nebo dokumenty, které se týkají finančního nástroje nebo investiční služby, mají obecnou povahu nebo jsou přizpůsobeny požadavkům dané osoby a odrážejí situaci daného zákazníka;*

*b) písemný materiál od třetí strany, který byl zadán a zaplacen korporátním emitentem nebo potenciálním emitentem s cílem propagovat novou emisi společnosti, nebo v případě, že emitent smluvně zaangažoval a zaplatil třetí stranu, aby takovýto materiál průběžně vytvářela, je-li jejich vztah v materiálu jednoznačně popsán a je-li materiál současně k dispozici všem investičním podnikům, které si přejí jej obdržet, nebo široké veřejnosti;*

*c) účast na konferencích, seminářích či jiných školicích akcích zaměřených na výhody a vlastnosti konkrétního finančního nástroje nebo investiční služby;*

*d) pohostinství rozumné malé hodnoty, např. potraviny a nápoje nabízené během obchodního setkání nebo konference, semináře či jiné školicí akce uvedené v písmeni c), a*

*e) jiné drobné nepeněžní výhody, o nichž má některý z členských států za to, že zvýší kvalitu služby poskytované zákazníkovi, a které jsou vzhledem k celkové úrovni výhod poskytnutých jedním subjektem nebo skupinou subjektů takového rozsahu a povahy, že pravděpodobně nebudou mít nepříznivý vliv na plnění povinnosti investičního podniku jednat v nejlepším zájmu zákazníka.“<sup>240</sup>*

Pro všechny přijatelné drobné nepeněžní výhody pak platí, že jsou „rozumné a přiměřené a mají takový rozsah, aby bylo pravděpodobné, že neovlivní chování investičního podniku způsobem, který by poškozoval zájmy daného zákazníka.“<sup>241</sup> Klíčová je také povinnost informovat zákazníka před poskytnutím dané investiční či doplňkové služby alespoň obecným popisem o takových výhodách, respektive povinnost tyto výhody jasně sdělit.<sup>242</sup>

<sup>239</sup> Článek 24, odst. 7, písm. b) MiFID II.

<sup>240</sup> Článek 12, odst. 3 prováděcí směrnice MiFID II.

<sup>241</sup> Článek 12, odst. 3 prováděcí směrnice MiFID II.

<sup>242</sup> Srov. článek 24, odst. 7, písm. b), věta první směrnice MiFID II a článek 12, prováděcí směrnice MiFID II.

### 3.4. Tuzemská úprava nezávislého poradenství

Směrnice MiFID II přinesla do tuzemského právního řádu mimo jiné také změny v oblasti nabízení a poskytování investičních služeb, konkrétně nové povinnosti a limity pro subjekty, které je poskytují. Takovými subjekty jsou zejména obchodníci s cennými papíry a investiční zprostředkovatelé. Právě zavedení režimu nezávislého a nikoli nezávislého poradenství je jednou ze zásadních novinek. Principy a pravidla, které evropská úprava spojuje s institutem nezávislého poradenství se do českého právního řádu promítají především v ZPKT. Hovoříme-li proto o nezávislém či nikoli nezávislém poradenství, je tím myšlen režim poskytování služeb, kterými ve smyslu ZPKT myslíme hlavní investiční služby spočívající v investičním poradenství a obhospodařování majetku zákazníka.<sup>243</sup> V této části práce proto může být o těchto dvou hlavních investičních službách psáno jednoduše jako o službách či investičních službách. Jelikož je nezávislé poradenství spojeno s pravidly, které se projevují především při jednání se zákazníkem, je logické, že se změny projevily hlavně v úpravě pravidel jednání se zákazníky, a to jak na obecné úrovni, tak v oblasti nabízení a doporučování investičních nástrojů a informování zákazníků. V předcházející části práce byla popsána hlavní kritéria, dle kterých je možno z pohledu MiFID II označit službu a poskytnout ji v režimu nezávislého poradenství. V dalším textu jsou porovnána kritéria stanovená tuzemskou právní úpravou.

#### 3.4.1. Zákaz přijímání peněžitých odměn či nepeněžitých výhod

Tuzemská úprava přebírá tato kritéria bez větších změn. Proto, pokud je zákazník informován, že je mu investiční služba poskytována nezávisle, nesmí si poradce, respektive příslušný subjekt poskytující službu v souvislosti s touto službou ponechat peněžitou odměnu či přijmout nepeněžitou výhodu.<sup>244</sup> Tuzemská úprava v této souvislosti používá pojmu pobídka, kterou definuje jako úplatu nebo jinou peněžitou úhradu nebo nepeněžitou výhodu, včetně výzkumu a připouští ji za podmínky, kdy má přispět ke zlepšení kvality poskytované služby a není v rozporu s poskytováním služeb s odbornou péčí případně za dalších podmínek.<sup>245</sup> Právní úpravu definice pobídek včetně definice neurčitého právního pojmu zlepšení kvality poskytované služby je více upraven ve vyhlášce ČNB č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb. V principu vychází z toho, že pobídka je spojena s poskytnutím služby na vyšší úrovni, tedy vyšší kvality nebo s poskytnutím dodatečné služby, tedy vyšší kvantity. Poskytnutá služba pak musí být úměrná hodnotě obdržené pobídky a splňovat další

---

<sup>243</sup> Srov. §4 odst. 2, písm. a) a písm. b) a §15 odst. 5 ZPKT.

<sup>244</sup> Srov. §15 odst. 5 ZPKT.

<sup>245</sup> Srov. §15 odst. 4, písm. a) a b) a odst. 5 ZPKT.

podmínky.<sup>246</sup> Dále je vhodné poukázat na existenci dalších metodických materiálů, které byly publikovány orgány ESMA a problematikou pobídek se rovněž zabývají.<sup>247</sup> Pro úplnost uvedme, že ve věci přípustnosti pobídek v režimu nezávislého, a nikoli nezávislého poskytování služeb jsou dostupné informace také v souboru odpovědí České národní banky.<sup>248</sup> Pro naše účely ale můžeme uzavřít tím, že v případě nezávislých investičních služeb je pobídka v tomto smyslu obecně nepřipustná. Tuzemská úprava převzala také výjimku v případě menších nepeněžitých výhod, o kterých je zákazník srozumitelně informován a které mohou přispět ke zlepšení kvality poskytované služby a nevede k porušení povinnosti jednat v nejlepším zájmu zákazníka.<sup>249</sup> Význam pojmu menší nepeněžitá výhoda je upřesněn ve výše uvedené vyhlášce a pro naše účely jen můžeme uvést, že jde například o účast na konferencích či školicích akcích, propagační dokumenty či pohoštění malé hodnoty během obchodních setkání.<sup>250</sup> Poradce, respektive subjekt poskytující investiční služby v nezávislém režimu má pak povinnost bez zbytečného odkladu po jejich přijetí přenést zákazníkům veškeré pobídky, které obdržel v souvislosti s touto službou, a to v plném rozsahu a má také povinnost informovat zákazníka zejména formou pravidelných zpráv o pobídkách, které na něho přenesl.<sup>251</sup> Všechny tyto povinnosti platí nejen pro obchodníky s cennými papíry ale také pro investiční zprostředkovatele, avšak s vědomím, že tito nemohou poskytovat službu obhospodaření portfolia.

### 3.4.2. Posouzení dostatečného množství investičních nástrojů

Druhou skupinou povinností, které se vážou na poskytování investičních služeb v režimu nezávislého poradenství je posouzení dostatečného množství investičních nástrojů, aby mohly být naplněny investiční cíle zákazníka. I v této oblasti je tuzemská úprava v zásadě věrna své evropské předloze. Jak v případě evropské úpravy, tak v případě úpravy tuzemské se do popředí dostává otázka kvality a rozsahu posuzování, respektive analýzy investičních nástrojů. Právní úprava ve znění ZPKT stanovuje povinnost „posoudit dostatečné množství investičních nástrojů dostupných

---

<sup>246</sup> Srov. §14 vyhlášky ČNB č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

<sup>247</sup> Například ESMA. *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (ESMA35-43-349)* [online]. 30.5.2020 [cit. 12.6.2020]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)

<sup>248</sup> ČNB. *Soubor odpovědí ČNB ze dne 22.3.2019, k přípustnosti pobídek na kapitálovém trhu* [online]. 22.3.2019 [cit. 22.2.2020], k dispozici z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_pripustnosti\\_pobidek\\_na\\_kapitalovem\\_trhu.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_pripustnosti_pobidek_na_kapitalovem_trhu.pdf)

<sup>249</sup> Srov. §15 odst. 5 ZPKT.

<sup>250</sup> Srov. §15 a §16 vyhlášky ČNB č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

<sup>251</sup> Srov. §15 odst. 1 a 2 vyhlášky ČNB č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

*na trhu, které jsou dostatečně různorodé z hlediska jejich druhu a emitentů nebo osob, které vytvářejí investiční nástroje, tak, aby mohly být odpovídajícím způsobem naplněny investiční cíle zákazníka.“*<sup>252</sup> To vše za zákazu omezení rozsahu pouze na nástroje a produkty vytvořené přímo posuzujícím subjektem, osobami s úzkým propojením nebo s vazbami, které představují riziko narušení nezávislosti, tedy za aplikování stejného zákazu, jako evropská předloha.<sup>253</sup>

### **3.5. Závěr čtvrté části**

V této části práce jsme se věnovali institutu, který umožňuje poskytovat některé investiční služby v nezávislém režimu, jakož i podmínkám a pravidlům, která jsou s tímto režimem poskytování služeb spojena. Následuje resumé autora této části práce a souhrn analyzovaných informací.

Stanovuje-li si směrnice MiFID II jako jeden ze svých cílů zvýšení ochrany investorů, může být zavedení institutu nezávislého poradenství, respektive nezávislého poskytování služeb jedním z klíčových pilířů naplnění cíle. Jasná pravidla a omezení pro označení služby jako nezávislé zabraňuje zneužití tohoto pojmu při distribuci investičních nástrojů klientům a pomáhá zvyšovat rozeznatelnost hranice mezi provizním poradenstvím a skutečným nezávislým poradenstvím. Samotná existence úpravy by měla působit nejen jako odstrašení proti nekalým praktikám prostých prodejců, kteří se vydávají za nezávislé poradce, avšak musí také vytvářet pevnou konstrukci, na které mohou vyrůst zcela nové služby a subjekty, kteří vidí v poskytování skutečně nezávislých služeb novou příležitost pro sebe i pro klienty. Z pohledu klientů by pak existence investičních služeb, které jsou poskytovány nezávisle mohly být dalším důvodem pro postupné zvyšování kvality služeb poskytovaných na trhu. Tomu pomáhá skutečnost, že jak evropská, tak tuzemská úprava aktivně a vcelku explicitně pracuje se slovním spojením naplnění investičních cílů zákazníka, které má být finálním výsledkem poskytnuté služby.

Zkoumaná úprava staví institut nezávislého poradenství na dvou základních podmínkách, respektive pilířích. Těmi je jednoduše řečeno kvalita služby ve smyslu posouzení dostatečného množství investičních nástrojů a dále zákaz přijímání pobídek od třetích stran v souvislosti s poskytováním této služby. Z pohledu autora práce jsou tyto dvě oblasti vhodně vybraným základem, neboť se týkají dvou základních předpokladů, na kterých by měla být postavena kvalitní služba. Nemožnost přijímání pobídek třetích stran ve smyslu úpravy zcela evidentně navádí subjekty poskytující poradenství k zavedení nových modelů odměňování, ve kterých se motivace

---

<sup>252</sup> §15 c odst. 4. ZPKT.

<sup>253</sup> Srov. §15c odst. 5 ZPKT a článek 24, odst. 7, písm. a) bod i) a ii) směrnice MiFID II.

klientů a poradců značně přibližují případně jsou naprosto stejné. Rámcově lze v této souvislosti uvažovat o modelech placení hodinových sazeb za práci poradců, která je zcela běžná v jiných oborech či o modelech postavených na splnění cílů klientů a na to navazujících odměn poradců (např. success-fee modely).<sup>254</sup> Právě stejná finanční motivace klienta i poradce je z pohledu autora této práce naprosto klíčovým prvkem, který může zásadně odlišovat nezávislé poskytování služeb od jiných forem distribuce investičních nástrojů.

Současně je však nutné upozornit na možná úskalí a paradoxní efekty, které mohou v praxi nastat. Příchod nových modelů odměn spojených s nezávislým poradenstvím totiž neznamená také zvýšení dostupnosti nezávislého poradenství u retailových klientů. Nová pravidla a povinnosti nezávislého poradenství totiž znamenají také vyšší nároky na samotné poradce, respektive subjekty poskytující takové služby a tím i vyšší náklady. Nelze také opomenout, že transparentnost, kterou mají nezávislé investiční služby přinést mohou v praxi znamenat také složitější obchodní argumentaci, a to na trhu, kde je distribuce postavená na provizních modelech a majorita retailových klientů nedisponuje vysokou mírou finanční gramotnosti, jak opět ukázal nejnovější výzkum České bankovní asociace.<sup>255</sup> Finanční a investiční rozhodování je totiž ovlivněno různými psychologickými aspekty a emocemi.<sup>256</sup>

Z pohledu autora je dalším možným úskalím také možné nepochopení klienta v čem je výhoda nezávislého poradenství, což může být umocněno vyšší cenou za takové služby a v protikladu stojící jednoduchostí prodejní argumentace u produktů, které jsou založeny na provizním odměňování. V této souvislosti uveďme abstraktní příklad, který však z pohledu autora může ilustrovat a zrcadlit skutečnost na trhu v ČR. Příkladem je klient, kterému byly dlouhá léta nabízeny služby finančním poradcem způsobem, ze kterého nabyt nepravdivého dojmu, že poradce provádí nezávislé srovnávání dostupných produktů a investičních nástrojů na trhu. Takové produkty mu byly zprostředkovávány provizním způsobem, ze kterého klient nabyt dojmu, že za službu poradci nic neplatí a jeho provizi vnímá spíše jako nevyhnutelný administrativní poplatek třetí straně (např. vstupní poplatek do podílového fondu), který mu byl stržen až po realizaci samotné investice a obvykle v jediné platbě. Takto například klient poslal 200 tisíc korun a byl mu na úrovni podílového fondu stržen poplatek 5 % z investované částky. Pokud bude takový klient konfrontován se službou nezávislého poradenství, která splňuje všechny zákonné požadavky, může se ptát, proč najednou platit předem za poradenství (například hodinovou sazbu za sezení

---

<sup>254</sup> Corporate Finance Institute. *What is a Success Fee?* [online]. 2020 [cit. 14.6.2020]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/success-fee/>

<sup>255</sup> ČBA. *Finanční gramotnost Čechů 2019* [online]. 18.9.2019 [cit. 1.7.2019]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/financni-gramotnost-cechu-2019>

<sup>256</sup> SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4. s. 193.

s poradcem) a lze předpokládat, že bude nutné správně vyargumentovat výhody, které mu nezávislé poradenství může přinášet, když z klientova pohledu už dnes dostává výběr toho nejlepšího na trhu, a to za údajný zlomek ceny. Investování je obecně vzato samo o sobě vcelku složité téma, které již dnes naráží na mnohé limity finanční gramotnosti veřejnosti v ČR a lze odhadovat, že režim nezávislého poradenství tak bude v současné tržní praxi aplikován a přijímán postupně. Dalším rizikem, které je spojeno s tímto institutem je z pohledu autora práce skutečnost, že se nezávislé poradenství stane exkluzivní službou omezeného vzorku velmi kvalitních poradců, kteří budou službu poskytovat za finančních podmínek, které budou dostupné pouze investorům s většími finančními možnostmi. V každém případě tak bude zajímavé sledovat, jaké konkrétní modely poradenství a jakou cílovou skupinu si nezávislé poradenství najde a za jak dlouho, případně zda vůbec někdy bude plnohodnotnou alternativou provizního modelu poradenství a bude mít na trhu poradenství znatelný podíl. V tomto smyslu si autor práce klade nezodpovězenou otázku, jakým způsobem vést evidenci či získávat informace o rozsahu režimu nezávislého poradenství na tuzemském trhu pro statistické účely.

Pokud jde o druhou podmínku, respektive charakteristiku spojenou s nezávislým poradenstvím, je jím širě okruhu posuzovaných investičních nástrojů. Z pohledu autora této práce je vhodné pozitivně hodnotit směr, kterým se vydal regulátor, neboť právě dostatečná širě posouzení nástrojů a řešení na trhu jsou ve svém důsledku klíčovým aspektem, které může znamenat drastické zvýšení kvality služeb i nároků na poradce. Výsledek snah regulátora by mohl v praxi znamenat, že bude na trhu v široké míře dostupná služba, která klientovi zajistí skutečně kvalitní porovnání investičních možností a kritériem takového porovnání budou právě individuální potřeby a cíle konkrétního klienta. V kontextu výše diskutovaného modelu odměny by pak poradce vybíral pouze a jenom na základě výhodnosti pro klienta a zcela by se vymazal možný střet zájmů, kdy poradce vybírá produkty podle výše provize, který za takový obchod získá. V aplikační praxi těchto nových pravidel však můžeme velmi brzy narazit na praktické nedostatky. Požadavky MiFID II a prováděcí směrnice MiFID II na posouzení spektra investičních nástrojů jsou bohužel stále vcelku nejednoznačné a převzatá podoba úpravy ZPKT tak může mít za následek aplikační problémy a snížení míry právní jistoty adresátů nové regulace.<sup>257</sup> Povinnost neomezit posuzování pouze na investiční nástroje emitované či poskytované spřízněným subjektem je z pohledu autora práce logická a vcelku bezproblémová. Na druhé straně ale bude nutné zvažovat, kde přesně se nalézají hranice širě posuzování nástrojů ve smyslu typu takového nástroje, a to jak ve smyslu kategorie dle příslušné přílohy MiFID II, tak především ve smyslu

---

<sup>257</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 105.

dalších charakteristik investičních nástrojů. Zcela otevřenou otázkou je pak případ, kdy MiFID II poskytovateli investičních služeb přímo neumožňuje zaměření na některé kategorie investičních nástrojů, bez ohledu na další specifika. Jedná se o poskytovatele investičních služeb působící v národním režimu na základě nepovinné výjimky zakotvené MiFID II. Zde si v kontextu tuzemské úpravy možno představit institut investičního zprostředkovatele, který může na základě prováděcí národní legislativy poskytovat své služby pouze ve vztahu k vybraným investičním nástrojům.<sup>258</sup> Z logiky věci tedy můžeme říci, že v tomto případě lze uvažovat pouze o poskytování služeb v režimu věcně omezeného nezávislého poradenství a možná dokonce o nezávislém poradenství nelze hovořit vůbec, neboť takový subjekt bude, na rozdíl od harmonizovaného poskytovatele investičních služeb omezen již na základě samotné směrnice a tedy nebude schopen posoudit dostatečně široký okruh investičních nástrojů z pohledu jejich typu a kategorie.<sup>259</sup> I v případě, kdy je subjekt k takovému širokému posouzení oprávněn lze vznést otázku, jak konkrétně bude schopen realizovat takové posouzení a zda bude schopen na jedné straně vybrat dostatečně relevantní vzorek a reprezentaci nástrojů na trhu a na straně druhé, zda se mu podaří posuzovat takové nástroje dle všech potřebných kritérií v souladu s principem odborné péče a s relevantní aplikací konkrétních cílů konkrétního klienta. Technologický pokrok, který zažívá finanční a investiční sektor naplňuje autora práce optimismem, že technicky bude možné takováto kritéria naplnit. Úspěšné prokázání splnění takových kritérií si ale bude muset počkat na aplikační praxi. Náklady na takové technické řešení jsou pak samy o sobě velkou neznámou.

Můžeme proto uzavřít tuto část práce vyjádřením názoru autora, že na základě analýzy nové úpravy a na základě zvážení všech právních i praktických aspektů je institut nezávislého poradenství krokem kupředu, jež má velký potenciál na zvýšení kvality investičních služeb a tím i na zvýšení ochrany investorů. Jde o institut, který může klientům přinášet skutečně velmi kvalitní službu a postupně může být jedním z hybatelů změny celého trhu investičního poradenství. Na straně druhé je bohužel stále spojen se značnou právní nejistotou, která může zapříčinit sníženou ochotu subjektů s tímto novým institutem v praxi experimentovat. Lze tak doporučit, aby se regulátor vhodně zabýval především otázkou lepšího vymezení širě posuzovaných investičních nástrojů a otázkou věcné omezenosti ve smyslu hranice uznatelnosti, že jde stále o dostatečnou šíři.

---

<sup>258</sup> Srov. článek 3 odst. 1 písm. a) směrnice MiFID II a §29 odst. 3) ZPKT.

<sup>259</sup> HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 106.

## Závěr

Téma, které bylo zpracováno v této práci nese název „*Vybrané otázky poslední fáze transpozice MiFID II do českého právního řádu*“. Problematika regulace finančních trhů je dynamickou oblastí, která stále prochází procesem sjednocování v rámci Evropské unie. Stejně tak samotné finanční trhy jsou významně ovlivňovány novými trendy a rychlostí pokroku. První část této práce se proto zaměřila na nedávné události, jakož i současné aspekty, které mají významný vliv nejen na dění na trzích ale také na názor veřejnosti a přístup regulátora. S vědomím, že samotná směrnice MiFID II odkazuje na nedostatky zjištěné během hypoteční krize z let 2008 a 2009 bylo pojednáno nejen o finančních krizích, ale o obecných aspektech volatility, se kterou je dění na finančních trzích neodmyslitelně spojeno. Jelikož je trh svým způsobem výsledkem interakcí a chování jeho účastníků byly vzaty do úvahy také nové poznatky na poli psychologie a behaviorální ekonomie, které mají potenciál nejen měnit naše pohledy na dění na trzích a chování jednotlivých účastníků, ale možná budou vstupovat také do úvah o podobě budoucích regulací. Globalizace finančních trhů, jež je jedním z výrazných trendů současnosti byla analyzována v kontextu aktuálního rozdělení bohatství ve společnosti. Na základě zjištění, že struktura finančních aktiv jednotlivce a domácností je podstatný prvek pro schopnost dlouhodobě budovat bohatství byla provedena analýza a komparace situace v ČR a u nejbohatších skupin obyvatel světa. Zjištěné poznatky byly následně rozšířeny o okruh kolektivního investování v ČR i zahraničí a byly diskutovány nejen nejnovější trendy v podobě nárůstu pasivního investování ale též role nákladů při dlouhodobém investování a některé problematické aspekty současného systému odměn správců fondů. Účelem výstavby této ideové a názorové mozaiky podnětů a praktických aspektů finančních a kapitálových trhů bylo naplnění jednoho z cílů práce, který byl definován jako zasazení následně zkoumané právní problematiky do širšího kontextu.

Primárním cílem práce bylo na základě úpravy směrnice MiFID II provést identifikaci vybraných institutů a oblastí a provést základní analýzu jejich právní úpravy a porovnání s tuzemskou právní úpravou. Hlavní ideový směr analýzy byl v práci zaměřen na oblast investičního poradenství s poradenským prvkem a byly proto postupně definovány oblasti jako například všeobecné zásady k zajištění ochrany neprofesionálních investorů, zásady odborné péče, znalost a odbornost osob poskytující investiční služby, a především pak rozsáhlejší oblasti jako posouzení vhodnosti a oblast nezávislého a nikoli nezávislého investičního poradenství.

Navazujícím cílem této práce bylo navíc provést základní zhodnocení analyzované právní úpravy a lze proto konstatovat, že mnohé ze zkoumaných oblastí prošly významnými změnami. Evidentní je především větší tlak na zvyšování odborné způsobilosti osob, které poskytují investiční služby. V této souvislosti lze pozitivně hodnotit platnou právní úpravu, která oproti



minulosti zavádí povinnosti na poli prokázání odborné způsobilosti a skrze zavedení institutu akreditované osoby je navíc tento požadavek vhodně přenesen na soukromé osoby. V případě poskytování investičních služeb s poradenským prvkem je pak možno pozitivně hodnotit ukotvený institut posouzení vhodnosti, který je v obecné rovině možno označit za pomyslný garanční nástroj, jež má zajistit, že výsledek konkrétní investiční služby bude vhodný pro klienta. Na jedné straně je tak možno pozitivně hodnotit cíle a ideový základ tohoto institutu, jakož i samotné právní pojetí, kdy jsou vcelku jasné důvody, cíle i rámcové způsoby naplnění z toho plynoucích povinností. Na straně druhé je ale znát místy nedostatečná specifikace obecných právních pojmů, při aplikaci na konkrétní případy a například znatelná absence rozsáhlejší unifikace podoby souvisejících nástrojů jako je investiční dotazník.

Samostatným i když úzce souvisejícím zkoumaným institutem je pak poskytování investičního poradenství, které je dle nové úpravy možno poskytovat v nezávislém a nikoli nezávislém režimu. Skrze analýzu a rozbor posouzení vhodnosti ve druhé části práce byla třetí část věnována právě režimu, ve kterém mohou být povinnosti mimo jiné aplikovány. Je-li cílem regulátora skrze institut vhodnosti zajistit ochranu neprofesionálního investora a zajistit, že budou například konečné investiční nástroje plně odpovídat klientovi ve smyslu jeho cílů, majetkových možností či rizikového profilu, může být režim nezávislého poradenství vnímán jako další nástroj vedoucí mimo jiné k podobnému cíli. Na základě analýzy obou režimů poradenství a definování jejich imanentních atributů i rozdílné míry povinností je možno říct, že jasná úprava nezávislého poradenství je vhodným krokem, a to z několika důvodů. Předně vůbec samotná existence tohoto institutu a jeho parametrů pomáhá zabraňovat nepřesným či vyloženě nekalým označením některých služeb za nezávislé. Současně jsou regulátorem stanoveny logické a v praxi zdá se rozpoznatelné podmínky pro oba režimy. V tomto smyslu nezávislé poradenství z platné právní úpravy vychází jako nadstandardní a exkluzivnější služba, což by v praxi doufejme mohlo přilákat zájem klientů a tím vytvořit předpoklad pro vybudování kvalitní infrastruktury nezávislých poradců v ČR. Bohužel jsou z úpravy zřejmé také značné nedostatky, a to především ve smyslu nejasnosti mnohých pravidel při jejich praktické aplikaci. Právě tyto obecné a výkladově víceznačné pojmy jako například v oblasti spektra rozsahu posuzovaných investičních nástrojů či zahrnutí všech podstatných kritérií do takové analýzy mohou způsobovat nižší míru právní jistoty adresátů těchto pravidel. Na tomto místě a na základě zjištěného je také možno vyslovit závěr, že zkoumané instituty v podobě tuzemské právní úpravy mají významný potenciál posílit ochranu neprofesionálních investorů a pozitivně ovlivnit kvalitu a způsob poskytování investičních služeb s poradenským prvkem.

Práci je tedy možno uzavřít tvrzením, že se podařilo naplnit cíle práce a se zachycením současného kontextu a situace na finančních a kapitálových trzích byly analyzovány vybrané oblasti poslední fáze transpozice MiFID II do českého právního řádu v adekvátní míře, která zachovala vědomí širšího kontextu a propojenosti zkoumané materie a současně byly identifikovány možné další směry pro případné budoucí podrobně zaměřené bádání již jen úzce zaměřených oblastí.

## Seznam použitých zkratek

AKAT	Asociace pro kapitálový trh České republiky.
ČBA	Česká bankovní asociace.
ČNB	Česká národní banka.
Důvodová zpráva k ZPKT	Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů ze dne 10. května 2017.
EBA	Evropský orgán pro bankovníctví ( <i>European Banking Authority</i> ).
EFPA	Evropská asociace pro finanční plánování ( <i>European Financial Planning Association</i> ).
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy ( <i>European Securities and Market Authority</i> ).
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika ( <i>European Systemic Risk Board</i> ).
ETF	Burzovně obchodovaný fond ( <i>Exchange Traded Fund</i> ).
MiFID II	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 ( <i>Markets in Financial Instruments Directive II</i> ).
MiFIR	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 ( <i>Markets in Financial Instruments Regulation</i> ).
OCP	Obchodník s cennými papíry.
Prováděcí nařízení MiFID II	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/567 ze dne 18. května 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o definice, transparentnost, kompresi portfolia a dohledová opatření v oblasti zásahů u produktů a pozic.
Prováděcí směrnice MiFID II	Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. dubna 2016 kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod.
TER	Ukazatel celkové nákladovosti ( <i>Total Expense Ratio</i> ).

ZISIF	Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.
ZPKT	Zákon č. 256/2000 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

## Seznam použitých zdrojů

### 1. Seznam použité literatury

- ALTMAN, Edward I., Edith HOTCHKISS a Wang WEI. *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2019. ISBN: 978-1-119-48185-0.
- ARMOUR, John, Dan AWREY, Paul DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N. GORDON, Colin MAYER a Jennifer PAYNE. *Principles of financial regulation*. United Kingdom: Oxford University Press, 2016. ISBN 978-0-19-878647-4.
- BOGLE, John a David SWENSEN. *Common sense on mutual funds – fully updated 10th anniversary*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2009. ISBN: 0470138130.
- ČERNÁ, Stanislava, Ivana ŠTENGLOVÁ, Irena PELIKÁNOVÁ a Jan DĚDIČ. *Obchodní právo: podnikatel, podnikání, závazky s účastí podnikatele*. Praha: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-333-4.
- DOBBS, Richard, MANYIKA, James, WOETZEL Jonathan. *No ordinary disruption: the four global forces breaking all the trends*. New York: Public Affairs, 2016. ISBN 978-1-61039-735-3.
- DURANT, Will a Ariel DURANT. *Lessons of history*. Simon & Schuster trade pbk. ed. New York: Simon & Schuster Paperbacks, 2010. ISBN 978-1-4391-4995-9.
- ELIÁŠ, Karel, Jarmila POKORNÁ a Miroslava BARTOŠÍKOVÁ. *Kurs obchodního práva: právnické osoby jako podnikatelé*. 5. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-391-4.
- HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017. ISBN 978-80-7502-225-7.
- HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. V Praze: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6.
- JEŽEK, Tomáš. *Peníze a trh*. Praha: Portál, 2002. ISBN 80-7178-685-3.
- KAHNEMAN, Daniel. *Myšlení: rychlé a pomalé*. 3., dopl. a rozš. vyd. V Brně: Jan Melvil, 2012. ISBN 978-80-87270-42-4.
- MALKIEL, Burton Gordon. *Náhodná procházka po Wall Street: časem prověřená strategie úspěšného investování*. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Pragma, c2012. ISBN 978-80-7349-307-3.
- MORO, Beniamino a Victor BEKER. *Modern Financial Crises: Argentina, United States and Europe*. Springer, 2016. ISBN: 978-3-319-20990-6.
- NOVÁKOVÁ, Vladimíra a Věroslav SOBOTKA, ed. *Slabikář finanční gramotnosti: učebnice základních 7 modulů finanční gramotnosti*. 2., aktualiz. vyd. Praha: COFET, 2011. ISBN 978-80-9043-96-1-0.
- REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.
- ROBBINS, Tony. *Money Master the Game*. London: Simon & Schuster UK Ltd., 2014. ISBN 978-1-47114-862-0.

- SCHILLER, Robert. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2010. ISBN: 978-80-247-2482-9.
- SIEGEL, Jeremy. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-3860-4.
- SORKIN, Andrew Ross. *Too big to fail: The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves*. New York: Viking, 2009. ISBN 978-0143118244.
- SWENSEN, David. *Unconventional Success a Fundamental Approach to Personal Investment*. New York: Simon&Schuster Inc, 2005. ISBN: 978-0-7432-2838-1.
- TALEB, Nassim. *Zrádná nahodilost: o skryté roli náhody na trzích a v životě*. Praha: Paseka, 2013. ISBN 978-80-7432-292-1.
- URBAN, Jan. *Teorie národního hospodářství: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 3., dopl. a rozš. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. ISBN 978-80-7357-579-3.

## 2. Seznam použitých internetových zdrojů

- AKAT | ČR. *Tisková zpráva – Objem majetku svěřený správcům aktiv dosáhl k 30.9.2018 výše 1,390 bilionu Kč* [online]. 26.11.2018 [cit. 20.5.2020]. Dostupné z: <https://www.akatcr.cz/DesktopModules/EasyDNNNews/DocumentDownload.ashx?pportalid=0&moduleid=1698&articleid=4063&documentid=1651>
- Berkshire Hathaway Inc. *The 2002 Chairman's Letter* [online]. 2002 [cit. 3.5.2020]. Dostupné z: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2002.html>
- BlackRock. *Four big trends to drive ETF growth* [online]. 2019 [cit. 7.5.2020]. Dostupné z: <https://www.ishares.com/us/literature/whitepaper/four-big-trends-to-drive-etf-growth-may-2018-en-us.pdf>
- Bloomberg. *Fidelity Bets on Zero-Fee Index Funds* [online]. 9.8.2018 [cit. 18.5.2020]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-09/fidelity-bets-on-zero-fee-index-funds>
- Bloomberg. *How David Swensen Made Yale Fabulously Rich* [online]. 12.9.2019 [cit. 14.6.2020]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/features/2019-09-11/david-swensen-made-yale-fabulously-rich-and-changed-endowments>
- Bloomberg. *Robinhood Markets Made Bursting Bubbles Wall Street's Obsession* [online]. 13.6.2020 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-13/robinhood-market-made-bursting-bubbles-wall-street-s-obsession>
- Broker Trust. *Výroční zpráva společnosti Broker Trust, a.s. za rok 2018 a účetní závěrka za rok 2018* [online]. 2018 [cit. 7.6.2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=60014426&subjektId=74835&spis=79214>.
- BRYAN, Alex. *How to Decide Where to Hire Active Managers*. In: Morningstar [online]. 8.4.2020 [cit. 1.5.2020]. Dostupné z: <https://www.morningstar.com/articles/977170/how-to-decide-where-to-hire-active-managers>
- Cambridge Dictionary. *Soft Skills*. [online]. [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/soft-skills?q=Soft+Skills>

- Capgemini. *World Wealth Report 2019* [online]. 2019 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: <https://worldwealthreport.com/wp-content/uploads/sites/7/2019/07/World-Wealth-Report-2019-1.pdf>
- ČBA. *Finanční gramotnost Čechů 2019* [online]. 18.9.2019 [cit. 1.11.2019]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/financni-gramotnost-cechu-2019>
- ČNB. *Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?* [online]. 2020 [cit. 1.7.2020]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydeni-repo-sazba-CNB/>
- CNBC LLC. *Fintech app Robinhood is driving a retail trading renaissance during the stock market's wild ride* [online]. 17.6.2020 [cit. 5.7.2020]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2020/06/17/robinhood-drives-retail-trading-renaissance-during-markets-wild-ride.html>
- CNBC LLC. *Start-up Robinhood tops 10 million accounts even as industry follows in free-trading footsteps* [online]. 4.12.2019 [cit. 17.5.2020]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2019/12/04/start-up-robinhood-tops-10-million-accounts-even-as-industry-follows-in-free-trading-footsteps.html>
- CNBC. *Young investors pile into stocks, seeing „generational-buying moment“ instead of risk* [online]. 12.5.2020 [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2020/05/12/young-investors-pile-into-stocks-seeing-generational-buying-moment-instead-of-risk.html>
- CNN. *Hertz files for bankruptcy* [online]. 2020 [cit. 1.7.2020]. Dostupné z: <https://edition.cnn.com/2020/05/22/business/hertz-bankruptcy/index.html>
- Corporate Finance Institute. *What is a Success Fee?* [online]. 2020 [cit. 14.6.2020]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/success-fee/>
- Credit Suisse Research Institute. *Global Wealth Report 2019* [online]. 10.2019 [cit. 13.5.2020]. Dostupné z: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2019-en.pdf>
- ČSOB. *Statut speciálního fondu ČSOB bohatství* [online]. 2020 [cit. 25.6.2020]. Dostupné z: <https://www.csob.cz/portal/documents/10732/90213/770000002244-STATUT.pdf>
- E15. *Jak investují Češi? Více než polovinu svých úspor mají na bankovních vkladech* [online]. 2018 [cit. 14.6.2020]. Dostupné z: <https://www.e15.cz/tematicke-specialy/investice/e15-a-byznys-jak-investuji-cesi-vice-nez-polovinu-svych-uspor-maji-na-bankovnich-vkladech-1364339>
- EFPA Czech Republic. *Zkouška podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu (od 2018)* [online]. 2017 [cit. 27.5.2020]. Dostupné z: <https://efpa.cz/zkousky/zkouska-zpkt-2018>
- Ernst & Young. *EY Global Consumer Banking Survey* [online]. 2014 [cit. 1.2.2020]. Dostupné z: [https://www.academia.edu/10083834/EY\\_Global\\_Consumer\\_Banking\\_Survey\\_2014](https://www.academia.edu/10083834/EY_Global_Consumer_Banking_Survey_2014)
- ETF Focus. *Robinhood Investors Pile Into Hertz As Stock Approaches \$0* [online]. 1.6.2020 [cit. 10.7.2020]. Dostupné z: <https://www.thestreet.com/etffocus/market-intelligence/robinhood-investors-pile-into-hertz-as-stock-approaches-0>

- Farlex Financial Dictionary. *Expense ratio* [online]. 2009 [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/expense+ratio>
- EY. *Global ETF Research 2017* [online]. 2017 [cit. 25.7.2019]. Dostupné z: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-etf-survey-2017/\\$FILE/ey-global-etf-survey-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-etf-survey-2017/$FILE/ey-global-etf-survey-2017.pdf)
- FAMA, Eugene F., Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970, vol. 25, no. 2. DOI: 10.2307/2325486.
- Finbox. *Total Debt for Hertz Global Holding* [online]. 2020 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: [https://finbox.com/NYSE:HTZ/explorer/total\\_debt](https://finbox.com/NYSE:HTZ/explorer/total_debt)
- Gallup, Inc. *American's Confidence in Banks Still Languishing Below 30 %* [online]. 16.7.2016 [cit. 4.6.2020]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/192719/americans-confidence-banks-languishing-below.aspx>
- Gallup, Inc. *What Percentage of Americans Owns Stock?* [online]. 13.9.2019 [cit. 5.4.2020]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx>
- Gallup. *U.S. Investors See Stock Funds as Best Long-Term Investment* [online]. 11.7.2018 [cit. 25.7.2018]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/236984/investors-stock-funds-best-long-term-investment.aspx>
- Insider Inc. *America Lost 10.2 trillion in 2008* [online]. 3.2.2009 [cit. 15.4.2020]. Dostupné z: <https://www.businessinsider.com/2009/2/america-lost-102-trillion-of-wealth-in-2008>
- Investment Company Institute. *2019 Investment Company Factbook* [online]. 2020 [cit. 5.7.2020]. Dostupné z: [https://ici.org/pdf/2020\\_factbook.pdf](https://ici.org/pdf/2020_factbook.pdf)
- J.P. Morgan Asset Management. *Global ETF study 2019* [online]. 2019 [cit. 1.6.2020]. Dostupné z: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/regional/en/insights/portfolio-insights/etf/etf-study-en.pdf>
- Keffe, Bruyette & Woods study. *Bank fines total 184 billion* [online]. 2014 [cit. 25.7.2019]. Dostupné z: <https://www.kbw.com/capabilities/research/bank-fines-total-184-billion-report-129550>
- Komise pro cenné papíry. *Metodika – Posuzování odborné péče (ODBP)* [online]. 10.2004 [cit. 30.5.2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni\\_zakladna/investicni\\_spolecnosti\\_investicni\\_fondy/download/metodika\\_odbp\\_20041015.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/investicni_spolecnosti_investicni_fondy/download/metodika_odbp_20041015.pdf)
- Ministerstvo financí ČR. *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2019* [online]. 2020 [cit. 4.7.2020]. Dostupné z: [https://web.kurzy.cz/mfcr/assets/cs/media/Zprava\\_2019\\_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf](https://web.kurzy.cz/mfcr/assets/cs/media/Zprava_2019_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu.pdf)
- National Association of Retirement Plan Participants (2016). *Participant Trust and Engagement Study* [online]. 2018 [cit. 4.3.2019]. Dostupné z: <http://www.ireachcontent.com/news-releases/consumer-trust-in-financial-institutions-hits-an-all-time-low-575677131.html>



- National Association of Plan Advisors. *A matter of Trust?* [online]. 23.5.2019 [cit. 27.5.2020]. Dostupné z: <https://www.napa-net.org/news-info/daily-news/matter-trust-0>
- OVB Allfinanz. *Výroční zpráva společnosti OVB Allfinanz za rok 2018 a účetní závěrka za rok 2018* [online]. 2018 [cit. 7.6.2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=60460271&subjektId=295262&spis=81073>
- Partners Financial Services. *Výroční zpráva společnosti Partners Financial Services, a.s. za rok 2018 a účetní závěrka za rok 2018* [online]. 2018 [cit. 7.6.2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=58579673&subjektId=343889&spis=83314>
- SOE, Aye M. a Ryan POIRIER. *SPIVA U.S. Scorecard Research* [online]. 2016 [cit. 25.7.2018]. Dostupné z: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2016.pdf>
- Time USA LLC. *Almost Nobody Trusts Financial Institutions* [online]. 14.4.2016 [cit. 25.7.2019]. Dostupné z: <http://time.com/money/4293845/trust-financial-institutions-study/>
- ZÁMEČNÍK, Petr. *Finančních poradců ubývá... kde nejvíce?* [online]. 20.1.2020 [cit. 6.6.2020]. Dostupné z: <https://poradci-sobe.cz/financni-poradenstvi/financnich-poradcu-ubyva-kde-nejvice/>

### 3. Seznam použitých právních předpisů

- 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 (Markets in Financial Instruments Regulation).
- Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/567 ze dne 18. května 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014, pokud jde o definice, transparentnost, kompresi portfolia a dohledová opatření v oblasti zásahů u produktů a pozic.
- Public Law 110-343, 122 Stat. 3765, enacted October 3, 2008.
- 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 (Markets in Financial Instruments Directive II).
- Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. dubna 2016 kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod.
- Vyhláška 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.
- Vyhláška ČNB č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.
- Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.

- Zákon č. 256/20004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

#### 4. Seznam použitých stanovisek, výkladových materiálů a ostatních zdrojů.

- ČNB. *K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb* [online]. 22.4.2020 [cit. 16.5.2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_testu\\_vhodnosti\\_pri\\_poskytovani\\_in\\_vesticnich\\_sluzeb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_testu_vhodnosti_pri_poskytovani_in_vesticnich_sluzeb.pdf)
- ČNB. *Soubor odpovědí ČNB ze dne 22.3.2019, k přípustnosti pobídek na kapitálovém trhu* [online]. 22.3.2019 [cit. 22.2.2020], k dispozici z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/k\\_pripustnosti\\_pobidek\\_na\\_kapitalove\\_m\\_trhu.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_pripustnosti_pobidek_na_kapitalove_m_trhu.pdf)
- ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 24. října 2017 k prokazování odborných znalostí a dovedností pro poskytování investičních služeb odbornou zkouškou vykonanou před 3. lednem 2018* [online]. 25.10.2017 [cit. 27.5.2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2017/vestnik\\_2017\\_11\\_21217560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2017/vestnik_2017_11_21217560.pdf)
- ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost* [online]. 3.12.2013 [cit. 19.5.2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v\\_2013\\_13\\_21413560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2013/v_2013_13_21413560.pdf)
- ESMA. *Obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA35-43-1163) ze dne 6. listopadu 2018 k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti* [online]. 6.11.2018 [cit. 22.5.2020]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_cs.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf)
- ESMA. *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (ESMA35-43-349)* [online]. 28.5.2020 [cit. 6.4.2020]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)
- Ministerstvo financí ČR. *Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony ze dne 10. května 2017* [online]. 10.5.2017 [cit. 13.5.2020]. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh\\_2017\\_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf)

## **Vybrané otázky poslední fáze transpozice MiFID II do českého právního řádu**

### **Abstrakt**

Problematika regulace finančních trhů je dynamickou oblastí, která stále prochází procesem sjednocování v rámci Evropské unie. Stejně tak samotné finanční trhy jsou významně ovlivňovány novými trendy a rychlostí pokroku. Tato práce zkoumá vybrané otázky poslední fáze transpozice MiFID II do českého právního řádu. Primárním zaměřením práce bylo na základě úpravy směrnice MiFID II provést identifikaci vybraných institutů a oblastí, jako i provést základní analýzu jejich právní úpravy a porovnání s tuzemskou právní úpravou. Hlavní ideový směr analýzy byl v práci zaměřen na oblast investičního poradenství s poradenským prvkem a byly proto postupně definovány oblasti jako například všeobecné zásady k zajištění ochrany neprofesionálních investorů, zásady odborné péče, znalost a odbornost osob poskytující investiční služby, a především pak rozsáhlejší oblasti jako posouzení vhodnosti a oblast nezávislého a nikoli nezávislého investičního poradenství.

Tyto oblasti byly analyzovány a komparovány v rámci evropské a tuzemské právní úpravy a byly vysloveny mnohé hodnotící názory, jakož i označeny oblasti, které autor považuje za problematické. Aby mohly být tyto zkoumané oblasti a zjištěné závěry vnímány v širším kontextu, zaměřila se práce také na nedávné události, jakož i současné aspekty, které mají významný vliv nejen na dění na finančních trzích a související názory veřejnosti a přístup regulátora. Práce se proto věnuje aspektům hypoteční krize z let 2008 a 2009, jakož i obecné volatilitě a vývoji kapitálových trhů v kontextu nejnovějších poznatků psychologie a behaviorální ekonomie. Zkoumány jsou také technologické trendy a globalizace finančních trhů v kontextu světového bohatství a jeho přerozdělování, jakož i analýza oblasti kolektivního investování a nejnovějších trendů aktivních a pasivních investic včetně investičních trendů v ČR.

**Klíčová slova: MiFID II, nezávislé investiční poradenství, kapitálové trhy**

## **Selected issues of the last phase of transposing MiFID II into Czech law**

### **Abstract**

Financial market regulation is a dynamic area that is still undergoing a process of unification within the European Union. Likewise, the financial markets themselves are significantly affected by new trends and the speed of progress. This work examines selected issues that arose during the last phase of transposing the updated Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) into Czech law. The primary focus of this work is to identify selected statutes and areas based on the MiFID II directive, analyze their legislation, and compare them with domestic legislation. This analysis primarily focuses on the area of investment services with an advisory element, and therefore topics such as general principles for ensuring the protection of retail investors, principles of professional care, and the knowledge and expertise of persons providing investment services are of particular interest. The subjects of tests of suitability and independent versus nonindependent investment advice are also discussed.

These areas were analyzed and compared within the framework of European and domestic legislation, and many evaluative opinions were expressed, including identifying areas that I consider problematic. In order for these research areas and findings to be seen in a broader context, the part of the work focuses on current events and recent aspects that significantly impact financial markets, public opinion, and regulatory approaches. This thesis therefore deals with aspects of the mortgage crisis of 2008/9, as well as general volatility and the development of capital markets in the context of the latest knowledge of psychology and behavioral economics. An examination of technological trends and the globalization of financial markets in the context of the world's wealth and its redistribution is also included, as is an analysis of collective investment and the latest trends in active and passive investments, including investment trends in the Czech Republic.

**Keywords: MiFID II, independent investment advise, capital market**