

**Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta**

Václav Šára

POSTAVENÍ A ČINNOST OBCHODNÍKA S CENNÝMI PAPIRY V KONTEXTU ZMĚN PRÁVNÍ ÚPRAVY KAPITÁLOVÝCH TRHŮ

**Investment Firm Legal Position and Activity in the Context of the
Amendments of the Capital Markets Legal Regulations**

Diplomová práce



Vedoucí diplomové práce: PhDr. Mgr. Pavel Seknička, Ph.D.

Katedra: Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 17. 9. 2009

**PRAHA
2009**

Prohlášení

„Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.“

V Praze dne 17. 9. 2009

.....

P o d ě k o v á n í

Rád bych poděkoval PhDr. Mgr. Pavlu Sekničkovi, PhD. za cenné rady a připomínky při zpracovávání této diplomové práce.

Obsah

OBSAH	4
ÚVOD	6
1. OBECNĚ O KAPITÁLOVÉM TRHU	8
1.1 FINANČNÍ TRH	8
1.2 KAPITÁLOVÝ TRH	11
1.3 REGULACE TRHU S CENNÝMI PAPÍRY	14
1.4 ÚČASTNÍCI KAPITÁLOVÉHO TRHU	15
1.4.1 <i>Burza</i>	16
2. PRÁVNÍ ÚPRAVA KAPITÁLOVÉHO TRHU V ČR	19
2.1 OBDOBÍ TRANSFORMACE	19
2.2 STABILIZACE KAPITÁLOVÉHO TRHU A VSTUP DO EU	22
2.3 EVROPSKÉ SMĚRNICE.....	24
2.3.1 <i>MiFID</i>	24
2.3.2 <i>UCITS</i>	27
2.4 ZMĚNA ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU	28
3. OBCHODNÍK S CENNÝMI PAPÍRY	30
3.1 DEFINICE	30
3.2 POVOLENÍ K ČINNOSTI	30
3.3 VEDOUcí OSOBY OCP	34
3.4 KONTINUITA ČINNOSTI OCP PO NOVELE ZPKT	35
3.5 INVESTIČNÍ SLUŽBY A NÁSTROJE	36
3.5.1 <i>Hlavní investiční služby</i>	36
3.5.2 <i>Doplňkové investiční služby</i>	39
3.6 INVESTIČNÍ NÁSTROJE	40
3.7 KATEGORIZACE ZÁKAZNÍKŮ	42
3.7.1 <i>Profesionální zákazník</i>	43
3.7.2 <i>Způsobilá protistrana</i>	45
3.7.3 <i>Retailový zákazník</i>	46
3.8 PRAVIDLA ČINNOSTI OCP.....	47
3.8.1 <i>Obezřetné poskytování investičních služeb</i>	47
3.8.2 <i>Jednání OCP se zákazníky</i>	50
3.8.3 <i>Informační povinnost OCP</i>	58
3.8.4 <i>Personální vybavení</i>	58
3.8.5 <i>Transparentnost</i>	61
3.9 TRŽNÍ PLATFORMY	62
3.9.1 <i>Systematická internalizace</i>	62
3.9.2 <i>Regulovaný trh</i>	64
3.9.3 <i>Mnohostranný obchodní systém</i>	65
4. PRAKTICKÉ POZNATKY DOPADŮ ZMĚN PRÁVNÍ ÚPRAVY NA POSKYTOVATELE INVESTIČNÍCH SLUŽEB	67
4.1 OBECNĚ K CITIBANK	68
4.2 POSKYTOVÁNÍ SLUŽEB ZÁKAZNÍKŮM	69
4.2.1 <i>Kategorizace zákazníků</i>	69
4.2.2 <i>Investiční služby</i>	69
4.2.3 <i>Požadování informací od zákazníka</i>	70
4.2.4 <i>Informační povinnost vůči zákazníkům</i>	71
4.3 PERSONÁLNÍ VYBAVENÍ.....	71
5. OČEKÁVANÝ VÝVOJ NA KAPITÁLOVÝCH TRŽÍCH	73
5.1 FINANČNÍ KRIZE – PŘÍČINY, PRŮBĚH, DOPADY	73

5.2 PROTIKRIZOVÁ OPATŘENÍ.....	76
5.3 ZMĚNY V PRÁVNÍ ÚPRAVĚ FINANČNÍCH TRHŮ	78
ZÁVĚR.....	84
SEZNAM LITERATURY	88
SEZNAM OBRÁZKŮ.....	94
SEZNAM ZKRATEK.....	95
ABSTRACT	97

Úvod

Prostředí kapitálového trhu je jistě velmi dynamickou oblastí plnou neustálých změn a zvrátů, která dává neustále nové podněty k přemýšlení. Jedná se o oblast, která ovlivňuje životy lidí bez ohledu na to, zda se sami aktivně účastní investování na kapitálových trzích, či nikoliv. V posledních dvou letech se tato skutečnost dostatečně potvrdila.

Důvodů, proč jsem zvolil dané téma diplomové práce, je hned několik: 1) Obchodník s cennými papíry je bezesporu jedním z nejdůležitějších účastníků kapitálového trhu. 2) V červenci minulého roku došlo k největší změně v právní úpravě podnikání na kapitálovém trhu od dob platnosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu, která reagovala na novou evropskou úpravu. 3) Současný stav finančních trhů bude jistě impulsem k dalším změnám v právní úpravě v dané oblasti. Ze stejných důvodů považuji téma práce za velmi aktuální.

Právní úprava podnikání na kapitálovém trhu prošla za poslední rok výraznými změnami, o kterých předpokládám, že se významně dotkly postavení a činnosti obchodníků s cennými papíry. S ročním odstupem bylo možno se na tyto změny podívat a posoudit její dopady. Tato práce si tedy klade za cíl popsat změny v postavení a činnosti obchodníka s cennými papíry v kontextu změn právní úpravy kapitálových trhů včetně pohledu na jejich praktické aspekty a zhodnotit jejich dopady. Zvláštností této práce je skutečnost, že se snaží o interdisciplinární pojetí zvolené problematiky. Snaží se o zasazení právní problematiky do ekonomického kontextu, jehož znalost je důležitá pro pochopení role a budoucnosti obchodníka s cennými papíry. Práce využívá metody deskripce a právní analýzy problematiky. Nevyhýbá se ani její následné konfrontaci s empirickými poznatky a projekci budoucího vývoje.

Úvodní kapitola je vstupem do problematiky, když z ekonomického hlediska pojednává o kapitálovém, resp. finančním

trhu. Náplň kapitoly má pomoci pochopit důležitost kapitálového trhu, jeho roli v ekonomice a konečně i význam a náplň činnosti obchodníka s cennými papíry.

V následující kapitole se čtenář seznámí se stručným vývojem právní úpravy kapitálových trhů v ČR. Ten je rozčleněn do několika etap – období transformace, stabilizace kapitálového trhu, vstupu do Evropské unie. Nástin dosavadního právního rámce umožní přejít plynule k současné úpravě obchodníka s cennými papíry.

Analýza právní úpravy obchodníka s cennými papíry je nepochybně těžištěm celé práce, proto se jedná o nejrozsáhlejší část práce. Zabývá se celou řadou aspektů podnikání na kapitálovém trhu z pohledu obchodníka s cennými papíry. Důraz je kladen na rozbor nejdůležitějších změn v právní úpravě, především s ohledem na poskytování investičních služeb. Rozebírána je tak problematika nově koncipovaných investičních nástrojů, investičních služeb, kategorizace zákazníků nebo také tržních platforem.

Doposud zmíněné části práce jsou převážně teoretické, proto byla zařazena také kapitola, která se snaží přiblížit danou problematiku z praktické stránky. Domnívám se, že může být nejen zajímavé, ale i přínosné konfrontovat teorii s praxí, neboť ta dokáže poskytnout nezbytnou zpětnou vazbu týkající se každodenní aplikace zkoumaných právních předpisů. Poslední kapitola se zabývá současnou situací na finančních trzích, resp. finanční krizí. Popisuje její příčiny i vývoj, dále se zabývá opatřeními, které byly přijaty ke zmírnění dopadů krize. V neposlední řadě je zde nastíněn očekávaný vývoj legislativy v oblasti finančních trhů.

Při zpracování této práce byly čerpány informace a znalosti z celé řady zdrojů, především z právních předpisů, odborné právnické i ekonomické literatury a internetových zdrojů. V neposlední řadě byly použity informace z rozhovorů s Pavlem Drahotským a Davidem Köglerem ze společnosti Citibank Europe, plc., které poskytly řadu podnětů ke zpracování čtvrté kapitoly.

1. Obecně o kapitálovém trhu

Před tím, než se v následujících kapitolách začneme zabývat právní úpravou kapitálového trhu a postavením a činností obchodníka s cennými papíry, nadefinujeme si v této kapitole finanční, resp. kapitálový trh. Pochopení funkcí trhu a jeho smyslu nám umožní lépe pracovat s právními aspekty této specifické oblasti.

1.1 Finanční trh

Trh obecně je místem, kde, zjednodušeně řečeno, probíhá proces interakce poptávky a nabídky v daném prostoru a čase. V širším pojetí hospodářského systému rozlišujeme trh výrobních faktorů, trh zboží a služeb a trh finanční. Pro lepší poznání smyslu a funkcí kapitálového trhu nejprve vymezíme trh finanční, jehož je kapitálový trh nedílnou součástí. V teorii se můžeme setkat s celou řadou definic a členění finančního trhu.

Učebnice finančního práva definuje finanční trh jako „systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmisťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky.“¹ Obdobně Pavlát píše, že: „Finančním trhem rozumíme obvykle systém vztahů a nástrojů umožňujících soustředování, rozmisťování a přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky.“²

Finanční trh má pro správné fungování moderní tržní ekonomiky zásadní význam. Umožňuje přesouvat zdroje od přebytkových subjektů k deficitním, a tím realizovat jejich podnikatelské záměry. V podstatě zde dochází k přeměně úspor v investice, čímž se umožňuje růst ekonomiky a zvyšování životní úrovně.

¹ BAKEŠ, M. a kol.: *Finanční právo*. Praha: C. H. Beck, 2006. 4. vyd. 741 s. ISBN 80-7179-431-7. S. 107.

² PAVLÁT, V.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. S. 15.

Důsledky poruch na finančních trzích můžeme v současnosti pozorovat celosvětově. Celková nedůvěra a neochota přebytkových subjektů poskytovat kapitál deficitním subjektům má velmi negativní konsekvence.³

Z výše uvedeného lze vyčlenit tyto základní funkce finančního trhu:

- 1) akumulace dočasně volných peněžních zdrojů,
- 2) alokace peněžních prostředků v místě s vyšší efektivitou využití,
- 3) mobilizace volných peněžních prostředků.

Skupina přebytkových subjektů sleduje při rozhodování o využití svých úspor především výnosnost investice, likviditu (čili rychlost přeměny investice na peněžní prostředky) a riziko (možné snížení hodnoty investice nebo její ztráty, riziko úpadku dlužníka, apod.).

Deficitní subjekty se naproti tomu snaží získat peněžní prostředky s co nejnižšími náklady (zohledňují především relevantní úrokovou sazbu) a s co nejdelší dobou návratnosti. Peněžní prostředky, které se tyto subjekty snaží získat, musí skýtat možnost realizovat investici s vyšší mírou výnosu, než kolik činí úroková míra vypůjčených prostředků.

Finanční systém jako celek má tyto základní funkce:⁴

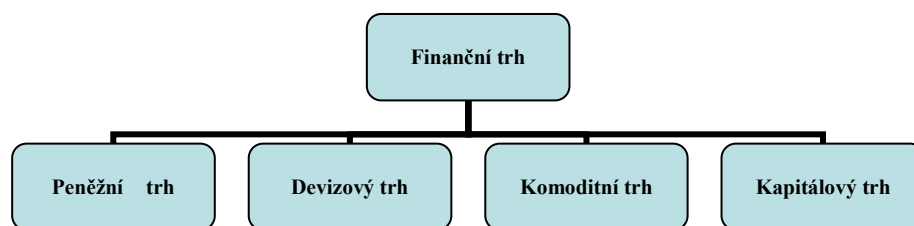
- depozitní funkce – nabízí poměrně ziskové a relativně málo riskantní možnosti pro ukládání úspor,
- funkce zabezpečení bohatství – peněžní a kapitálové trhy nabízejí možnost uchovat hodnotu úspor do doby, než budou potřeba ke krytí výdajů,
- funkce likvidity – vlastníkově finančních nástrojů umožňuje jejich směnu za peněžní prostředky s velmi malým rizikem ztráty,
- kreditní funkce – poskytuje nabídku úvěrů pro financování spotřebních a investičních výdajů,

³ Blíže viz. 5. kapitola.

⁴ Např.: ROSE, P.: *Peněžní a kapitálové trhy : finanční systém ve stále globálnější ekonomice*. Praha: Victoria Publishing, 1995. 1014 s. ISBN 80-85605-52-X. S. 22 – 25; PAVLÁT, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: PROFESSIONAL PUBLISHING, 2003. 296 s. ISBN-80-86419-33-9. S. 17 – 18.

- platební funkce – poskytuje mechanismus pro provádění plateb za nákup zboží a služeb,
- funkce ochrany proti riziku – nabízí ochranu subjektů před riziky, ať již prostřednictvím pojistných produktů nebo diverzifikace portfolia aktiv,
- politická funkce – umožňuje realizovat záměry vlády v oblasti společenských cílů (nízká míra nezaměstnanosti, inflace, stálý ekonomický růst).

Finanční trhy je možné dělit podle různých kritérií. V odborné literatuře se setkáváme např. s rozlišením trhů z hlediska účastníků na trh bankovní, mezipodnikový, burzovní. Z hlediska nástrojů lze finanční trh členit na trh úvěrový, cenných papírů a trh devizový. Dle předmětu obchodu, tj. z hlediska věcného, lze finanční trh rozčlenit na trh peněžní, devizový, komoditní a kapitálový.



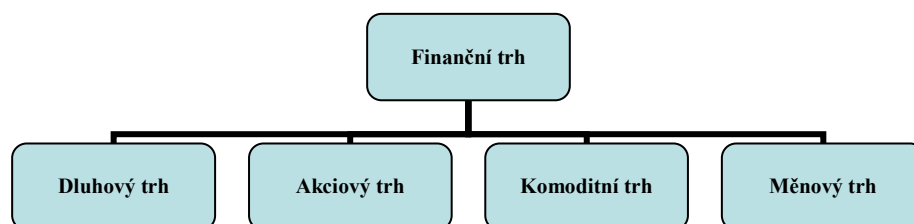
Obrázek 1: Členění finančního trhu dle předmětu obchodu

Podle doby splatnosti finančních aktiv, tj. z hlediska času, dělíme finanční trh na trh peněžní se splatností aktiv do jednoho roku a na trh kapitálový se splatností aktiv nad jeden rok.

Z hlediska geografického členíme trh na národní, mezinárodní, popř. světový.

Z hlediska finančních rizik se finanční trh člení na dluhový trh (úvěrové, úrokové, příp. měnové riziko), akciový trh (akciové, příp. měnové riziko), komoditní trh (komoditní, příp. měnové riziko), měnový trh (měnové riziko).⁵

⁵ JÍLEK, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4. S. 63.



Obrázek 2: Členění finančního trhu dle finančních rizik

Peněžní trh slouží především k zajištění likvidity zúčastněných subjektů. Jedná se tedy o poskytování krátkodobých půjček k pokrytí krátkodobých závazků. Účastníky zde jsou státy nebo finanční instituce. Závazky z transakcí na peněžním trhu mají obvykle splatnost do jednoho roku. K cenným papírům peněžního trhu řadíme především směnky, pokladniční poukázky, komerční cenné papíry a depozitní certifikáty.

Devizový trh je trhem, kde se obchoduje s bezhotovostními zahraničními platebními prostředky. Peníze zde mají pouze podobu vkladů na účtech v cizích měnách, na rozdíl od trhu valutového.

Komoditní trh je součástí finančního trhu, pouze pokud jde o trh s cennými kovy.⁶ Na trhu drahých kovů se obchoduje především zlato, stříbro, ale také například platina nebo palladium. K největším komoditním burzám, kde se tyto drahé kovy obchodují, patří Commodity Exchange („COMEX“), která tvoří součást New York Mercantile Exchange („NYMEX“).

1.2 Kapitálový trh

Kapitálový trh zprostředkovává střednědobé a dlouhodobé úvěry či investiční instrumenty se splatností nad jeden rok nebo bez stanovení doby splatnosti různým účastníkům trhu. Těmito účastníky mohou být nejen institucionální investoři jako jsou banky, společnosti, vlády jednotlivých zemí, ale též jednotlivci.

⁶ JÍLEK, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4. S. 63.

Dlouhodobé investice jsou financovány prostřednictvím celé řady instrumentů. K nejtypičtějším patří dluhopisy, bankovní a konsorciální úvěry, hypoteční úvěry a hypoteční zástavní listy. Neméně významnou součástí kapitálového trhu jsou majetkové cenné papíry (akcie, podílové listy).

Kapitálový trh lze rozčlenit na trh primární a sekundární. Primární trh slouží k umístění nových emisí cenných papírů prvním majitelům, ať již prostřednictvím veřejné nebo neveřejné nabídky prodeje. Ve veřejné nabídce se emise cenného papíru nabízí emitentem přímo veřejnosti (vlastní emise) nebo se poskytne nejdříve prostředníku (např. bance), který pak cenné papíry dále nabízí veřejnosti (cizí emise). Hlavním účelem primární emise je získání finančního kapitálu pro nové investice. V neveřejné nabídce se cenné papíry nabízí předem vybraným zájemcům. Sekundární trh je částí kapitálového trhu, na které se obchodují cenné papíry již dříve emitované. Obchody probíhají za proměnlivou tržní cenu na základě střetu aktuální poptávky a nabídky a mají především spekulativní charakter. Sekundární trh se může uskutečňovat na organizovaných nebo mimo organizované trhy, nazývané „over the counter“ (dále též „OTC“). Takový trh může probíhat prostřednictvím nějakého organizujícího subjektu, nebo přímo mezi bankami a dalšími finančními zprostředkovateli.⁷

Organizované trhy jsou charakteristické přítomností osoby organizátora trhu (např. burza cenných papírů) a svázaností vnitřními předpisy a dále se dělí na burzovní a mimoburzovní.

Burza cenných papírů je vysoce organizovanou formou trhu. Lze ji charakterizovat následujícími znaky:

- obchoduje se zde se zastupitelnými cennými papíry (v ČR definovanými v § 2 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech jako cenné papíry stejného druhu vydány stejnou osobou ve stejné formě a stejné podobě, z nichž vznikají stejná práva),

⁷ REVENDA Z. a kol.: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005, 4. vyd. 627 s. ISBN 80-7261-132-1. S. 101.

- předmět obchodu se nenachází na burze,
- k obchodům dochází pravidelně ve stanovený čas a na určeném místě,
- účastnit se obchodů mohou ve většině případů pouze členové burzy.

Vznik mimoburzovních trhů je důsledkem snah vyhnout se určitému konservatismu burzovního trhu a jeho zvýšeným nárokům na kvalitu cenných papírů přijímaných k obchodování. V současné době se rychle rozvíjejí nové segmenty podnikání a vznikají společnosti bez patřičné historie, jejichž cenné papíry by měly jen malou šanci na přijetí významnými burzami. Rovněž snižování transakčních nákladů a další konkurenční výhody (jako delší doba obchodování, apod.) vedou k rozvoji těchto tzv. OTC trhů. Ani tyto trhy nejsou zcela bez regulace. Tak jako na burzovních trzích platí i zde příslušná legislativa, vnitřní předpisy a podléhají doзору. Mezi nejznámější patří největší mimoburzovní trh na světě - americký NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations).

Podle rozdílu mezi dobou uzavření obchodu a jeho vypořádáním (skutečnou realizací) rozlišujeme promptní (spotové) a termínové (lhůtní) trhy cenných papírů. Na promptních trzích dochází takřka k bezodkladnému vypořádání a dodání cenných papírů. Provedení obchodu v reálném čase se značí T+0 (v ČR typicky na trhu RM-System, dále též „RMS“). Na některých trzích dochází k pozdějšímu dodání cenných papírů, např. T+3 (v ČR na Burze cenných papírů Praha, dále též „BCPP“). Na termínových trzích se obchoduje s kontrakty na dodání investičních instrumentů v budoucnosti. K dodání cenných papírů nedochází současně s uzavřením obchodu. Původně se těmito transakcemi investoři zajišťovali před nepříznivým vývojem cen investičního instrumentu. Poslední dobou vzniká řada složitých finančních derivátů, kdy obchody s nimi mají v převážné většině spekulativní charakter. Mezi základní finanční deriváty patří opce, futures, swapy a forwardy.

1.3 Regulace trhu s cennými papíry

Jak již bylo uvedeno, finanční, resp. kapitálové trhy plní velmi důležité funkce v ekonomice. Na jejich funkčnost a harmonický způsob realizace všech na nich probíhajících vztahů je nutné neustále dohlížet. Bez jakýchkoliv garantovaných a vynutitelných pravidel by trhy nemohly správně fungovat. Je totiž nezbytné, aby všechny strany obchodních vztahů měly důvěru v celý systém a byla jim poskytnuta ochrana před subjekty, které by narušovaly hladký průběh obchodování. Regulace je tedy žádoucím jevem, vítaným minimálně do té míry, dokud poskytuje dostatečný prostor pro uskutečňování transakcí a plnění funkcí trhu.

Regulaci můžeme rozlišovat na formální a neformální. První z nich se opírá o právo, tedy především od formulace právních norem. Nutno podotknout, že historicky právo kapitálových trhů vycházelo z burzovního práva. Formální regulace by se měla odvíjet od té neformální, spočívající v etice.

Regulace plní celou řadu funkcí. Tou nejdůležitější je nepochybně posilování důvěry na finančních trzích. Další podstatnou funkcí je stanovení pravidel hry, jakéhosi rámce pro uskutečňování obchodních transakcí. Tím poskytuje zúčastněným subjektům ochranu jejich ekonomických zájmů. Stanovuje pravidla pro vstup na trhy, působení na nich, zajišťování ochrany investorů, kteří přinášejí na trh likviditu v podobě volných prostředků. Nejde jen o zajištění spolehlivosti trhů, ale také o dosažení požadované míry informovanosti investorů.

Regulace k zajištění svých funkcí pak stanovuje mj. přísně formalizovaný proces povolování vzniku a činnosti jednotlivých poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, klade vysoké nároky na vedení účetnictví a výkaznictví a jejich kontrolu, povinné poskytování

informací, omezení určitých druhů aktiv v držení určitých subjektů či povinné zajištění proti finančním ztrátám.⁸

Vždy by pak měl mít regulační orgán na paměti, že zásahy do systému by se měly dělat jen tehdy, jsou-li nezbytné a měly by vést k rozvoji a efektivitě trhů, nikoliv k jejich paralyzování. Přemíra regulace není žádoucí, neboť v situaci snadné mezinárodní mobility kapitálu jde na úkor konkurenceschopnosti daného trhu. Navíc může omezovat prostor pro rozvoj obchodů s novými, často velmi sofistikovanými, instrumenty, jejichž dynamický nástup můžeme v posledních letech pozorovat.

K regulaci a dohledu nad kapitálovými trhy je možno přistupovat různými způsoby. Proto také v jednotlivých zemích nalezneme odlišné systémy regulace a dohledu. Institucionálně bývá dohled začleněn v rámci ministerstva financí, v samostatné instituci mimo centrální banku (tato instituce bývá podřízena ministerstvu financí) nebo v centrální bance. Dohled nad trhem může být nejednotný, kdy se výkon dohledu dělí mezi ministerstvo financí, centrální banku a jiné orgány. Každá z institucí má na starosti jiné subjekty trhu. V některých zemích se setkáváme s dohledem jednotným (např. Rakousko, Irsko, Česká republika, Slovensko), který zahrnuje dohled nad všemi finančními institucemi.⁹

1.4 Účastníci kapitálového trhu

V oblasti kapitálového trhu se můžeme setkat se subjekty a účastníky. Tyto pojmy je možné rozlišovat. Subjekt je pojmem širším a zahrnuje věřitele, dlužníky a finanční zprostředkovatele. Dále je možné do této skupiny zařadit stát, resp. státní orgány vykonávající správu v oblasti kapitálového trhu.

⁸ Blíže viz PAVLÁT, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: PROFESSIONAL PUBLISHING, 2003. S. 49. ISBN-80-86419-33-9.

⁹ JÍLEK, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4. S. 151 – 152.

Pojem účastníka kapitálového trhu vymezuje demonstrativním výčtem § 5 odst. 3 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů. Rozumí se jím zejména poskytovatel služeb na kapitálovém trhu, investor na kapitálovém trhu, emitent cenných papírů, osoby zavázané z těchto cenných papírů, vlastník cenných papírů, majitel a emitent jiného investičního nástroje.

Poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu se rozumí především obchodník s cennými papíry, institucionální investor (např. banka provádějící obchody s investičními nástroji na vlastní účet, investiční společnost, investiční fond, penzijní fond a pojišťovna, zahraniční osoba podnikající ve stejných oborech), depozitář, organizátor regulovaného trhu (např. burza), osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry, centrální depozitář a Česká národní banka (dále též „ČNB“) v rozsahu vedení evidence cenných papírů.

1.4.1 Burza

Jedním z nejvýznamnějších účastníků kapitálového trhu je jistě burza. Bývá založena běžně jako akciová společnost, přičemž její akcionáři (členové burzy) bývají osoby, které na burze aktivně obchodují. Členský princip je pro burzy charakteristický. Za jistých podmínek, především zaplacení tzv. zápisného, mohou na burze obchodovat i nečlenové.

Burzovní právo vznikalo velmi pozvolna a k dnešní podobě se dopracovalo až po několika staletích od vzniku prvních burz. Jejich historie sahá až do 12. století, kdy dokumenty z té doby hovoří o existenci obchodních míst v Itálii. Ve 14. století docházelo k pravidelným obchodním setkáním v italských městech Pisa, Benátky, Florencie, nebo Janov. Samotný pojem burza pochází z latinského “bursa”, což znamená měšec. Ten byl součástí erbu belgické obchodnické rodiny “Van der Beurse“, do jejíhož hostince v Bruggách

se koncem 14. století sjížděli obchodníci za účelem sjednávání obchodů. Později, v roce 1531, použila označení “Beurse” instituce v Antverpách. Zde se obchodovalo se směnkami a zlatými a stříbrnými mincemi. Proběhla zde první emise dluhopisů vydaných městem Antverpy. V 15. století začala vznikat obchodní místa v Londýně, Lyonu nebo Toulouse. Zde se zpočátku rovněž obchodovalo se směnkami a mincemi. Poté se obchodovalo zboží a jiné cenné papíry. V roce 1602 byla založena Holandská Východoindická společnost a jednalo se o první veřejnou emisi akcií na Amsterodamské zbožové burze. Amsterodamská burza cenných papírů vznikla v roce 1631. Později vznikaly další burzy, např. v Londýně (1745), v New Yorku (1792), Tokiu (1878). V průběhu 20. století se z některých burz stala významná světová centra obchodu. V 70. a 80. letech se začaly příkazy zadávat prostřednictvím počítačové sítě. S nástupem informačních technologií došlo k rozšíření množství nových akcií. S rozvojem internetu pak k rozšíření obchodování. V posledních desetiletích rovněž dochází k fúzím burz v souvislosti s tlakem na pokles nákladů.¹⁰

Dříve byla pro burzy typická samoregulace. Členové burz vytvářeli vlastní pravidla fungování trhu. Právní regulace burz se vyvíjela postupně a činnost mnoha burz se tak postupně dostala pod úpravu zákonů. Co se týče právní formy, burzy mohou mít obecně dvě základní formy:

1) Burzy soukromoprávního charakteru ve formě nejčastěji akciových společností, které jsou zakládány skupinami obchodníků a finančníků. Obchodovat zde mohou členové burzy a ostatní zájemci pak prostřednictvím oprávněných osob. Takové burzy požívají velké autonomie a regulována především samosprávně bez velkých zásahů státu. Patří mezi ně burzy v USA, Anglii, Kanadě a Austrálii.

¹⁰ JÍLEK, J.: *Akciové trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3. S. 119.

2) Burzy jako veřejnoprávní instituce zakládané státem se nacházejí v různých evropských státech. Jejich činnost je pak vymezena především právními předpisy.¹¹

¹¹ BAKEŠ, M. a kol.: *Finanční právo*. Praha: C. H. Beck, 2006. 4. vyd. 741 s. ISBN 80-7179-431-7. S. 546.

2. Právní úprava kapitálového trhu v ČR

V této kapitole se budeme zabývat vývojem právní úpravy kapitálových trhů v České republice, rozděleného do několika etap. Předtím si ale vymezíme právo kapitálových trhů. Nejedná se o samostatné právní odvětví. Je tvořeno souhrnem právních norem, které mají společný předmět, a sice společenské vztahy vznikající na kapitálovém trhu. Tvoří jej jak normy práva soukromého s rovným postavením subjektů právních vztahů (smlouvy o cenných papírech), tak normy práva veřejného s nerovným postavením subjektů právních vztahů (úprava dohledu nad kapitálovým trhem).¹² Prameny práva kapitálového trhu jsou právní předpisy upravující vztahy vznikající na kapitálovém trhu. Tyto předpisy upravují kapitálový trh buď výlučně nebo nevýlučně. Z hlediska systematiky je možné dělit právo kapitálového trhu na právo burzovní a právo cenných papírů. Mezi právní normy upravující výlučně otázky kapitálového trhu řadíme zákon o podnikání na kapitálovém trhu, zákon o cenných papírech, zákon o burze cenných papírů, zákon o komoditní burze, zákon o kolektivním investování, zákon o dluhopisech a prováděcí vyhlášky.

2.1 Období transformace

Kapitálový trh v České republice se logicky začal utvářet počátkem devadesátých let minulého století. Nejdříve však musel proběhnout proces transformace, a to jak v politické tak ekonomické rovině. Došlo postupně ke změně vlastnictví ze státního na soukromé. V rámci restitucí byl navrácen majetek původním majitelům a v rámci privatizace pak došlo k převodu majetku na nové majitele. Proces byl rozčleněn na tzv. malou a velkou privatizaci. Její formou byla kupónová privatizace, která učinila akcionáře takřka z každého dospělého občana ČR. Rané období fungování kapitálového trhu a jeho jednotlivých

¹² DĚDIČ, J. a kol.: *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha: PROSPEKTRUM spol. s r.o., 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. S. 211.

subjektů bez důsledné regulace a nedokonalý legislativní rámec způsobil posléze nemalé obtíže. Vždyť do roku 1993 vzniklo asi 200 firem, obchodníků s cennými papíry.¹³

Z právních předpisů týkajících se oblasti kapitálových trhů a cenných papírů, které vznikly krátce po revoluci, je třeba zmínit zákon č. 104/1990 Sb., o akciových společnostech. Obsahoval definici pojmu akcie, druhy akcií, způsob jejich převodu, povinnosti akciových společností vztahujících se k akciím, dále také stanovil minimální jmenovitou hodnotu akcie na nejméně 1.000,- Kčs, apod. Tento zákon neměl dlouhého trvání, neboť byl nahrazen úpravou obsaženou v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

S účinností od 1. 2. 1991 byl přijat zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech. Nahrazen byl až novým zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. Obsahoval problematiku emise a splácení dluhopisů, jejich druhů a náležitostí, sankce za porušení zákona či promlčecí lhůty.¹⁴

Další zákon, který upravoval zmíněnou problematiku, byl zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů (dále též „ZBCP“). Ta byla definována jako právnická osoba oprávněná soustřeďovat na určitém místě, ve stanovenou dobu a prostřednictvím oprávněných osob nabídku a poptávku cenných papírů a organizovat obchod s nimi (§ 1 odst. 1 a 2 ZBCP). Obchod s cennými papíry na území České republiky, resp. Československa, téměř půlstoletí neexistoval. Přejít ekonomiky k tržnímu hospodářství však vyžadoval obnovit obchod s cennými papíry organizovaný burzou, proto byl přijat tento zákon. Jakkoliv malý byl v té době objem emitovaných akcií, privatizační procesy generovaly potřebu vzniku sekundárního trhu, na kterém by akcionáři mohli se svými akciemi obchodovat. Ten měla vytvořit burza, jako nezávislá specializovaná instituce podléhající dohledu státního orgánu a financovaná z vlastních příjmů. Důvodová zpráva k burzovnímu zákonu

¹³ PAVLÁT, V. (ed.): *Kapitálový trh v České republice*. Praha: MAGNET-PRESS, 1994. ISBN 80-85847-30-2. S. 36.

¹⁴ PAVLÁT, V.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. S. 58.

od burzy očekávala plné respektování mezinárodních doporučení týkajících se burzovních obchodů, zejména pak doporučení směrnic Evropského společenství a počítala s postupným napojením na mezinárodní trh cenných papírů.¹⁵ Zákon stanovil pro vnitřní uspořádání a činnost burzy jen základní pravidla, podrobnosti týkající se systému burzovního obchodu ponechal na burze samotné, která byla oprávněna vydávat burzovní řád a další pravidla obchodování na burze.

Pro obchodování s komoditami byl přijat samostatný zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách (dále jen „ZKB“). Komoditní burza je právnickou osobou k organizování burzovních obchodů se zbožím, které není předmětem obchodování na burze cenných papírů (§ 1 odst. 1 ZKB). Komoditní burza má soukromoprávní charakter, která spravuje své záležitosti vlastními orgány a vnitřní poměry upravuje statutem. K založení burzy je třeba uzavření zakladatelské smlouvy a získání povolení k provozování burzy. Komoditní burza má nevýdělečný charakter, případný zisk nemůže být rozdělen, ale slouží k zajištění dalšího rozvoje burzy.

Kolektivní investování bylo upraveno zákonem č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále též „ZISIF“). Svým obsahem odpovídal směrnicí Rady Evropských společenství (85/611/EHS) ze dne 20. 12. 1985 ke koordinaci právních předpisů a správních aktů, jež se vztahují na určité podniky pro kolektivní investování do cenných papírů, ve znění Směrnice ze dne 22. 5. 1998 (88/220/EHS).¹⁶ Investiční společnosti a investiční fondy jsou důležitými účastníky finančního trhu. Shromažďují peněžní prostředky široké veřejnosti, tedy i drobných investorů. Ti si od těchto investic slibují vyšší výnosy než např. z dluhopisů nebo vkladů na běžných účtech u bank, na druhou stranu nižší riziko než třeba u přímých investic do akcií. Se svěřenými peněžními prostředky může být

¹⁵ *Finanční zákony*. Jihlava: Nakladatelství Vilímek, 1992. 128 s. ISBN 80-901296-5-X. S. 26.

¹⁶ DĚDIČ, J.: *Investiční společnosti a investiční fondy*. Praha: PROSPEKTRUM, 1992. 144 s. ISBN 80-85431-52-1. S. 9.

nakládáno jen v souladu se zákonem stanovenými podmínkami. Zajímavostí je, že společnosti za účelem společného investování vznikaly již před účinností tohoto zákona, nicméně právní postavení těchto společností ani investorů nebylo s ohledem na ochranu investorů a řízení rizika dostatečně upraveno. Tento zákon stanovil přísnější pravidla pro činnost takových společností a dotkl se též dosavadních privatizačních fondů, které se do té doby řídily vládním nařízením, jehož ustanovení musela být uvedena se ZISIF do souladu. V současné době se úprava kolektivního investování řídí zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále též „ZKI“), který nabyl účinnosti dnem vstupu smlouvy o přistoupení ČR k EU v platnost.

Neposledním právním předpisem, který se podařilo přijmout byl zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále též „ZCP“). Obsahem tohoto zákona byla úprava vydávání a emise cenných papírů, jejich formy a jednotlivé typy smluv o cenných papírech (převodní, obstaratelské, apod.). Dále také úprava investičních instrumentů a služeb, poskytovatelů investičních služeb. Celkově byl ZCP označován za nekoncepční úpravu a v mnoha bodech kritizován.¹⁷

2.2 Stabilizace kapitálového trhu a vstup do EU

Zásadní normou byl zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o doplnění dalších zákonů (dále též „ZKCP“). Dřívější nedostatečná právní úprava kontroly kapitálového trhu si vyžádala zřízení Komise pro cenné papíry. Zákon nabyl účinnosti 1. ledna 1998, s výjimkou některých paragrafů upravujících postavení Komise pro cenné papíry, která díky dřívější účinnosti příslušných paragrafů mohla začít fungovat před nabytím účinnosti ZKCP. Komise pro cenné papíry měla za úkol „přispívat k rozvoji a ochraně kapitálového trhu v rámci působnosti svěřené jí zákonem“ (§ 2 odst. 2 ZKCP). Byla nadána kontrolními pravomocemi a mohla ukládat rovněž sankce účastníkům

¹⁷ Např. v PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A.: *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004. 229 s. ISBN 80-86754-13-8. S. 166.

kapitálového trhu. Měla rovněž působit proti zneužívání veřejně nepřístupných informací sledováním a prověřováním podezřelých obchodů. S rozvojem důmyslných nekalých metod působení na kapitálovém trhu bylo zapotřebí orgánu, který by byl schopen takové praktiky odhalovat. Komise, narozdíl od policejních orgánů, měla disponovat množstvím odborníků na tuto oblast.

Působení Komise pro cenné papíry, četné novelizace výše zmíněných předpisů a přijetí předpisů nových měly jistě výrazný podíl na celkové kultivaci investičního prostředí v České republice. Zásadním právním předpisem se stal zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále též „ZPKT“), který nabyl účinnosti 1. května 2004 (dnem vstupu smlouvy o přistoupení České republiky k Evropské unii v platnost). Jak je patrné z data účinnosti, zákon byl do značné míry odpovědí na vstup ČR do EU (podobně jako ZKI).

ZPKT komplexně upravil veřejnoprávní regulaci služeb poskytovaných na kapitálovém trhu a jejich poskytovatelů. Cílem tohoto zákona bylo především:

- zharmonizování právních předpisů s právními akty Evropských společenství,
- zefektivnění fungování kapitálového trhu v České republice a posílení jeho alokační funkce,
- zvýšení ochrany zejména drobných investorů (neprofesionálů).¹⁸

Přijetí ZPKT se zásadním způsobem dotklo podoby zákona o cenných papírech. Ten do té doby upravoval poskytování služeb na kapitálovém trhu, podobně i jeho subjekty. Úprava postavení a činnosti obchodníka s cennými papíry se tak nově a systematictěji stává součástí zákona upravujícího podnikání na kapitálovém trhu. Rovněž tak se přesouvá úprava veřejného trhu a organizátora veřejného trhu, výčet investičních služeb a instrumentů a ochrana finančního trhu.

¹⁸http://isap.vlada.cz/Lexdata/lex_zv.nsf/4ff4e0d773832dc4c1257467002f7b23/ffdea8e455c87bfcc1256e92002b2c19?OpenDocument, cit. 1.3.2009.

Další zásadní změnou v oblasti úpravy kapitálového trhu bylo sjednocení dohledu nad finančním trhem do ČNB. K 31. březnu 2006 ukončila svou činnost Komise pro cenné papíry a od 1. dubna veškerou její agendu převzala ČNB.¹⁹ Ministerstvo financí ČR zůstává ústředním orgánem pro finanční trh a ochranu zájmů spotřebitelů na finančním trhu s výjimkou dohledu nad finančním trhem v rozsahu působnosti ČNB.²⁰ ČNB vykonává mj. dohled nad bankami, pobočkami zahraničních bank, spořitelními a úvěrními družstvy, obchodníky s cennými papíry, emitenty cenných papírů, centrálním deponitářem, jinými osobami vedoucími evidenci investičních nástrojů, investičními společnostmi, investičními fondy, provozovateli vypořádacích systémů, organizátory trhu s investičními nástroji a dalšími osobami, o nichž tak stanoví zvláštní právní předpisy upravující oblast podnikání na kapitálovém trhu.²¹

2.3 Evropské směrnice

2.3.1 MiFID

V předchozích letech byl evropský kapitálový trh upraven především směrnicí 93/22/EHS, o investičních službách²² (dále též „ISD“). Představovala první významný pokus o vytvoření legislativního rámce pro plnou harmonizaci evropského trhu. Jejím cílem bylo vzájemné uznání regulací napříč Evropou. Zaměřovala se především na equity trhy a vytvářela koncept jednotného pasu pro OCP umožňující autorizaci a dohled domácích orgánů, ale zároveň poskytování některých investičních služeb v jiných zemích EU.²³

¹⁹ [Http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/), cit. 2. 3. 2009.

²⁰ § 4 odst. 1 zákona č. 2/1969 Sb., o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České republiky, ve znění pozdějších předpisů.

²¹ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

²² Investment Services Directive.

²³ DAVIES, R.; DUFOUR, A.; SCOTT-QUINN, B.: *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*. In FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E.: *Investor protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. S. 187.

ISD byla zrušena a nahrazena směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů (Markets in Financial Instruments Directive) ze dne 21. dubna 2004, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES (dále jen „MiFID“, popř. „směrnice o trzích finančních nástrojů“). Jedná se o rámcovou směrnici, na kterou navazuje prováděcí úprava:

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

- směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále jen „ID“, popř. „prováděcí směrnice“).

Zmíněné tři právní předpisy tvořící spolu jeden integrální celek byly přijaty v rámci tzv. Lamfalussyho procedury. Jedná se o proces implementace právních předpisů ES v oblasti finančního trhu založený na čtyřech stupních:

- 1) v prvním stupni jsou vydávány rámcové právní předpisy,
- 2) ve druhém stupni jsou vydávány prováděcí předpisy,
- 3) ve třetím stupni vydává Evropská komise metodiky k zajištění konzistentní aplikace předpisů v členských státech,
- 4) čtvrtý stupeň spočívá v kontrole souladu národní a evropské legislativy.²⁴

Účelem směrnice o investičních službách bylo stanovení podmínek jednotlivým bankám a obchodníkům s cennými papíry, kteří získali potřebné povolení, pro poskytování služeb a zřizování poboček v členských státech pod dohledem domovské země. ISD se tedy

²⁴ Blíže viz <http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/1.html>, cit. 11. 2. 2009.

zaměřila především na otázky harmonizace podmínek vstupu OCP do odvětví a pravidel chování. Postupem času se však trh rozvíjel a bylo zapotřebí upravit podmínky pro poskytování mnohem komplexnějších služeb širšímu spektru klientů, resp. investorů.

Odpovědí na tyto potřeby se stala směrnice o trzích finančních nástrojů. Na jedné straně zjednodušuje OCP možnosti poskytování služeb v rámci celého Společenství, na druhé straně neopomíná současně potřebu zvýšené úrovně ochrany investorů s důrazem na jejich kategorizaci.

MiFID upravuje zejména podmínky podnikání na kapitálovém trhu. Regulační principy obsažené v MiFID se oproti ISD nevztahují pouze na obchodování s akciemi, ale také na mnoho dalších finančních instrumentů, například derivátů s hodnotou vztaženou k úrokovému výnosu, apod. Vztahuje se na OCP, regulované trhy a některé úvěrové instituce. Oproti původní úpravě rozšiřuje regulaci, investiční služby jsou v novém pojetí rozšířeny o investiční poradenství. Upraven je výčet a rozsah derivátů, které zahrnují i komoditní a exotické deriváty. Změny se dotkly rovněž postavení obchodníků s cennými papíry, zásadní změnu přináší úprava kategorizace zákazníků a pravidel jednání s nimi. Tržní prostředí je obohaceno o nové tržní platformy, zvýšený důraz je kladen na transparentnost trhu.²⁵

Směrnice o trzích finančních nástrojů stanovila členským státům povinnost uvést do souladu národní právní předpisy, a to do 30. dubna 2006. Termín transpozice byl však posunut na 31. leden 2007 a účinnost směrnice byla posunuta k 1. listopadu 2007. Česká republika se vypořádala s výše uvedenou lhůtou se zpožděním, když přijala s účinností od 1. července 2008 zákon ze dne 5. června 2008 č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a další související zákony. Ustanovení o uznání způsobu ověřování odbornosti obvyklého

²⁵ [Http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html](http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html), cit. 12. 10. 2008.

na kapitálových trzích (§ 14a ZPKT) mělo stanovenu účinnost od 1. ledna 2009. Přejídná ustanovení obchodníkům s cennými papíry, organizátorům regulovaného trhu a dalším osobám poskytujícím služby podle dosavadního znění ZPKT stanoví povinnost uvést své činnosti do souladu s novelizovanou úpravou v pěti až devítiměsíčním přechodném období.

2.3.2 UCITS

Významným předpisem komunitárního práva v oblasti kolektivního investování je již zmíněná směrnice Rady č. 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (anglicky Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, dále jen „UCITS“). Platné znění této směrnice se odrazilo v ZKI. UCITS se soustředí na úpravu tzv. standardních fondů, které ZKI definuje v § 2 odst. 1 písm. d) jako fondy kolektivního investování splňující požadavky práva ES. Stanoví podmínky pro jejich zakládání a správu. Jednotná licence k distribuci na území EU pak dopadá pouze na cenné papíry těchto fondů. Členské státy mohou umožnit vznik i jiných fondů, jejich přeshraniční nabízení však je omezeno.

Směrnice dále upravuje činnost správcovských společností (management companies), označovaných ZKI jako investiční společnosti. Úprava připouští existenci fondů s právní subjektivitou (investiční fond) a bez ní (podílový fond). Tyto fondy charakterizuje několik prvků. Jedná se především o otevřenost, která znamená možnost investorů požadovat zpětný odkup cenných papírů daného fondu. Dále pak veřejnost, která znamená, že z režimu směrnice jsou vyloučeny privátní fondy vytvořené jen pro úzký okruh investorů. Distribuce produktů se tak odehrává prostřednictvím veřejné nabídky, pro kterou je nezbytné vytvořit prospekt včetně stanov investiční společnosti. Fondy smějí investovat svěřený majetek jen do vymezeného okruhu finančních instrumentů, který byl novelizující směrnicí č. 2001/108/ES rozšířen

např. o nástroje peněžního trhu, finanční deriváty, fondy fondů, indexové fondy, apod. Směrnice rovněž stanoví pravidla pro rozkládání rizika.

Novelizující směrnice č. 2001/107/ES umožnila správcovským společnostem nabízet na základě povolení některé ze služeb (portfolio management, investiční poradenství, úschova a správa cenných papírů kolektivního investování), které přesahují oblast kolektivního investování a byly dosud vyhrazeny obchodníkům s cennými papíry. Pokud tedy bude správcovská společnost poskytovat uvedené investiční služby, bude muset plnit stejné povinnosti jako OCP.²⁶

2.4 Změna zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Jak bylo uvedeno výše, ZPKT, který upravuje postavení OCP, byl v důsledku implementace MiFID rozsáhle novelizován zákonem č. 230/2008 Sb. Společně s ním byly novelizovány i další právní předpisy. Dotčenými zákony jsou:

- zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon), ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů,

²⁶ DĚDIČ, J. a ČECH, P.: *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*. Praha: Polygon, 2005. 496 s. ISBN 80-7273-122-X. S. 287-288.

- zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 254/2000 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů,
- zákon č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů.

Zákonem o podnikání na kapitálovém trhu byly zrušeny:

- vyhláška č. 260/2004 Sb., o náležitostech technického provedení kótovaných listinných cenných papírů,
- vyhláška č. 59/2007 Sb., o druzích odborných obchodních činnostech obchodníka s cennými papíry vykonávaných prostřednictvím makléře, o druzích specializace makléře a o makléřské zkoušce.

Řada dalších prováděcích vyhlášek byla nahrazena novými (např. vyhláška č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb) nebo v souvislosti se změnami úpravy podnikání na kapitálovém trhu byla novelizována (např. vyhláška č. 605/2006 Sb., o některých informačních povinnostech OCP, ve znění pozdějších předpisů).

3. Obchodník s cennými papíry

Po úvodních kapitolách se dostáváme k samotnému obchodníkovi s cennými papíry. Nejprve se budeme zabývat jeho postavením, posléze jeho činností. V závěru kapitoly pak budou popsány tržní platformy, kterých OCP může při své činnosti využívat či je provozovat.

3.1 Definice

OCP je klíčovým účastníkem kapitálového trhu. Jak bylo uvedeno v první kapitole, kapitálový trh je místem, kde se obchoduje s cennými papíry a střetává se nabídka s poptávkou. OCP pomáhá svou činností zprostředkovatele obchodů na kapitálovém trhu zajišťovat střet obou stran trhu a udržovat potřebnou likviditu investičních nástrojů.

Z právního hlediska je obchodník s cennými papíry vymezen v § 5 ZPKT jako „právnícká osoba, která poskytuje investiční služby na základě povolení České národní banky k činnosti obchodníka s cennými papíry.“

3.2 Povolení k činnosti

Český právní řád neumožňuje, aby povolení ČNB k činnosti OCP získala jiná než právnícká osoba. Evropské právo však za určitých podmínek vymezených v čl. 4 bod 1 odst. 1 MiFID členským státům umožňuje zahrnout pod pojem OCP i jiné, než právnícké osoby. Mohou se jimi stát jednak podniky, které nejsou právníckými osobami, a to za podmínky, že

- jejich právní statut zajišťuje zájmům třetích osob úroveň ochrany srovnatelnou s ochranou poskytovanou právníckou osobou,
- podléhají obezřetnostnímu dohledu přizpůsobenému jejich právní formě.

Dále pak může být považována za obchodníka s cennými papíry fyzická osoba, která poskytuje služby, při nichž dochází k držbě peněžních

prostředků nebo převoditelných cenných papírů třetích osob, a to pouze za následujících podmínek:

- vlastnická práva třetích osob jsou chráněna, především pro případ nesolventnosti podniku nebo jeho vlastníků, konfiskace, vyrovnání nebo jiných nároků uplatňovaných věřiteli podniku nebo jeho vlastníky,
- podnik musí podléhat předpisům přijatým za účelem kontroly solventnosti podniku a jeho vlastníků,
- roční účetní závěrky podniků musejí být ověřeny auditorem,
- má-li podnik jediného vlastníka, musí jím být přijata opatření na ochranu investorů pro případ jeho smrti.²⁷

Povolení k činnosti OCP vydané v jednom členském státě je platné pro celé Společenství.²⁸ OCP tak může na základě tzv. jednotného evropského pasu poskytovat služby nebo vykonávat činnosti, ke kterým získal povolení, prostřednictvím pobočky nebo formou volného pohybu služeb, v celém Společenství. Teoreticky se tak může stát, že vedle OCP zřízeného dle českého práva ve formě akciové společnosti bude tytéž služby poskytovat fyzická osoba, avšak na základě povolení získaného v jiném členském státě. Je pak na investorech, jakým subjektům budou důvěřovat a komu případně svěří své prostředky.

Poskytování investičních služeb OCP z jiného členského státu však podléhá určitým pravidlům. Jedná se především o oznamovací povinnost vůči ČNB. Podrobnosti stanoví § 21 a násl. ZPKT.

Povolení k činnosti OCP uděluje ČNB na základě splnění zákonných podmínek. Ve výčtu podmínek došlo novelou ZPKT k několika důležitým změnám.

V současnosti je možné, aby povolení k činnosti získala nejen akciová společnost, ale také společnost s ručením omezeným. Důvodem pro tuto změnu mohla být jednak skutečnost, že komunitární předpisy

²⁷ Viz článek 4 bod 1 odst. 1 MiFID.

²⁸ Viz článek 6 bod 3 MiFID.

nestanoví OCP žádnou konkrétní právní formu. Forma akciové společnosti vytváří zbytečně velkou administrativní zátěž na OCP. Náklady spojené s touto právní formou by pak mohly vést, zvláště při existenci jiných dostačujících regulatorních nástrojů, k neopodstatněnému snížení konkurenceschopnosti českých OCP na trhu Společenství. Novelizovaná právní úprava podnikání na kapitálovém trhu zahrnuje širší okruh činností, a tím se dotkla i širšího okruhu subjektů.²⁹ Z tohoto důvodu bylo rovněž vhodné povolit právní formu podnikání prostřednictvím společnosti s ručením omezeným.

Pokud je OCP společností s ručením omezeným, musí mít dle § 6 odst. 1 písm. a) ZPKT zřízenou dozorčí radu se stejnými pravomocemi jako dozorčí rada akciové společnosti dle obchodního zákoníku.

OCP musí splňovat požadavky na průhledný a nezávadný původ nejen základního, ale nově též počátečního kapitálu. Tento pojem je definován v § 2 písm. i) ZPKT jako součet

- a) splaceného základního kapitálu,
- b) splaceného emisního ážia,
- c) povinných rezervních fondů,
- d) ostatních rezervních fondů vytvořených ze zisku po zdanění, s výjimkou účelově vytvořených fondů,
- e) rozdílu nerozděleného zisku z předchozích období, uvedeného v účetní závěrce ověřené auditorem a schválené valnou hromadou, o jehož rozdělení valná hromada nerozhodla, a neuhrazené ztráty z předchozích období včetně ztráty.

Každý obchodník s cennými papíry je povinen udržovat určitou minimální hodnotu počátečního kapitálu. Konkrétní výše v rozpětí od 25 000 EUR do 730 000 EUR je uvedena v § 8a ZPKT a liší se u jednotlivých OCP dle rozsahu poskytovaných služeb a sjednaného pojištění pro případ odpovědnosti za škodu způsobenou při poskytování investičních služeb s určitým minimálním limitem pojistného plnění.

²⁹ Důvodová zpráva k novele ZPKT, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2. 2009.

Společnost musí předložit k žádosti o povolení sérii podkladů, mezi nimi plán obchodní činnosti podložený reálnými ekonomickými propočty, návrh organizační struktury OCP, návrh pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a návrh pravidel jednání OCP se zákazníky. Posledně uvedená pravidla budou předmětem samostatné kapitoly, neboť ta se ve spojení s kategorizací zákazníků výrazně změnila.

ZPKT dále zapracovává požadavky směrnice na minimální počet vedoucích osob OCP, kterých má být minimálně 2 (článek 9 bod 4 MiFID). Společnost, která hodlá poskytovat novou hlavní investiční službu „provozování mnohostranného obchodního systému“ (dále též „MOS“) je povinna předložit návrhy pravidel obchodování, přijímání investičních nástrojů k obchodování a přístupu do MOS. V povolení OCP se nově uvádí, zda je oprávněn přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků (§ 6 odst. 2 ZPKT).

Kromě investičních služeb³⁰ může OCP, který není bankou, vykonávat též další podnikatelskou činnost, avšak pouze na základě registrace u ČNB. Další podnikatelskou činností se rozumí poskytování služeb na finančním trhu. Demonstrativní výčet v § 6a odst. 2 ZPKT obsahuje následující činnosti:

- zprostředkování nebo poradenství v oblasti stavebního spoření, hypotečních a jiných úvěrů, penzijního připojištění a pojištění,
- pronájem bezpečnostních schránek,
- směnárenská činnost a bezhotovostní obchod s cizí měnou,
- vzdělávací činnost v oblasti finančního trhu.

Předmětem podnikání OCP, který není bankou mohou tedy být pouze činnosti uvedené v povolení k činnosti OCP nebo další podnikatelské činnosti registrované ČNB. Jak povolení, tak i registraci je možné vydat i na dobu určitou. Žádost o povolení k činnosti podanou

³⁰ Viz kapitola 3.5.

na předepsaném tiskopise³¹ posoudí ČNB do 6 měsíců ode dne jejího doručení.

3.3 Vedoucí osoby OCP

Jak bylo popsáno, OCP musí mít nejméně 2 vedoucí osoby, které k výkonu své funkce potřebují předchozí souhlas ČNB. ZPKT dále stanoví sérii personálních požadavků na vedoucí osoby. Jsou jimi dosažení věku 18 let, plná způsobilost k právním úkonům a neexistence překážek k provozování živnosti, dále i požadavky na důvěryhodnost a odbornou způsobilost.³² Z novelizovaného ZPKT bylo vypuštěno ustanovení o neslučitelnosti funkcí. Současná úprava tedy apriori nevylučuje možnost, aby se vedoucí osoby věnovaly i dalším činnostem. Je tím současně kladena větší odpovědnost na ČNB, která posoudí, zda zejména činnosti uvedené v § 10 odst. 2 písm. b) ZPKT³³ nebrání řádnému výkonu funkce. Při takovém posuzování mají být ČNB nápomocna kritéria v podobě rozsahu pravomocí spojených s výkonem funkce, personálního vybavení a organizační struktury OCP. V novém § 10a ZPKT se vedoucím osobám OCP ukládá povinnost informovat ČNB o každé změně skutečností, za nichž jí byl udělen souhlas s výkonem funkce. O souhlas s výkonem funkce přijde ta vedoucí osoba, která nezačne svou funkci vykonávat ve lhůtě 6 měsíců od udělení souhlasu, což lze považovat za rozumné ustanovení, které by mělo garantovat, že vedoucí osoba se bude své funkci skutečně věnovat a nepůjde pouze o osobu dosazenou tzv. “pro formu“. Jako problematičtější už se jeví fakt, že tato lhůta platí i pro situace, kdy vedoucí osoba OCP nevykonává funkci z jakýchkoliv důvodů. Může se pak snadno stát, že v případě dočasných zdravotních problémů vedoucí osoby o souhlas k výkonu funkce přijde. Bude pak muset opětovně

³¹ Náležitosti stanoví vyhláška č. 255/2008 Sb., o vzorech tiskopisů a obsahu jejich příloh k podání žádosti podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

³² Náležitosti příloh prokazujících důvěryhodnost a odbornou způsobilost stanoví vyhláška č. 255/2008 Sb.

³³ „...profesní, podnikatelská nebo jiná obdobná činnost, zejména činnost u osoby s obdobným předmětem podnikání.“

žádat ČNB o udělení nového souhlasu. V případě potřeby však bude OCP hledat zcela novou vedoucí osobu. Bylo by vhodné, kdyby úprava byla rozšířena o možnost řešit takové situace dočasným zastoupením jinou osobou. Jedinou prevencí možných nepříjemností doposud je, aby OCP nad požadavky zákona měl více než dvě vedoucí osoby.

3.4 Kontinuita činnosti OCP po novele ZPKT

V souvislosti se změnou právní úpravy kapitálových trhů je nezbytné zmínit, že obchodník s cennými papíry činný dle dosavadních právních předpisů neztrácí své postavení ani dle nové úpravy. V souladu s čl. 71 odst. 1 MiFID „investiční podniky (OCP), které ve svých domovských státech obdržely povolení k poskytování investičních služeb před 30. dubnem 2006, jsou považovány za podniky povolené i pro účely této směrnice, jestliže právní předpisy dotyčných členských států stanoví, že tyto podniky musí k zahájení takové činnosti vyhovět podmínkám srovnatelným s podmínkami stanovenými v člancích 9 až 14.“

Směrnice o trzích finančních nástrojů tedy stanoví dvě podmínky pro další fungování OCP. První je skutečnost, že OCP musí mít povolení k činnosti dle dosavadních právních předpisů domovského státu. Druhou podmínkou je povinnost vyhovět podmínkám uvedeným ve směrnici MiFID.

Požadavky odpovídající první podmínce jsou obsaženy v čl. II odst. 1 zákona č. 230/2008 Sb., který stanoví, že „Povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, udělené obchodníkovi s cennými papíry podle dosavadních právních předpisů, se považuje za povolení udělené podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění účinném ode dne nabytí účinnosti tohoto zákona (1. července 2008, pozn. autora).“ Požadavky odpovídající druhé podmínce obsahuje čl. II odst. 15 citovaného zákona, který stanoví: „Obchodník s cennými papíry uvede své poměry do souladu se zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění účinném ode dne nabytí

účinnosti tohoto zákona, nejpozději do 5 měsíců ode dne nabytí účinnosti tohoto zákona. Do té doby dodržuje pravidla činnosti a hospodaření stanovená v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění účinném ode dne nabytí účinnosti tohoto zákona přiměřeně.“

3.5 Investiční služby a nástroje

Z definice OCP vyplývá, že jeho podnikatelská činnost spočívá v poskytování investičních služeb. Investiční služby se dělí na hlavní a doplňkové. Novelou ZPKT došlo k rozšíření hlavních investičních služeb o investiční činnosti. Zavádí se tak nová legislativní zkratka „hlavní investiční služby“ (v širším smyslu), která zahrnuje hlavní investiční služby (v užším smyslu) a investiční činnosti. Ty se liší od hlavních investičních služeb v užším smyslu tím, že nemusejí být poskytovány pro třetí osoby. Pro oba typy hlavních investičních služeb je nutné získat povolení ČNB. Poskytování doplňkových investičních služeb, s výjimkou „úschovy a správy investičních nástrojů včetně souvisejících služeb“³⁴ není vázáno na povolení ČNB.

3.5.1 Hlavní investiční služby

Hlavními investičními službami jsou nově tzv. asset management, tj. obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání. Typově se tato služba blíží smlouvě o obhospodařování cenných papírů dle § 37a zákona č. 591/1992, o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů. Obhospodařovat investiční instrumenty však může pouze OCP na základě povolení ČNB. OCP nakládá s majetkem zákazníka dle vlastní úvahy. Vlastní úvaha však neznámá libovůli, diskrece je limitována smlouvou se zákazníkem, která alespoň rámcově vymezuje manévrovací prostor OCP. Obsah práv a povinností OCP zahrnuje

³⁴ § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT.

především nákup a prodej investičních instrumentů bez konkrétní instrukce zákazníka (v takovém případě by se jednalo o službu přijímání a provádění pokynů na účet zákazníka, popř. zprostředkování obchodů s investičními nástroji³⁵). Taková činnost klade velký důraz na odbornou vyspělost a zkušenost správce portfolia. Není tajemstvím, že řada OCP nenabízela v minulosti zákazníkům v tomto směru příliš velké záruky a snaha dohnat OCP k odpovědnosti za ztráty na majetku v důsledku špatných investic, byla jen nesplněným přáním mnoha nespokojených zákazníků.

Pro obchodníka s cennými papíry finančně velmi zajímavá investiční služba „upisování nebo umístování emisí investičních nástrojů“ (provize zprostředkovatele v USA za 1. pololetí roku 2008 byla v průměru 3,3% z hodnoty emise)³⁶ byla rozdělena na dvě samostatné služby, a to s ohledem na skutečnost, zda OCP přebírá závazek za jejich upsání či nikoliv (§ 4 odst. 2 písm. g) a h) ZPKT). Závazek upsání spočívá v tom, že investiční nástroje, které se mu nepodaří upsat u třetích osob, resp. pro které nenalezne kupce, je povinen upsat na vlastní účet. Klientu OCP, emitentu investičního nástroje, se tak dostává záruky, že jeho emise proběhne v pořádku. Pro OCP představuje taková služba větší motivaci k upsání celé emise, neboť v sobě skrývá riziko možného nuceného nákupu neupsaných akcií a úměrné zvýšení tlaku na růst nákladů celé transakce, riziko spojené s výkyvem hodnoty investičního nástroje nevyjímaje. Odpovědnost vyplývající z této služby nutí OCP k provedení podrobnější a věrnější finanční analýzy účetních výkazů emitující společnosti a k správné interpretaci celé řady jejích finančních ukazatelů včetně analýz rizik strategických a investičních záměrů, pro které společnost chce získat prostředky právě zamýšlenou emisí nových cenných papírů. Z uvedeného logicky vyplývá, že taková služba není bez významu ani

³⁵ § 4 odst. 2 písm. a) a b), resp. § 4 odst. 4 ZPKT.

³⁶<http://zpravy.kurzy.cz/148855-pocet-ipo-v-usa-nejnizsi-odroku-2003-podpora-venture-fondu-nejnizsi-od-r-1978/>, cit. 17. 8. 2009.

pro investorskou veřejnost. Pokud je tedy ochoten OCP převzít závazky za upsání zbývající části emise, dostává se investorské společnosti zvýšených záruk, že OCP je přesvědčen o dostatečné kvalitě emitovaných instrumentů. Důvodem pro takový závazek může být i snaha podpořit méně známého emitenta a pomoci přesvědčit investory k zařazení takových instrumentů do svých portfolií.

Zavedení nové tržní platformy v podobě mnohostranného obchodního systému se promítlo i do výčtu hlavních investičních služeb poskytovaných OCP na základě povolení ČNB. Blíže se této službě bude věnovat kapitola 3.9.2.

Další z hlavních investičních služeb se týká investičního poradenství ohledně investičních nástrojů. Jedná se o službu, která spočívá v individualizovaném poradenství, které, ať již přímo nebo nepřímo, směřuje k nákupu, prodeji nebo jinému nakládání s investičním nástrojem. Není rozhodné, zda k poskytování poradenství dochází z podnětu zákazníka, a to i potenciálního, nebo obchodníka s cennými papíry. V případě profesionálního zákazníka dle § 2a odst. 1 a 2 ZPKT³⁷ se předpokládá, že má dostatečné finanční zázemí k tomu, aby v souladu se svými investičními cíli podstupoval související investiční rizika, což klade na OCP nižší nároky ohledně informačních a dalších povinností. Dle předchozí úpravy byla tato služba zařazena pod § 4 odst. 3 písm. e) mezi doplňkové investiční služby. Nebyla tedy vyhrazena výlučně pro OCP a mohly ji poskytovat i odlišné subjekty. Přeřazení investičního poradenství do režimu hlavních investičních služeb znamenalo posílení ochrany investora. Individualizovaným poradenstvím se rozumí rada, která je zákazníkovi šitá tzv. na míru. Zohledňuje jeho situaci, potřeby, znalosti finančního trhu a zkušenosti, rovněž tak investiční cíle a finanční zázemí (v souladu s § 15h ZPKT).

³⁷ K pojmu profesionálního zákazníka viz kapitola 3.7.1.

3.5.2 Doplnkové investiční služby

Od hlavní investiční služby poskytování investičního poradenství je třeba odlišovat doplňkovou investiční službu poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí, která není individualizovaným poradenstvím, ale obecným doporučením, často určeným pro veřejnost (v takovém případě musí analýza obsahovat „stanovisko ohledně současné nebo budoucí hodnoty nebo ceny takových investičních nástrojů“³⁸). Analýza investičních příležitostí se chápe jako informace, která musí splňovat dvě zákonná kritéria:

- přímo nebo nepřímo doporučuje investiční strategii nebo investiční příležitost týkající se konkrétního investičního nástroje nebo emitenta investičního nástroje a
- adresát ji může vzhledem k okolnostem považovat za objektivní a nezávislé doporučení takové investiční strategie nebo investiční příležitosti.³⁹

Analýza investičních příležitostí může být zároveň i investičním doporučením (§ 4 odst. 9 ZPKT). Rozumí se jím informace od OCP, banky jiné osoby, jejíž hlavní podnikatelskou činností je právě tvorba investičních doporučení, přičemž tato informace přímo, nebo nepřímo doporučuje konkrétní investiční rozhodnutí týkající se finančního nástroje nebo emitenta finančního nástroje. Dále se může jednat o informaci od jiných osob, které přímo doporučují konkrétní investiční rozhodnutí týkající se finančního nástroje. Osoby, které v rámci svého povolání nebo podnikání tvoří či šíří taková investiční doporučení, musí vynaložit přiměřenou péči k tomu, aby uvedené informace byly poctivě vyjádřeny a prezentovány, a aby mohly na žádost ČNB doložit odůvodněnost investičního doporučení. Přičemž musí uvést své případné střety zájmů týkající se doporučovaných finančních nástrojů (§ 125 odst. 6 ZPKT).

³⁸ § 4 odst. 8 ZPKT.

³⁹ § 4 odst. 7 ZPKT

Jedinou doplňkovou investiční službou, kterou může poskytovat pouze osoba s povolením ČNB za předpokladu, že právní předpis nestanoví jinak, je „úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb“ (§ 4 odst. 3 písm. a ZPKT). Tato služba zahrnuje rovněž vedení příslušné evidence investičních nástrojů a s výjimkou drobných změn není novinkou.

Novou doplňkovou službou je služba obdobná investiční službě, která se týká majetkové hodnoty, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje (vesměs různé druhy komoditních derivátů uvedených v § 3 odst. 1 písm. g) až k) ZPKT), a která souvisí s poskytováním investičních služeb. Služba by měla umožnit spotové obchodování s komoditami, které jsou podkladovým aktivem komoditních a exotických derivátů.⁴⁰

Investiční službu pronájem bezpečnostních schránek novelizovaný ZPKT vypustil. Nyní ji OCP může poskytovat jako tzv. další podnikatelskou činnost, k níž stačí pouze registrace u ČNB.

Z povolení k poskytování investičních služeb existují četné výjimky obsažené v § 4b ZPKT. Novela pozměnila výčet osob, které nepotřebují k poskytování investiční služby povolení ČNB. Výčet osob, na které nedopadá směrnice MiFID, obsahuje článek 2 odst. 1 této směrnice. V souladu s ní ZPKT stanoví, že OCP, který poskytuje kromě obchodování na vlastní účet i jiné hlavní investiční služby, potřebuje k němu povolení ČNB.

3.6 Investiční nástroje

V předchozích kapitolách bylo popsáno, že náplní činnosti OCP je především poskytování investičních služeb, které většinou spočívají v nějaké formě nakládání s investičními nástroji nebo se investičních nástrojů nějak dotýkají. ZPKT v souladu s přílohou č. 1 oddíl C MiFID

⁴⁰ Důvodová zpráva k novele ZPKT, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2. 2009.

pozměňuje výčet investičních nástrojů, jichž se mohou investiční služby týkat.

Investičními nástroji jsou dle § 3 ZPKT investiční cenné papíry (typicky akcie a dluhopisy), cenné papíry kolektivního investování (podílové listy), nástroje peněžního trhu (depozitní certifikáty) a deriváty. Především ve výčtu derivátů došlo ke změnám, které mají vyhovět požadavkům MiFID. Za deriváty je možno označit investiční nástroje uvedené v § 3 odst. 1 písm. d) až k).

Oproti předchozí úpravě se dostávají do režimu ZPKT kromě finančních derivátů rovněž komoditní a tzv. exotické deriváty. Zákonem č. 230/2008 Sb. byl mj. novelizován zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů. Na komoditních burzách se nově mohou obchodovat jen komoditní deriváty, které nejsou investičními nástroji ve smyslu ZPKT. Pokud ano, je jejich obchodování na komoditní burze možné jen v případě, že taková burza získá za podmínek uvedených v ZPKT povolení ČNB k organizování regulovaného trhu nebo provozování mnohostranného obchodního systému.

Dynamický vývoj v oblasti kapitálových trhů a uvádění neustále nových a sofistikovaných investičních nástrojů přiměl tvůrce evropské legislativy k zařazení exotických derivátů do režimu směrnice MiFID (Příloha č. 1 oddíl C odst. 10 MiFID). ZPKT je vymezuje v § 3 odst. 1 písm. j) a k). Jedná se o deriváty, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům, emisním povolenkám nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům statisticky a oficiálně sledovaných, z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích. Dále to mohou být nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k majetkovým hodnotám, právům, závazkům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou určené pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů. Často se jedná o deriváty, jejichž součástí může být dohoda o výzvě k doplnění zajištění. Tato dohoda, resp. výzva k doplnění zajištění (nazývaná „margin call“), znamená, že

v případě, kdy hodnota zajištění investičních nástrojů pořízených na úvěr klesne pod smlouvenou hranici, OCP kontaktuje klienta, aby zajištění navýšil na požadovanou úroveň. V opačném případě dojde k nucenému prodeji nezajištěných investičních nástrojů.

ZPKT vymezuje investiční nástroje také negativně, když stanoví, že investičními nástroji nejsou platební nástroje.⁴¹

3.7 Kategorizace zákazníků

Doposud jsme se zabývali otázkami, kdo je OCP a co je náplní jeho činnosti. Nyní se podíváme blíže na to, komu své služby poskytuje. Nabízí se v zásadě jednoduchá odpověď – zákazníkům. Ve skutečnosti je ovšem odpověď trochu složitější. V oblasti vymezení zákazníků došlo totiž k zásadním změnám, které mají významný vliv na poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry. Novou kategorizaci přináší směrnice MiFID, která rozlišuje v čl. 31 úvodní části listiny tři kategorie zákazníků:

- neprofesionální zákazník,
- profesionální zákazník a
- způsobilá protistrana.

Jedním z hlavních cílů směrnice MiFID je ochrana investorů. Proto se opatření na jejich ochranu přizpůsobují specifikům jednotlivé kategorie. Míra ochrany neprofesionálních klientů je pochopitelně nejvyšší, způsobilá protistrana, jakožto určitý druh profesionálního zákazníka požívá ochrany nejnižší. Dosavadní úprava ZPKT pracovala s pojmem profesionální investor. Nová úprava tento pojem vypouští a reflektuje úpravu obsaženou v MiFID.

Kategorizace zákazníků se promítla do pravidel jednání OCP se zákazníky, zejména do oblasti informování zákazníka o poskytované investiční službě. Jednotlivé kategorie jsou vymezeny v § 2a až § 2d ZPKT. Kromě výše uvedených kategorií zákazníků per se existují ještě

⁴¹ Typicky např. dokumentární akreditivy, směnky, apod.

kategorie zákazníků na žádost. Jednotlivé skupiny tak nejsou zcela neprostopupné a je možné mezi nimi za zákonem stanovených podmínek přecházet. V určitých případech je k tomu potřeba souhlas OCP, který má možnost posoudit, zda v konkrétní situaci přechod mezi kategoriemi povolí.

3.7.1 Profesionální zákazník

Profesionální zákazník je vymezen v § 2a ZPKT. V 1. odstavci zmíněného paragrafu se profesionální zákazník vymezuje taxativním výčtem pomocí organizačně-funkčních a institucionálních kritérií. Jedná se o banky, spořitelny a úvěrní družstva, OCP, pojišťovny, zajišťovny, investiční společnosti, investiční fondy, penzijní fondy a další subjekty. Ve druhém odstavci se pak vymezuje profesionální zákazník pomocí kvantitativních kritérií. Rozumí se jím právnická osoba založená za účelem podnikání, která splňuje dle poslední účetní závěrky alespoň 2 ze 3 kritérií:

- celková výše aktiv alespoň 20.000.000,- EUR,
- čistý roční obrat alespoň 40.000.000,- EUR,
- vlastní kapitál alespoň 2.000.000,- EUR.

Jak už bylo naznačeno výše, ZPKT umožňuje profesionálnímu zákazníkovi, aby se dohodl s OCP, pro které obchody s investičními nástroji nebo investiční služby bude považován za zákazníka, který není profesionálním zákazníkem (tzv. „opting down“)⁴².

Obchodníkovi s cennými papíry se do rukou dostává možnost poskytnout profesionálnímu zákazníkovi vyšší míru ochrany i bez jeho souhlasu na základě sdělení, ve kterém specifikuje, pro které obchody s investičními instrumenty nebo investiční služby jej považuje za zákazníka, který není profesionálním zákazníkem.

⁴² Viz důvodová zpráva k novele ZPKT, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2 2009.

Profesionální zákazník na žádost

Proces přechodu mezi kategoriemi, může být také opačný (tzv. „opting up“). Profesionálním zákazníkem je totiž možné se stát také na žádost, se kterou musí OCP vyslovit souhlas. Žádost musí být písemná a musí obsahovat vymezení obchodu nebo služby, které se týká. K žádosti je ještě nutné přiložit písemné prohlášení o tom, že si je žadatel vědom možné ztráty nároku na náhradu ze zahraničního garančního systému a že OCP plní vůči němu povinnosti stanovené pro jednání OCP se zákazníky v užším rozsahu, než vůči neprofesionálnímu zákazníkovi.⁴³ Profesionálním zákazníkem na žádost se nemůže stát každý zákazník. Je nutné splnit alespoň 2 ze 3 následujících kritérií – určité množství provedených významných obchodů na regulovaném trhu se sídlem v členském státě EU, objem jeho majetku činí alespoň 500.000,- EUR, vykonával po dobu alespoň nejméně jednoho roku v souvislosti se svým povoláním činnost v oblasti finančního trhu.⁴⁴ OCP musí před vydáním souhlasu s žádostí zkoumat, zda žadatel splňuje kromě zmíněných kritérií požadavky na potřebné zkušenosti a odborné znalosti, je schopen činit vlastní investiční rozhodnutí a chápe související rizika. Tyto požadavky odpovídají obecné definici profesionálního investora dle směrnice MiFID.⁴⁵

V případě, že profesionální zákazník na žádost požádá OCP o převod do režimu zákazníka, který není profesionálním zákazníkem, ten mu vyhoví. Je však opět nutné vymezit obchody s investičním nástrojem a investiční služby, kterých se žádost týká. OCP má povinnost průběžně kontrolovat, zda profesionální zákazník na žádost stále splňuje náležitá kritéria týkající se odborných znalostí a zkušeností. I v případě profesionálního zákazníka na žádost je právem OCP, aby mu sdělil, že jej bude pro příště považovat za neprofesionálního zákazníka. Je otázkou, jakým způsobem by OCP

⁴³ § 2b odst. 2 ZPKT.

⁴⁴ § 2b odst. 1 ZPKT.

⁴⁵ Příloha č. 2 MiFID

kontroloval, zda zákazník stále splňuje příslušná kritéria. V případě některých obchodů by se jednalo o kontrolu před každým z nich, jindy by se udělala kontrola jen před prvním z obchodů určitého typu. Každopádně lze očekávat, že OCP nebudou k takovému kroku přistupovat příliš často.

3.7.2 Způsobilá protistrana

Způsobilá protistrana (z angl. "eligible counterparty") je zvláštním typem profesionálního zákazníka. Vůči tomuto zákazníkovi není pro některé investiční služby OCP povinen plnit povinnosti vyplývající z pravidel jednání se zákazníky ve smyslu ZPKT.

Text směrnice MiFID upravuje způsobilou protistranu na několika místech:

- článek 40 úvodní části – ten stanoví, že pro účely této směrnice by se způsobilá protistrana měla považovat za klienta,
- článek 24 – upravuje transakce se způsobilými protistranami,
- Příloha 2 – Profesionální klienti pro účely směrnice MiFID.

Česká právní úprava pojem způsobilé protistrany nepřejímá a vypořádává se s ním v § 2d odst. 1 ZPKT⁴⁶, když umožňuje OCP, aby při poskytování služeb přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka a obchodování s investičními nástroji na vlastní účet neplnil ve vztahu k profesionálnímu zákazníkovi upraveném v § 2a odst. 1 povinnosti stanovené v § 15 až § 15r ZPKT.

Za způsobilou protistranu se považuje, pokud s tím výslovně souhlasí, i zahraniční osoba (fyzická nebo právnická), vůči které není poskytovatel investičních služeb povinen podle příslušné zahraniční úpravy plnit povinnosti dle § 15 až § 15 r, byť by podle české úpravy takové povinnosti měl.

⁴⁶ Důvodová zpráva k novele ZPKT, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2 2009.

Zákon umožňuje profesionálním zákazníkům dle § 2a odst. 2 a profesionálním zákazníkům na žádost stát se způsobilou protistranou na základě písemné žádosti. Opět platí i možnost, že se profesionální zákazník se statutem způsobilé protistrany může na základě písemné žádosti stát standardním profesionálním zákazníkem. OCP je povinen takové žádosti vyhovět (§ 2d odst. 3 ZPKT).

Je však plně na rozhodnutí OCP, jestli bude plnit povinnosti dle § 15 až § 15r vůči zákazníkovi, ke kterému jinak tyto povinnosti nemá. I zde platí, že musí být zřejmé, kterých obchodů s investičním nástrojem nebo investičních služeb se postup OCP týká.

3.7.3 Retailový zákazník

Kategorií zákazníků, které se dostává nejvyšší míry ochrany, je kategorie drobných zákazníků (tzv. „retail clients“). V terminologii ZPKT se hovoří o zákaznících, kteří nejsou profesionálními zákazníky. Vůči takovým klientům musí OCP plnit nejvíce povinností a poskytovat jim nejvyšší míru ochrany.

Neprofesionálním zákazníkem je zákazník, který nespadá do žádné z předchozích kategorií. Dále pak ten, který se jím stane na základě žádosti.

Kategorizace zákazníků má sloužit především k větší ochraně investorů. Na tomto místě je nutné zmínit i právní úpravu s podobným cílem, ale užším okruhem chráněných subjektů. Jedná se o spotřebitele ve smyslu § 54a odst. 4 písm. c) zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, v znění pozdějších předpisů (dále též „OZ“). OZ upravuje smlouvy o finančních službách uzavíraných na dálku (§ 54a OZ). Rozumí se jimi smlouvy týkající se bankovních, platebních, úvěrových nebo pojistných služeb, penzijního připojištění, smlouvy týkající se poskytování investičních služeb nebo smlouvy týkající se obchodů na trhu s investičními nástroji. Na straně dodavatele může vystupovat mj. OCP, organizátor regulovaného trhu, investiční zprostředkovatel nebo zahraniční osoba s obdobným předmětem podnikání. OCP tak musí

plnit při uzavírání smluv o finančních službách prostředky komunikace na dálku povinnosti stanovené nejen ZPKT, ale také občanským zákoníkem. Jde zejména o informační povinnosti vůči spotřebiteli, které jsou však svým rozsahem obdobné informačním povinnostem dle ZPKT. Oproti tradičnímu ustanovení o možnosti odstoupit od smlouvy uzavřené prostředky komunikace na dálku, v případě finančních služeb, u nichž je cena závislá na pohybech cen na finančních trzích, odstoupení možné není.

Z hlediska plnění povinností OCP vůči zákazníkům (resp. spotřebitelům) neshledávám v této možná duplicitní úpravě zásadní problém. Cíle obou úprav jsou shodné, a sice ochrana investora. OCP by měl tedy poskytovat zákazníkovi, na nějž se vztahuje současně úprava OZ, takový katalog práv, který mu zaručuje širší ochranu.

3.8 Pravidla činnosti OCP

3.8.1 Obezřetné poskytování investičních služeb

„Obchodník s cennými papíry je povinen poskytovat investiční služby s odbornou péčí.“⁴⁷ V souladu s obecnou zásadou odborné péče doznala četných změn i pravidla činnosti a hospodaření obchodníka s cennými papíry. Úprava není obsažena jen v ZPKT, ale též ve vyhlášce ČNB č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, která jej v souladu s § 12f ZPKT provádí.

Obezřetnost poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry má zajišťovat zavedení a udržování řídicího a kontrolního systému (§ 12 písm. a) ZPKT), opatření k ochraně vnitřních informací (§ 12 písm. c) ZPKT), opatření k předcházení manipulaci s trhem (§ 12 písm. d) ZPKT) a řízení střetu zájmů (§ 12 písm. b) ZPKT).

⁴⁷ § 11a ZPKT.

Oblast compliance je blíže upravena jednotlivými ustanoveními vyhlášky č. 237/2008 Sb., přičemž touto činností se rozumí „průběžná kontrola dodržování právních povinností a povinností plynoucích z vnitřních předpisů obchodníka s cennými papíry.“⁴⁸ OCP je povinen ji zabezpečovat pomocí nezávislého organizačního útvaru, dříve postačovalo její zabezpečení prostřednictvím alespoň jednoho zaměstnance.

Nově jsou formulovány zvýšené požadavky týkající se oblasti střetu zájmů. Předchozí právní úprava ukládala OCP povinnost omezovat samotný vznik střetu zájmů. Dle § 10 vyhlášky č. 258/2004 Sb.⁴⁹ tak obchodník činil tím, že zaměstnancům zakazoval některé činnosti nebo kumulaci činností, které mohly vést ke vzniku střetu zájmů. Současná úprava klade důraz na povinnost OCP zajistit, aby při poskytování investičních služeb v důsledku střetu zájmů nedošlo k poškození zájmů zákazníků.⁵⁰ Proto musí zavést postupy pro zjišťování a řízení střetu zájmů mezi v zákoně uvedenými osobami, jejichž výčet je širší než v předešlé úpravě.

ZPKT stanovuje nová pravidla pro případy, kdy OCP vykonává činnosti prostřednictvím jiné osoby, tzv. outsourcing. Doposud byla tato problematika upravena pouze dílčím způsobem v prováděcím předpise.⁵¹ OCP je povinen při pověření jiné osoby tzv. významnou provozní činností zavést opatření vylučující vznik nepřiměřeného provozního rizika. Dále zajistí, aby taková činnost nebyla vykonávána způsobem, který by podstatně snižoval kvalitu řídicího a kontrolního systému nebo možnost ČNB vykonávat dohled nad dodržováním povinností OCP.⁵² V otázce odpovědnosti platí, že zůstává zachována odpovědnost OCP jak za plnění povinností vůči svým zákazníkům a ČNB, tak i za

⁴⁸ § 2 písm. c) vyhlášky č. 237/2008 Sb.

⁴⁹ Vyhláška č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky.

⁵⁰ Důvodová zpráva k ZPKT, k bodu 49, dostupná na

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2. 2009.

⁵¹ § 23 odst. 4 a 5 vyhlášky č. 258/2004 Sb.

⁵² § 12d odst. 1 a 2 ZPKT.

poskytování služeb s odbornou péčí. Tato opatření by měla zabránit tomu, aby se OCP vyhýbal plnění zákonných povinností přenosem činností na třetí osoby.

Ustanovení se však týkají pouze takových provozních činností OCP, které jsou považovány za významné. Významnými se rozumí činnosti, jejichž špatný výkon by vážně narušil řádné a plynulé poskytování investičních služeb nebo plnění povinností OCP, ohrozil jeho finanční stabilitu nebo měnil předpoklady OCP pro získání povolení k činnosti.⁵³ Naopak za významnou se nepovažuje činnost, která spočívá v právním a jiném poradenství, vzdělávání pracovníků nebo ochraně prostor a jiné služby, pokud nejsou součástí investičních služeb. Součástí negativního výčtu je dále odebrání standardizovaných služeb, včetně informací o trhu a cenách. Zákon umožňuje OCP za jistých podmínek pověřit činnostmi osoby se sídlem mimo území EU. Současně však musí mít OCP s poskytovatelem uzavřenu písemnou smlouvu, která mu umožní v případě nutnosti ukončit výkon provozní činnosti poskytovatelem, aniž by byla narušena plynulost a kvalita poskytování služeb zákazníkům. Rovněž musí být zajištěno, aby OCP, auditor a ČNB měli zajištěn přístup k informacím souvisejícím s provozní činností a vstup do prostor, ve kterých je tato činnost vykonávána.

Většina popsanych změn v právní úpravě má za cíl ochranu zákazníka. Nejinak tomu je v případě ochrany jeho majetku. Úprava se přesouvá do samostatného paragrafu a týká se nakládání s investičními instrumenty zákazníka a jeho peněžními prostředky. Z důvodu ochrany vlastnického práva k investičním nástrojům zákazníka si OCP pro jejich použití k obchodům na vlastní účet nebo na účet jiného zákazníka musí vyžádat výslovný souhlas zákazníka. V případě peněžních prostředků souhlas není nutný, pokud se jedná o vklady u OCP, který je bankou. V praxi není takové ujednání ojedinělé. OCP používají investiční instrumenty svých zákazníků ke krátkodobým repooperacím či buy-and-

⁵³ § 12d odst. 3 ZPKT.

sell operacím, přičemž zákazníci jsou povinni (ve smlouvách o úvěru na obchody s investičními instrumenty se setkáme s výrazem „oprávnění“) pod sankcí zvýšení úrokových sazeb udělit OCP k tomuto zvláštní plnou moc.

3.8.2 Jednání OCP se zákazníky

Obecnou povinností OCP při jednání se zákazníky je dodržování generální klauzule z § 11a ZPKT, která je v nově formulovaném § 15 zákona vyjádřena jako jednání, které je kvalifikované, čestné a v nejlepším zájmu zákazníků. Podrobnosti takového jednání uvádí zákon v následujících ustanoveních s tím, že na uzavírání obchodů mezi účastníky regulovaného trhu se sídlem v členském státě EU nebo mnohostranného obchodního systému provozovaného osobou se sídlem v EU se tyto povinnosti nevztahují. Tím nejsou dotčeny vztahy OCP, který je členem či účastníkem takového systému, se zákazníky. OCP nesmí při poskytování investičních služeb přijímat, nabízet nebo poskytovat peněžní nebo nepeněžní pobídky, které mohou vést k porušení povinností při jednání se zákazníky. Jsou však přípustné takové pobídky, které jsou hrazeny zákazníkem nebo obecně takové, které jsou hrazeny v jeho prospěch nebo přispívají ke zkvalitnění poskytované služby. Pokud jsou pobídky třetí strany, pak je nezbytné, aby byl zákazník před poskytnutím investiční služby o existenci pobídky informován.⁵⁴

Zákon stanoví dále pravidla pro komunikaci se zákazníky. OCP je povinen dodržovat určité postupy jak vůči stávajícím zákazníkům, tak i vůči těm, kteří se jimi mohou stát (tzv. potencionální zákazníci). Obecně platí, že jak osobně sdělované informace týkající se investičních služeb nebo investičních instrumentů, tak informace obsažené v propagačních sděleních, nesmějí být nejasné, nepravdivé, zavádějící nebo klamavé. Zvýšené ochrany požívá retailový zákazník, neboť jemu určené

⁵⁴ Blíže § 44 vyhlášky č. 237/2008 Sb.

informace mají obsahovat údaje o osobě OCP. Dále je nezbytné, aby při marketingových aktivitách a nabízení investičních služeb obchodníkem s cennými papíry nebyly zdůrazňovány pouze výhody a potencionální výnosy propagovaných investičních služeb, ale stejnou měrou též upozorňováno na případná rizika a nevýhody takové služby nebo je nějakým způsobem nezlehčoval.

Při analýze investičních příležitostí, kterou OCP tvoří, musí dbát na to, aby byla v souladu s informacemi, které poskytl zákazníkovi. Při šíření doporučení, které nejsou analýzou investičních příležitostí nebo investičním doporučením, musí upozornit v takovém doporučení zákazníka na to, že při jeho tvorbě nepostupoval podle pravidel ZPKT upravujících investiční doporučení.

V souvislosti s plněním uvedených povinností při komunikaci se zákazníkem zákon zavádí tzv. test běžného investora.⁵⁵ Jedná se o jakousi zvláštní kategorii „průměrného zákazníka“, resp. osoby s průměrnou inteligencí, obezřetností a rozpoznávací schopností.⁵⁶ Touto úpravou se vychází vstříc OCP, neboť se umožňuje, aby při poskytování informací zákazníkům předpokládal, že se jedná o běžného investora. Brání se tak nadměrnému zatěžování OCP pravidly při komunikaci se zákazníkem. OCP však musí úroveň komunikace přizpůsobit typu zákazníka (profesionální/neprofesionální), poskytované investiční službě nebo zvolenému prostředku komunikace.

Součástí povinností obchodníků s cennými papíry je plnění informačních povinností vůči zákazníkům. Míra těchto povinností závisí především na kategorii zákazníka, kterému je v dané situaci poskytována investiční služba. Zákazník, který není profesionálním zákazníkem, požívá obecně větší ochrany než zákazník profesionální, proto také informační povinnost vůči němu je širší.

⁵⁵ Důvodová zpráva k novele ZPKT k § 15c, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2. 2009.

⁵⁶ § 15c ZPKT.

Souhrn informací, které OCP ve stanovených lhůtách zákazníkovi ze zákona poskytuje, je poměrně široký. Kromě standardních údajů o osobě OCP, poskytovaných investičních službách, apod., musí být zákazníkovi poskytnuty informace nejen o možných rizicích spojených s poskytovanou investiční službou, ale také o možných zajištěních proti nim. To by se mělo týkat též pravidel pro provádění pokynů zákazníka. Měl by být informován nejen o mechanismu zadávání jednoduchých pokynů k nákupu či prodeji investičního nástroje, ale také o možnostech doplnit tyto pokyny o způsoby zajištění pro případ jiného než předpokládaného vývoje jeho kurzu a principech jejich fungování. Jedná se například o používání inteligentních pokynů typu stoploss. Uvedené informace musí obsahovat také propagační sdělení, pokud je jeho součástí návrh na uzavření smlouvy týkající se investičního nástroje nebo investiční služby. Postačí však, je-li v něm uvedeno, kde je možné se s takovými informacemi seznámit. OCP je dále povinen uvedené informace poskytnout v listinné podobě nebo v zásadě na jakémkoli nosiči informací, popř. způsobem umožňujícím dálkový přístup. Uvedené se týká především zákazníků, kteří nejsou profesionálními zákazníky. U profesionálního zákazníka k informování dochází v případě, že u vyjmenovaných skutečností došlo k významným změnám. U ostatních skutečností jen tehdy, pokud to profesionální zákazník vyžaduje.

Vyžadování informací od zákazníka

Informační povinnost nemá jen OCP. Jisté informace je povinen poskytovat obchodníkovi s cennými papíry také jeho zákazník. Na druhou stranu OCP má povinnost tyto informace od svých zákazníků vyžadovat, jinak není oprávněn některé investiční služby poskytnout. Při poskytování investiční služby spočívající v obhospodařování majetku zákazníka nebo v investičním poradenství dle § 4 odst. 2 písm. d) a e) ZPKT je povinen OCP od zákazníka získat informace o jeho znalostech

a zkušenostech v oblasti investic, finančním zázemí a investičních cílech. K posouzení znalostí se OCP dotazuje zákazníka zejména na jeho odborné znalosti v oblasti investic, vzdělání a povolání, předchozí zkušenosti zákazníka v oblasti investic (délka, frekvence a rozsah obchodování). Pro posouzení finančního zázemí míří dotazy na zdroje a výši příjmů, výši majetku a finanční závazky. Investiční cíle obsahují údaje o zamýšlené délce investice, vztahu zákazníka k riziku a účelu jeho investice.⁵⁷ Získané informace pak je povinen využít k vyhodnocení, zda odpovídají investičním schopnostem a finančním možnostem zákazníka (tzv. test vhodnosti, neboli suitability test).

OCP by měl pro tyto účely zavést procesy, které zajistí, aby poskytovatel investiční služby získal všechny potřebné údaje, projednal s klientem stupeň jeho znalostí a zkušeností i ve vztahu k jednotlivým nástrojům, produktům a službám a uchoval záznamy o těchto skutečnostech pro případ následné kontroly ze strany regulátora.

OCP není povinen přezkoumávat pravdivost uvedených informací. Je oprávněn vycházet z toho, že informace získané od zákazníka jsou spolehlivé, ledaže by věděl nebo mohl vědět, že jsou zjevně neúplné, nepravdivé nebo nepřesné. U ostatních hlavních investičních služeb je povinen žádat informace o odborných znalostech a zkušenostech v oblasti investic (test přiměřenosti, neboli appropriateness test), aby mohl posoudit, zda je daný produkt či služba pro zákazníka přiměřený.

OCP však není povinen provádět test vhodnosti nebo přiměřenosti vždy. Je tomu tak v situacích, kdy poskytuje služby tzv. execution only, spočívajících v plnění pokynů zákazníka při realizaci obchodu.⁵⁸ Pokud tedy OCP poskytuje hlavní investiční službu spočívající v přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů či provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka třeba i ve

⁵⁷ § 43 vyhlášky č. 237/2008 Sb.

⁵⁸ <http://www.deloitteandtouche.org/dtt/article/0,1002,cid%253D150839,00.html>, cit. 11. 06. 2009.

spojení s doplňkovými investičními službami, není povinen provádět u zákazníka test přiměřenosti za splnění následujících podmínek:

- požadovaná investiční služba je poskytována z podnětu zákazníka a týká se pouze jednoduchého investičního nástroje (především akcie obchodované na trzích EU, dluhopisy nebo cenné papíry je nahrazující),
- OCP informoval zákazníka o tom, že není povinen v takovém případě od něj požadovat informace o odborných znalostech a zkušenostech v oblasti investic.⁵⁹

Výše uvedené povinnosti přinesly velmi důležité změny v každodenní praxi poskytování investičních služeb zákazníkům. Nejinak tomu je v případě dodržování pravidel o provádění pokynů za nejlepších podmínek, tzv. best execution. Předchozí zákonná úprava dávala OCP za povinnost provádět pokyny zákazníků za nejlepších podmínek a v pořadí, v jakém je přijal. Podrobnosti však ponechával na vyhlášce č. 258/2004 Sb., která ukládá obchodníkovi zjišťovat nejlepší cenu, za kterou je možné pokyn provést a za tu pak pokyn realizovat.

V současnosti je OCP povinen před prováděním pokynů přizpůsobit postupy specifčnosti dané situace. Přihlédnout tedy musí ke kritériím:

- povahy zákazníka,
- zařazení zákazníka,
- povaze pokynu,
- povaze a vlastnostem investičního nástroje,
- povaze převodních míst, na něž lze pokyn nasměrovat a přitom ještě zohlednit:
 - cenu dosažitelnou na převodním místě,
 - celkový objem poplatků,
 - rychlost, s jakou lze pokyn provést,
 - pravděpodobnost provedení pokynu,
 - objem požadovaného obchodu,

⁵⁹ § 15k odst. 1 ZPKT.

- podmínky pro vypořádání,
- typ pokynu, popř.
- jakýkoliv jiný faktor mající význam pro provedení pokynu za zákazníka za nejlepších podmínek.⁶⁰

OCP je povinen učinit veškerá přiměřená opatření k tomu, aby zohledněním uvedených faktorů naplnil princip best execution. Pokud ovšem směřuje ze strany zákazníka konkrétní pokyn, může se od daných opatření odchýlit. Opatření k provedení pokynů za nejlepších podmínek pro zákazníka však nemají absolutizující povahu. Mají pouze odpovídat pravidlům, která OCP za tím účelem zavede. Požadovat u každého pokynu dosažení absolutně nejlepších podmínek by zřejmě nebylo pro OCP reálné.

Jak bylo uvedeno, je třeba zavést určitá pravidla pro provádění pokynů zákazníků. V těchto pravidlech by mělo být především uvedeno, které faktory jsou relativně důležitější, resp. které vzhledem k dané kategorii zákazníků, apod., budou upřednostněny. Dále pak obsahovat informace o používaných převodních místech. Zároveň nesmí být stanovena odměna OCP způsobem, který by bez objektivních důvodů zvýhodňoval některá převodní místa před jinými. Je rovněž nezbytné, aby OCP byl schopen zpětně na žádost zákazníka doložit, že pokyn byl proveden v souladu s pravidly pro provádění pokynů. Všechna uvedená pravidla je nutné průběžně sledovat a zjišťovat jejich účinnost.

S pravidly pro provádění pokynů musí být vysloven zákazníkem předchozí souhlas. Rovněž musí být udělen předchozí souhlas s prováděním pokynů mimo regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém.⁶¹

⁶⁰ § 151 odst. 1 ZPKT.

⁶¹ § 45 vyhlášky č. 237/2008 Sb.

Zpracování pokynů

Principu provádění pokynů za nejlepších podmínek pro klienta by asi nešlo dostát, pokud by jistým pravidlům nepodléhalo rovněž zpracování pokynů. OCP je proto povinen ve vztahu k pokynům zákazníků či pokynům na vlastní účet zpracovávat pokyny spravedlivě a bez zbytečných průtahů.

OCP je povinen zavést a udržovat taková pravidla pro zpracování pokynů, jejichž naplnění povede k neprodlenému a přesnému zaznamenání přijetí a provedení pokynů. Důležité je zpracování srovnatelných pokynů zákazníků podle časové priority jejich přijetí, s výjimkou případů, kdy je odlišný postup odůvodněn povahou pokynu, aktuálními podmínkami na trhu nebo zájmem zákazníka. Je otázkou, jakým způsobem OCP standardizovanými postupy zajistí, aby odchýlením se od principu časové priority v zájmu jednoho zákazníka nedošlo k poškození zájmů zákazníka jiného.

OCP dále zajišťuje neprodlené a přesné rozdělování investičních nástrojů, získaných peněžních prostředků a vzniklých nákladů v případě sdružování pokynů zákazníků navzájem nebo sdružování pokynů zákazníků s pokyny na vlastní účet. Pokud vzniknou při zpracování pokynu podstatné obtíže, je o tom OCP povinen neprofesionálního zákazníka neprodleně informovat. S řešením případných nesrovnalostí by měla počítat pravidla reklamace, které je OCP povinen zavést.⁶² OCP je rovněž povinen řádně vypořádávat provedené pokyny, pokud tuto činnost zajišťuje (tzv. settlement).

Pro sdružování pokynů platí pravidla specifikovaná v prováděcím předpise. Sdružováním pokynů se dle § 48 odst. 1 vyhlášky č. 237/2008 rozumí provádění pokynů zákazníka společně s obchodem na vlastní účet (účet OCP) nebo s pokynem jiného zákazníka. To je možné pouze za stanovených podmínek:

⁶² § 8 odst. 1 písm. g) vyhlášky č. 237/2008 Sb.

- nesmí být pravděpodobné, že sdružení pokynů bude pro zákazníky méně výhodné, než jejich samostatné provedení,
- zákazník byl o možné menší výhodnosti sdruženého pokynu informován,
- rozvržení plnění a závazků z provedeného sdruženého pokynu se uskuteční v souladu s příslušnými pravidly a nepoškodí to žádného zákazníka.

V případě, že nastane situace, kdy sdružený pokyn a obchod na vlastní účet byl uspokojen jen částečně, OCP je povinen přiznat plnění a odpovídající závazky ze sdruženého pokynu přednostně zákazníkovi. Připadá v úvahu rovněž poměrné uspokojení, pokud by se zákazníkům pokyn jako samostatný neuskutečnil vůbec, nebo za méně výhodných podmínek.

Obchodník s cennými papíry neprovádí jen pokyny zákazníků, ale obchoduje též na vlastní účet. OCP tak disponuje informacemi, které by mohl snadno zneužít ve svůj prospěch a poškodit tak zájmy klienta. ZPKT proto zakazuje obchodníkovi využívat informace týkající se neprovedených pokynů zákazníka tak, aby před provedením takového pokynu nabyl nebo zcizil na svůj účet investiční nástroj, jehož se zadaný pokyn týká nebo nástroj, jehož hodnota je odvozena od investičního nástroje, jehož se pokyn zákazníka týká. Obchodník musí zabránit zneužití informací rovněž u osob se zvláštním vztahem k OCP.

Po provedení pokynu je OCP povinen o této skutečnosti zákazníka informovat, přičemž na jeho žádost i o stádiu dosud neprovedeného pokynu. Lhůty, ve kterých se tak musí dít, stanoví prováděcí předpis. V zásadě ale platí, že se tak musí dít neodkladně po provedení pokynu nebo obdržení žádosti zákazníka. Informační povinnost OCP se týká rovněž stavu majetku zákazníka, popř. závazků, které překročily předem dohodnutý limit.

3.8.3 Informační povinnost OCP

Doposud jsme se zabývali informačními povinnostmi mezi OCP a zákazníky. Neméně důležitou oblastí je ovšem plnění informační povinnosti vůči ČNB. V návaznosti na předpisy Evropských společenství⁶³ informuje obchodník s cennými papíry ČNB, a to bez zbytečného odkladu, nejpozději však do konce následujícího pracovního dne, o uzavřených obchodech s kótovanými investičními nástroji. Uvedená povinnost se ve většině případů plní elektronickou cestou, je možné tak učinit i prostřednictvím regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému. ČNB pak získané informace předává orgánu dohledu členského státu EU s trhem nejvýznamnějším z hlediska likvidity tohoto investičního nástroje. V případě poskytování investičních služeb organizační složkou zahraniční osoby s povolením orgánu dohledu členského státu EU na území ČR, ČNB předá informace o uzavřených obchodech příslušnému orgánu dohledu.

3.8.4 Personální vybavení

Kvalita poskytování služeb OCP je odrazem kvality osob, jejichž prostřednictvím OCP služby poskytuje. Zvýšené požadavky na znalosti a zkušenosti těchto osob vedou k lepšímu naplnění jednoho z cílů změn právní úpravy kapitálových trhů. Regulace si klade za cíl rozšířit počet osob majících potřebné znalosti a zkušenosti. Klade se důraz na ochranu zákazníků, transparentnost a integritu trhu a omezení operačních rizik finančních institucí.⁶⁴

Původně byly služby poskytovány tzv. makléři. Tato úprava byla nahrazena novým zněním § 14 ZPKT. Obecně musí OCP zajistit, aby jeho personální vybavení bylo přiměřené povaze, složitosti a rozsahu jím prováděných činností. Personálním vybavením se rozumí

⁶³ Čl. 12 a 13 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 provádějící směrnici Evropského parlamentu a Rady upravující trhy finančních nástrojů.

⁶⁴ Odůvodnění k vyhlášce č. 143/2009 Sb., dostupné na http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyh_lasky/download/oduvodneni_vyhlaska_143_2009.pdf, cit. 5. 7. 2009.

zaměstnanci OCP, investiční zprostředkovatelé, vázaní zástupci a jejich zaměstnanci, vedoucí osoby a další osoby, pomocí kterých provádí obchodník své činnosti (např. osoby pověřené výkonem významné provozní činnosti). Všechny vyjmenované osoby musejí být osobami důvěryhodnými, se znalostmi a zkušenostmi nezbytnými pro plnění jim přidělených činností. Navíc tyto kvality musí být schopny obchodníkovi prokázat příslušnými doklady, zejména potvrzením o složení odborné zkoušky, potvrzením o absolvování odborného kurzu, potvrzením o ukončeném studiu nebo jiným dokladem. Podrobnosti jsou uvedeny v prováděcím předpise - vyhlášce č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí OCP své činnosti. Opouští tak koncepci makléře jako osoby vykonávající odbornou obchodní činnost, kterou upravovala vyhláška č. 59/2007 Sb. (zrušena k 1. červenci 2008). Požadavky týkající se profesních kvalit se nevztahují pouze na osoby poskytující samotné investiční služby, nýbrž také na osoby zabývající se řízením rizik, compliance nebo interního auditu.

Vázaný zástupce

Vázaný zástupce jako jedna z možností, jak poskytovat některé investiční služby, je fyzickou nebo právnickou osobou. Na základě písemné smlouvy se zastoupeným (OCP nebo investiční zprostředkovatel nebo zahraniční osoba s povolením poskytovat investiční služby) a jeho jménem je oprávněn zprostředkovat nebo uzavřít obchody týkající se hlavních investičních služeb dle § 4 odst. 2 písm. a) a h) ZPKT a propagovat investiční služby, pokud je k jejich poskytování zastoupený oprávněn. Dále pak může nabízet investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, i když k nim zastoupený oprávněn není. Odpovědnost vázaného zástupce je do značné míry omezena, neboť nemůže od zákazníků přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje, navíc za jím poskytované služby odpovídá zastoupený. Svou činnost však musí vykonávat s odbornou péčí. Ve

vztahu se zastoupeným je chráněn tím, že zastoupený musí jednat poctivě a v dobré víře.

Jak z názvu vyplývá, vázaný zástupce může vykonávat činnost pouze pro jednoho zastoupeného. ZPKT stanoví, že OCP, jeho vedoucí osoba, zaměstnanec nebo společník nesmí být vázaným zástupcem. K činnosti vázaného zástupce je nezbytný zápis do seznamu vázaných zástupců vedených ČNB. Zápis je proveden po předložení příslušných dokumentů na základě podané žádosti, a to do pěti pracovních dnů. Zvláštností je, že ČNB nepřezkoumává pravdivost předkládaných informací ani splnění podmínek pro zápis zástupce do seznamu. Za výše uvedené odpovídá zastoupený, který také podává příslušnou žádost. Ten musí zajistit, aby zástupce poskytoval služby především v souladu s pravidly jednání se zákazníky. Rovněž je povinen nahlásit ČNB zánik vztahu mezi ním a zástupcem. Vázaný zástupce však takovou povinnost nemá, může však podat žádost o výmaz ze seznamu, avšak prostřednictvím zastoupeného. Ukončení vztahu se děje okamžitou výpovědí, pokud jedna ze stran nespĺňuje zákonné podmínky.

Investiční zprostředkovatel

Další osobou, jejímž prostřednictvím může OCP poskytovat své služby, je investičního zprostředkovatel. Jeho postavení je zakotveno v § 29 a násl. ZPKT. Jedná se o osobu (fyzickou či právnickou), která je oprávněna poskytovat pouze hlavní investiční službu spočívající v přijímání a předávání pokynů nebo investiční poradenství týkající se investičních cenných papírů nebo cenných papírů kolektivního investování. Naopak nemůže přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje. Pokyny předává pouze vymezenému okruhu subjektů, zejména bance, OCP, investiční společnosti nebo investičnímu fondu.

Investiční zprostředkovatel musí být registrován u ČNB. Registraci získá osoba splňující zákonné požadavky ve lhůtě 30 dní od

doručení žádosti. ČNB zamítne pouze žádosti, kde žadatel nedoloží splnění podmínek ani v probíhajícím správním řízení. Vlivem MiFID došlo ke zpřísnění podmínek pro činnost investičního zprostředkovatele. Vztahují se něj do značné míry stejná pravidla, kterým podléhá OCP. Navíc došlo ke zrušení investičních zprostředkovatelů druhé úrovně. Ti se tak přesouvají do režimu vázaného zprostředkovatele, jelikož investiční zprostředkovatel může služby poskytovat pouze statutárním orgánem, členem statutárního orgánu, vázaným zástupcem nebo pomocí zaměstnanců.

3.8.5 Transparentnost

V souladu se směrnicí MiFID byly zavedeny ZPKT požadavky na transparentnost, od jejichž jednotného používání v celé EU se očekávalo, že by mělo přispět k lepšímu propojení finančních trhů a větší konkurenci mezi jednotlivými trhy. Tím mělo dojít k postupnému snižování transakčních nákladů prováděných obchodů s akciemi, z čehož měli profitovat především investoři, tedy i klienti obchodníků s cennými papíry.

Transparentnost spočívá ve větší informovanosti investorů a účastníků trhu o aktuálních cenách, za kterých mohou nakupovat a prodávat akcie (tzv. předobchodní transparentnost). Dále též informovanosti o cenách, za jaké byly akcie nakoupeny a prodány (tzv. poobchodní transparentnost). Výjimky existují u velkých nadlimitních obchodů.⁶⁵ Pravidla je nutné dodržovat jak na regulovaném trhu, tak i v mnohostranném obchodním systému, při systematické internalizaci nebo mimo tato obchodní místa. Pro poobchodní transparentnost je charakteristický požadavek na co nejrychlejší zveřejňování údajů o provedených obchodech. Uvedené platí pro akcie, u jiných investičních

⁶⁵

[Http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,sid%253D12542%2526cid%253D150848,00.html](http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,sid%253D12542%2526cid%253D150848,00.html), cit. 7. 7. 2009.

nástrojů platí odchylná úprava. Součástí požadavků na transparentnost je také informační povinnost vůči domácímu regulátoru.

3.9 Tržní platformy

MiFID přinesl celou řadu změn v oblasti regulovaných trhů s investičními nástroji. Z tohoto důvodu byla přepracována tato část ZPKT. Změny se dotkly jak nastavení jednotných podmínek pro organizátory trhů, tak organizačních předpokladů, či možnosti využití samoregulačních oprávnění.⁶⁶ Původně ZPKT upravoval regulovaný trh s investičními nástroji, burzu cenných papírů a mimoburzovní trh. V současnosti upravuje kromě regulovaného trhu ještě mnohostranné obchodní systémy a tzv. systematickou internalizaci.

3.9.1 Systematická internalizace

Systematická internalizace (dále též „SI“) je jakousi alternativní obchodní platformou k regulovanému trhu a mnohostrannému obchodnímu systému. Je určena pouze pro OCP a spočívá v jisté formě obchodování na jeho vlastní účet. Jedná se o pravidelnou a systematickou činnost OCP, který provádí pokyny svých zákazníků týkající se investičních nástrojů, a to mimo regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém. Zahájení nebo ukončení systematické internalizace s kótovanými akciemi postačí bez zbytečného odkladu oznámit ČNB, není zde zapotřebí žádná schvalovací procedura. Je však zapotřebí splňovat podmínky stanovené přímo použitelným předpisem Evropských společenství, a sice nařízením Komise (ES) č. 1287/2006. Nařízení považuje za systematického internalizátora takového OCP, pro kterého:

- a) tato činnost plní významnou komerční úlohu a je prováděna podle pevně stanovených pravidel a postupů,

⁶⁶ http://ihned.cz/1-10108850-20949330-000000_save-d6, cit. 17. 8. 2008.

- b) činnost provádí zaměstnanci nebo je prováděna prostřednictvím automatizovaného technického systému k tomu účelu určenému,
- c) činnost je pro zákazníky dostupná pravidelně nebo průběžně.⁶⁷

OCP zde vystupuje vůči svým zákazníkům jako tvůrce trhu (market maker). Tím se rozumí osoba, která na finančním trhu obchoduje na vlastní účet s investičními nástroji tak, že průběžně nabízí účastníkům příslušného trhu nebo jeho části příležitost uzavřít s ní obchod týkající se investičního nástroje za jí stanovenou cenu. SI se provádí za pevně stanovených pravidel a postupů. S tím souvisí povinnost OCP uveřejňovat kotace pro likvidní kótované akcie. U nelikvidních kótovaných akcií tak činí na žádost zákazníků. Kotací se rozumí cena odpovídající tržním podmínkám, za kterou OCP nabízí nebo poptává jím předem určené množství akcií. OCP zveřejňuje kotace průběžně během obchodní doby a přístup k nim může zpoplatnit za cenu ne vyšší, než je cena obvyklá na finančním trhu. V případě, že nastanou na trhu výjimečné podmínky, je OCP oprávněn pozastavit uveřejňování kotace. Co se rozumí výjimečnými podmínkami na trhu, je OCP povinen uvést ve všeobecných obchodních podmínkách, aby nedocházelo ke zneužívání této klauzule. Podrobnosti k provádění SI upravuje nařízení Komise (ES) č. 1287/2006.

OCP má obecně povinnost provést pokyn za kótovanou cenu. V jistých případech, týkajících se profesionálních zákazníků, je možné provést pokyn i za cenu odlišnou od kotace. Jedná se o obchody s větším objemem akcií (nad 7500 EUR). Dále v případě portfoliových obchodů, kdy jeden obchod obsahuje 10 nebo více titulů cenných papírů. Za předem stanovených podmínek může OCP rovněž omezit některým zákazníkům přístup ke kotacím. Důvodem může být jak ekonomická situace zákazníka, tak riziko plynoucí pro OCP z velkého množství obchodů s jedním zákazníkem.

⁶⁷ Čl. 21 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006.

3.9.2 Regulovaný trh

Regulovaný trh (dále též „RT“) je možné, na rozdíl od SI, provozovat jen na základě povolení ČNB. Organizátorem regulovaného trhu (dále též „ORT“) může být pouze právnická osoba (akciová společnost nebo s.r.o.) s povolením ČNB. V povolení se zároveň uvede, zda je ORT oprávněn provozovat mnohostranný obchodní systém. ZPKT stanoví řadu požadavků na ORT, včetně minimální hodnoty základního kapitálu, pravidel obchodování, apod. ORT může provozovat další podnikatelskou činnost po jejím zaregistrování ČNB. Činnost může spočívat pouze v poskytování služeb souvisejících s finančním trhem nebo trhem komodit, např. v činnosti komoditní burzy. Povolení je možné získat jak na dobu neurčitou, tak i na dobu určitou. Je zajímavé, že ZPKT nezakazuje, aby se vedoucí osobou ORT stala osoba, která je vedoucí osobou jiného ORT v ČR nebo jiném členském státě EU. Navíc taková osoba nemusí mít k výkonu své funkce souhlas ČNB.

Organizátor regulovaného trhu může zřídit stálý rozhodčí soud. Ten může rozhodovat spory z obchodů na regulovaném trhu a další spory související s podnikáním na kapitálovém trhu. Řízení před rozhodčím soudem se řídí právním předpisem upravujícím rozhodčí řízení a výkon rozhodčích nálezů.

Regulovaným trhem (v ČR je jím Burza cenných papírů Praha a RM-SYSTEM) se rozumí trh s investičními nástroji organizovaný ORT v souladu s povolením ČNB, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovená pravidla pro:

- a) pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na RT,
- b) pravidla obchodování na RT,
- c) pravidla přístupu na RT.⁶⁸

První jmenovaná pravidla stanoví ZPKT, další dvojice pravidla stanoví ORT sám. Součástí pravidel přístupu na RT je stanovení povinností pro účastníky RT. Těmi mohou být obchodníci s cennými

⁶⁸ § 55 odst. 1 ZPKT.

papíry a zahraniční osoby s povolením k poskytování investičních služeb. Dále také jiné osoby, splňující podmínky důvěryhodnosti, odborné způsobilosti, solventnosti, apod.

Součástí regulovaného trhu může být oficiální trh s cennými papíry. Na takový trh mohou být přijaty pouze akcie nebo dluhopisy splňující přísnější podmínky regulace. Hodnota emise musí činit v případě akcií minimálně 1 mil. EUR a v případě dluhopisů alespoň 200 tisíc EUR. Cenný papír se k obchodování na oficiálním trhu přijímá na žádost, k jejímuž vyřízení má ORT šest měsíců. Rozhodnutí o přijetí či nepřijetí má pouze soukromoprávní charakter, ORT tedy nerozhoduje v rámci správního řízení.

3.9.3 Mnohostranný obchodní systém

Směrnice MiFID zavedla do právního řádu zcela novou obchodní platformu v podobě mnohostranného obchodního systému (dále též „MOS“). Jeho definice je obdobná definici regulovaného trhu. Rozdílem je však především skutečnost, že MOS může být provozován nejen ORT, ale též OCP. Nejsou zde stanovena přísná pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování a na emitenty cenných papírů přijatých k obchodování na MOS jsou kladeny nižší nároky než na RT.

Obchodování v MOS rozhodně není bez zásad. Provozovatel MOS je povinen zavést mj. transparentní pravidla pro obchodování, která stanoví objektivní kritéria pro provádění pokynů. Mezi základní vnitřní předpisy MOS patří dále pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování a pravidla přístupu do MOS. Provozovatel MOS nese odpovědnost za to, že účastníci systému budou mít přístup k veřejně dostupným informacím o všech investičních nástrojích přijatých k obchodování. Oproti oficiálnímu trhu, investiční nástroj může být přijat k obchodování na MOS i bez souhlasu emitenta. V takovém případě pochopitelně není povinen plnit vůči MOS žádné informační povinnosti.

Jak organizátor regulovaného trhu, tak i provozovatel MOS je povinen zavést opatření pro sledování dodržování pravidel obchodování v MOS. Vážná porušení pravidel nebo důvodná podezření na manipulaci s trhem pak musí hlásit ČNB.

4. Praktické poznatky dopadů změn právní úpravy na poskytovatele investičních služeb

V předchozí kapitole jsme se zabývali právní úpravou kapitálových trhů s ohledem na činnost a postavení OCP. Neméně zajímavé bude podívat se na praktickou ukázkou dopadu změn právní úpravy kapitálových trhů na poskytovatele investičních služeb. První, co každý podnikatelský subjekt napadne při chystaných změnách právní úpravy, kterou se musí řídit, je ekonomický dopad na jeho činnost. Každý subjekt, který se musel nové úpravě přizpůsobit, vynaložil řádově statisícové až několikamilionové prostředky⁶⁹ na provedení potřebných změn. Především jednorázové výdaje spojené s transformací zákonných požadavků do každodenní činnosti investičních podniků, proškolením zaměstnanců, vytvořením nových dokumentů a formulářů, apod. byly nemalé, byť se jistě případ od případu značně lišily. Především konzultační a právní služby tvořily značnou část jednorázových nákladů. Toho si byly vědomy i auditorské a konzultační společnosti, když například společnost Price Waterhouse Coopers vytvořila účelově oddělení zabývající se poskytováním konzultačních služeb v oblasti implementace MiFID.

Usilovné přípravy společností na nové právní prostředí si jejich stávající zákazníci příliš nepovšimli. Často jedinou připomínkou jim byl informační dopis o novele ZPKT implementující směrnici MiFID a o kategorizaci zákazníka a nových informačních povinnostech poskytovatele investičních služeb.⁷⁰ Viditelné změny však pro zákazníky nastaly až s poskytováním investičních služeb v souladu s novou úpravou.

Z důvodu poznání každodenní aplikace doposud popisované právní úpravy jsem se rozhodl kontaktovat investiční bankéře společnosti

⁶⁹ Viz důvodová zpráva k novele ZPKT, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15. 2. 2009.

⁷⁰ Takto např. informovala zákazníky FIO, burzovní společnost, a.s. nebo Citibank Europe plc, organizační složka.

Citibank Europe plc., organizační složka, kteří přicházejí s právní úpravou kapitálových trhů denně do styku. Jedná se o bankéře, kteří mají na starosti poskytování služeb retailovým zákazníkům. S ohledem na tuto skutečnost se následující případová studie bude věnovat především poskytování investičních služeb neprofesionálním zákazníkům a některým souvisejícím otázkám.

4.1 Obecně k Citibank

Společnost Citibank, a.s. se transformovala k 1. 1. 2008 na Citibank Europe plc., organizační složka (dále jen „Citibank“). Jedná se tedy o pobočku irské společnosti působící v České republice na základě plné, neomezené bankovní licence pro celou EU (tzv. evropského pasu). Pobočka podléhá především irskému orgánu finanční regulace⁷¹, ale také dohledu ČNB především v oblasti pravidel jednání se zákazníky ve smyslu ZPKT. Vzhledem k tomu, že mateřská společnost Citibank Europe plc. sídlí v USA, musí se vypořádat rovněž s touto skutečností (např. otázky výkaznictví).

V souladu se zákonem o bankách může banka na základě povolení udělených jí v licenci poskytovat investiční služby podle ZPKT.⁷² Nejedná se tedy pouze o činnost vyhrazenou pro „ryzí“ obchodníky s cennými papíry. Společnost Citibank poskytuje v ČR na základě jednotné licence některé z katalogu investičních služeb.

Jakkoliv byla cesta ke splnění požadavků právní úpravy zavedené novelou ZPKT č. 230/2008 Sb. s účinností od 1. 7. 2008 velmi náročná, počalo se s ní až v průběhu června 2008. Práce byly naplánovány tak, aby se vše stihlo do konce v ZPKT stanoveného přechodného období, tedy k 1. 12. 2008.

⁷¹ Irish Financial Services Regulatory Authority, dostupné na <http://www.citibank.cz/czech/consumer-banking/czech/files/mifid.pdf>, cit. 11. 7. 2009

⁷² § 1 odst. 3 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách.

4.2 Poskytování služeb zákazníkům

4.2.1 Kategorizace zákazníků

Změny v právní úpravě kapitálového trhu měly jako hlavní cíl vytyčenu ochranu zákazníků. Z tohoto důvodu byla zavedena mj. i kategorizace zákazníků. Citibank se rozhodla zařadit veškeré zákazníky z řad fyzických osob nepodnikatelů do kategorie neprofesionálních zákazníků a poskytovat všem odpovídající, tedy nejvyšší míru ochrany. Žádost o přeřazení do vyšší kategorie si zákazníci sice mohou podat, nicméně Citibank v souladu se ZPKT a především na základě interních směrnic toto neumožňuje. Je to, zdá se, rozumná úprava, neboť se tak dostává zákazníkům stejné, nejvyšší úrovně ochrany. Zároveň odpadají společnosti starosti s tím, jakému zákazníkovi které informace poskytovat. Podobnou praxi zavedla také např. společnost Fio, burzovní společnost, a.s.

4.2.2 Investiční služby

Služby, které je možné v Citibank v oblasti investic nabízet fyzickým osobám nepodnikatelům, spočívají v následujících čtyřech typech investičních služeb:

- a) hlavní investiční služby
 - přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,
 - provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka,
 - investiční poradenství týkající se investičních nástrojů,
- b) doplňkové investiční služby
 - úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb.

V současné době se nabízí zákazníkům investice do podílových fondů a strukturovaných dluhopisů.

Co se týče investičního poradenství, přiznávají bankéři drobné interpretační problémy. Původně se nedomnívali, že by službu byli oprávněni poskytovat. Teprve po novém výkladu příslušného ustanovení ZPKT právním oddělením začali tuto službu poskytovat. Spočívá v jednorázovém poradenství při výběru a prodeji vhodného investičního nástroje zákazníkovi. Nikoliv tedy v dlouhodobém opakovaném poradenství za úplatu.

Citibank však neposkytuje retailovým zákazníkům všechny investiční služby. Neposkytuje tzv. asset management, tedy obhospodařování majetku na základě volné úvahy v rámci smluvních ujednání. Součástí služeb není ani tzv. brokerage, tedy obchodování s akciemi na základě pokynů zákazníka.

Jednou s výhod, kterou měla směrnice MiFID přinést, byla jednodušší možnost poskytovat investiční služby přes hranice. Této možnosti banka nevyužívá. Pokud je toho zapotřebí, jsou jí v zahraničí k dispozici sesterské pobočky. Zajímavostí je, že banka poskytuje služby pouze českým daňovým rezidentům, což si zjišťuje na základě prohlášení klienta. Zahraničním zákazníkům (daňovým nerezidentům) mají bankéři zákaz investiční služby poskytovat.

4.2.3 Požadování informací od zákazníka

Způsob prodeje investic doznal dle bankéřů nejzásadnějších změn. V souladu se ZPKT před poskytnutím konkrétní investiční služby, resp. konkrétního investičního nástroje, požaduje Citibank od svého potencionálního zákazníka získání celé řady informací, jejichž vyhodnocení umožní bankéřům výběr vhodné investice. Činí se tak vyplněním investičního dotazníku.

Pro výběr vhodné služby se činí tzv. testy přiměřenosti a testy vhodnosti. V případě služby přijímání a předávání pokynů a provádění pokynů získává Citibank informace o znalostech a zkušenostech zákazníka (test přiměřenosti). Pokud není úroveň znalostí a zkušeností postačující, upozorní zákazníka na tuto skutečnost. Tento test se provádí

např. při prodeji komplexních, strukturovaných produktů a činí se pouze při prvním nákupu.

V případě investičního poradenství je situace přísnější. Pokud zákazník neprojde testem vhodnosti (informace o zkušenostech, znalostech, finančním zázemí a investičních cílech), nebude mu služba poskytnuta. Tento test se činí např. při prodeji podílových fondů a při každém nákupu se požaduje nový test.

4.2.4 Informační povinnost vůči zákazníkům

Citibank je na druhou stranu povinna plnit informační povinnost vůči zákazníkům. Investiční bankéři mají k dispozici formulář (záznam z jednání), který obsahuje seznam veškerých informací, které dle ZPKT jsou povinni zákazníkům poskytnout. Postupují dle něj tak, že si poskytnuté informace postupně odškrťávají, aby na některou nezapomněli. Nakonec tento formulář bankéř podepisuje a stává se součástí dokumentace o službách poskytnutých zákazníkovi. Tento formulář však překvapivě není podepisován klientem. Údajně je to z toho důvodu, že klientovy podpisy jsou uvedeny na dalších dokumentech a smlouvách, kde je řada informací uvedených. Tento postup byl odsouhlasený právním oddělením, který nepovažoval zákazníkův podpis na tomto formuláři za nutný. Je pak otázkou, jakou roli podpis bankéře na takovém formuláři hraje a k čemu vlastně slouží.

4.3 Personální vybavení

Oblast přípravy bankéřů na poskytování služeb podle nové právní úpravy znamenala pro banku velkou zátěž. Každý zaměstnanec musel projít školením na směrnici MiFID a její transpozici do českého právního řádu. Tato školení byla připravena zaměstnanci banky a prováděna v rámci banky a nebyla poskytována externími společnostmi. Bankéři museli absolvovat tzv. investiční akademii a projít certifikacemi několika úrovní, přičemž poslední úrovní byl MiFID. Pro zaměstnance

byla připravena řada brožur a handbooků, které popisují, jakým způsobem klientům správně poskytovat jednotlivé služby.

Bankéři Citibank fungují jako zprostředkovatelé. Systém vázaných zástupců není bankou s ohledem na obchodní činnost provozovanou na území ČR používán. Podle poskytnutých informací se tento institut zatím v EU neujal, snad s výjimkou Belgie.

Je zřejmé, že ne každý zaměstnanec byl schopen dostát legislativním požadavkům na výkon funkce. Ti, kteří podmínky nesplnili, museli být propuštěni. Nutno podotknout, že to přišlo bance vhod. V souvislosti s finanční krizí bylo tak jako tak třeba provést úsporná opatření a řadu zaměstnanců propustit. Pokud důvodem propuštění bylo nesplňování požadavků pro výkon práce, bylo to jistě jednodušší a zřejmě i levnější.

5. Očekávaný vývoj na kapitálových trzích

Původně jsem zamýšlel se v této kapitole zabývat pouze otázkami problémů českého kapitálového trhu a budoucího vývoje jeho právní úpravy s možnými dopady na činnost obchodníka s cennými papíry. Události posledních měsíců mi však nedovolily přejít současnou finanční krizi bez povšimnutí. Jedná se o fenomén, který ovlivnil světovou ekonomiku do té míry, že se již dnes hovoří o možných zásadních změnách fungování západní společnosti. Debaty o podobě finančních trhů a nutnosti změn jejich regulace přerostly v celospolečenskou debatu napříč mnoha sektory lidské činnosti. Proto se zde budu zabývat jak vývojem a příčinami finanční krize, tak i návrhy na změnu fungování a regulace finančních trhů především v Evropě.

5.1 Finanční krize – příčiny, průběh, dopady

Dá se říci, že finanční krize naplno vypukla v srpnu roku 2007. V poměrně krátkém sledu se tehdy odehrála řada zásadních událostí, které více než jen napověděly, že na americkém hypotečním trhu „něco“ není v pořádku.

Dne 6. srpna 2007 vyhlásila bankrot společnost American Home Mortgage, jeden z největších amerických poskytovatelů půjček, když přitom prohlásila, že se stala obětí krize na americkém trhu s byty. Dne 9. srpna francouzská banka BNP Paribas zastavila činnost tří svých investičních fondů v hodnotě 2 miliard EUR v souvislosti s problémy amerického trhu rizikových hypoték, důsledkem čehož zamrzly trhy krátkodobých úvěrů. Tehdy BNP uvedla, že není schopna ocenit aktiva ve fondech, neboť uvedený trh zanikl. Evropská centrální banka posléze napumpovala do bankovního systému a finančních trhů natříkrát celkem asi 200 miliard EUR. 16. srpna se objevily problémy u největšího amerického poskytovatele hypoték Countrywide Financial. 13. září následoval největší britský poskytovatel hypoték Northern Rock.

Mezitím, dne 17. srpna, snížil Fedrální rezervní systém (dále jen „FED“) diskontní sazby o půl procentního bodu.⁷³

Finanční krize nevznikla ze dne na den a šla do jisté míry předvídat. Její rozsah a hloubku však nepředpokládali ani největší pesimisté. Co tedy bylo tím spouštěcím mechanismem současné krize? Odborníci se shodují, že hlavní příčinou byla snadná dostupnost peněz. Rekordně nízké úrokové sazby umožnily vznik bubliny trhu s byty. Poskytovatelé hypoték zmírnili své normy a přišli s novými a rizikovějšími produkty. Touha hypotečních bankéřů po velkých provizích z prodeje hypoték vedla k potlačení důležité role risk managerů. Samoregulační mechanismy řady společností zcela selhaly a nic tak nebránilo mohutnému prodeji rizikových hypoték. Nízká míra úspor domácností ve Spojených státech vedla k růstu úvěrů a hypoték, což způsobilo mezi lety 2000 a 2005 růst cen nemovitostí určených k bydlení o více než 50 procent.⁷⁴ Takovýto růst cen nenechal chladným spekulanty, kteří investovali peníze do nemovitostí neurčených pro jejich trvalé bydlení. Poskytovatelé hypoték poskytovali úvěry s krátkodobou fixací úroků, jejichž výše byla při počátku čerpání velmi nízká. Hypotéky se tak staly dostupnými i pro osoby, které by si je jinak nemohly nikdy dovolit. Vyskytovaly se i případy tzv. „ninja půjček“, tedy půjček osobám bez zaměstnání, příjmu nebo majetku.⁷⁵

Banky začaly prodávat rizikové hypotéky prostřednictvím jejich převodu na cenné papíry. Tyto zajištěné obligace získávaly vysoké ratingy a postupně se dostávaly do portfolií investičních bank. Sekuritizace v daném oboru dosáhla obřích rozměrů a hnaná touhou po vysokých provizích převýšila rámeček reálné nabídky trhu. Postupně vznikaly dluhopisy odvozené od dluhopisů a podobné praktiky se přelily i do dalších forem úvěrů. Mánie kolem obchodování s cennými papíry

⁷³ SOROS, G.: *Nové paradigma pro finanční trhy. Úvěrová krize 2008 a co dál*. Praha: Vyšehrad, 2009. S. 10 a 11.

⁷⁴ Tamtéž, str. 12.

⁷⁵ Tamtéž, str. 13.

ve spojení s využíváním pákových efektů postupně vedla k jasnému výsledku.

Jako první z velkých investičních bank přiznala problémy Bear Stearns, když v červnu oznámila potíže s likviditou dvou svých zajišťovacích fondů. Pokusy o záchranu banky selhaly, a tak musela být v březnu roku 2008 prodána konkurentovi, bance JPMorgan Chase. V září 2008 požádala ikona investičního bankovníctví, společnost Lehman Brothers, o ochranu před věřiteli. V tutéž dobu se v důsledku finančních potíží přeměnily investiční banky Morgan Stanley a Goldman Sachs na tradiční banky, čímž se dostaly pod kontrolu FEDu a byly tak oprávněny čerpat prostředky pro svou záchranu. Problémy pochopitelně postihly i další banky, a to nejen ve Spojených státech.

Krise v bankovním sektoru způsobila, že si jednotlivé instituce přestaly věřit a půjčovat navzájem peníze. Neochota bank půjčovat se dotkla i ostatních podnikatelských subjektů. Centrální banky se snažily zamrznutý trh zápujčnicích fondů opět rozhýbat a dostat do systému potřebnou likviditu. Dne 22. ledna 2008 FED nečekaně snížil úrokové sazby o 75 setin procenta a o osm dní později, na pravidelné schůzce FEDu, o dalšího půl procenta. FED snižoval úrokové sazby po celý rok až na současných 0,25 %.

Potíže na jednotlivých trzích (realitní, hypoteční, bankovní, finanční,..) se přelily do průmyslových odvětví. Výrobní podniky se musely potýkat s poklesem poptávky, nedostatkem prostředků pro financování svých podnikatelských aktivit. Řada firem byla nucena ukončit svou činnost, což se projevilo růstem počtu nezaměstnaných. Důsledkem byla nadále klesající spotřeba obyvatel, což se dotklo zejména Spojených států, jejichž hospodářský růst bývá tradičně podporován právě spotřebou domácností. Těživá situace se dále projevila kvůli sníženému výběru daní výpadkem příjmů státních rozpočtů, jejichž schodky se dále prohlubovaly tím, jak se jednotlivé politické reprezentace snažily s krizí bojovat.

5.2 Protikrizová opatření

USA

Shora uvedené události, podobně jako v jiných zemích, přiměly vládu k přijetí legislativních opatření k léčbě finanční krize, tzv. protikrizových plánů či balíčků.

V USA se zásadním legislativním opatřením stalo přijetí Bushova záchranného balíčku ve výši 700 miliard dolarů zákonem o stabilizaci ekonomiky („The Emergency Economic Stabilization Act of 2008“). Byl vytvořen zvláštní program, tzv. TARP (Troubled Assets Relief Program), s cílem odstranění toxických aktiv z účetních výkazů bank, a z toho plynoucí posílení důvěryhodnosti finančního systému.⁷⁶ Neexistoval však dostatečně propracovaný plán na využití daných prostředků.

Dalším opatřením, tentokrát již za Obamovy administrativy, se stal stimulační balíček ve výši 800 miliard dolarů. Ten pokrýval jak daňovou oblast v podobě daňových úlev pro střední a nižší třídu a doplacení výpadku daní pro státy federace, tak i oblast veřejných výdajů. Zde šlo o změnu v sociálním zákonodárství, když peníze putovaly na zvýšení podpor v nezaměstnanosti a příspěvky na zdravotní pojištění. Prioritou byly výdaje na dopravní infrastrukturu a vzdělání a výzkum. Narozdíl od prvního záchranného balíku, kde šly peníze na pomoc velkým společnostem (především bankám a automobilkám), druhý již odmítal financovat neefektivní podniky a peníze putovaly na různé projekty, popř. nižším příjmovým skupinám.

Nejen evropské státy, ale i Spojené státy, jejichž automobilový průmysl se před časem ocitl na pokraji kolapsu (GM, Chrysler), zavedly šrotovné na podporu prodeje aut. Na tento vládní program byla vyčleněna miliarda dolarů a spotřebitel mohl při koupi úsporného vozu

⁷⁶ <http://www.e15.cz/predsednictvi/lecba-krize-po-evropskem-a-americkem-zpusobu-91451/>, cit. dne 26. 7. 2009.

získat až 4500 dolarů.⁷⁷ Vzhledem k rychlému vyčerpání tohoto programu (během jediného týdne) došlo 6. 8. 2009 Senátem ke schválení zákona, který má vymezit pro tento účel další 2 miliardy dolarů.⁷⁸

Evropa

Evropské banky nebyly tolik angažovány ve špatných aktivech jako jejich americké kolegyně. Situace tak byla v evropském bankovním sektoru obecně stabilnější (snad s výraznějšími problémy ve Velké Británii či na Islandu). Nejruznější opatření však na sebe nenechala dlouho čekat. Jednou z nejaktivnějších zemí v zavádění protikrizových opatření bylo jistě Německo, když ignorovalo principy společného evropského postupu a jako první zavedlo stoprocentní garance na bankovní vklady. Ostatní státy byly de facto nuceny přijmout podobná opatření, aby zabránily přesunu vkladů do Německa. Ozdravení německého finančního sektoru by měl napomoci parlamentem schválený (10. 7. 2009) plán vytvoření špatné banky. Finanční ústavy tak budou mít možnost vyvést špatná aktiva ze své bilance a vložit je do speciálního fondu, za který bude ručit vláda.⁷⁹

Evropská komise vyjednala s členskými státy stimulační balíček ve výši 200 miliard EUR. Dne 11. 3. 2009 jej posvětili europoslanci. Podoba plánu na obnovu evropské ekonomiky je odlišná od amerických balíčků. Přispívají na něj různou měrou jednotlivé státy a cílem by měla být podpora agregátní poptávky, neboť hlavní hrozbou evropských ekonomik je propad průmyslové výroby a růst nezaměstnanosti. Dalším podpůrným krokem Evropského parlamentu bylo schválení rychlejšího a jednoduššího čerpání peněz ze strukturálních fondů a Fondu soudržnosti. Jednotlivé státy pak zavádějí vlastní opatření typu snížení DPH,

⁷⁷ [Http://www.mediafax.cz/ekonomika/2904170-USA-spustily-srotovne-na-podporu-prodeje-aut](http://www.mediafax.cz/ekonomika/2904170-USA-spustily-srotovne-na-podporu-prodeje-aut), cit. 6.8.2009.

⁷⁸ [Http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1464493/americky-senat-schvalil-dve-miliardy-dolaru-srotovneho.html](http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1464493/americky-senat-schvalil-dve-miliardy-dolaru-srotovneho.html), cit. 7.8. 2009.

⁷⁹ [Http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/svet/nemecko-schvalilo-plan-takzvané-spatne-banky_128677.html](http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/svet/nemecko-schvalilo-plan-takzvané-spatne-banky_128677.html), cit. 7. 8. 2009.

sociálního pojištění, daňových úlev, zvýšení podpor v nezaměstnanosti nebo často zmiňovaného šrotovného.

ČR

V návaznosti na Strategii připravenosti a akceleraci růstu (SPAR), kterou tehdejší předseda vlády České republiky Mirek Topolánek vyhlásil v Poslanecké sněmovně Parlamentu České republiky dne 2. prosince 2008, byla ustanovena dne 8. 1. 2009 Národní ekonomická rada vlády (dále též „NERV“).⁸⁰ Jednalo se o zvláštní odborný poradní a konzultační orgán, který měl za úkol analyzovat rizika a potencionální dopady světové finanční krize na ČR a navrhnout opatření ke zmírnění těchto dopadů na ČR. Výsledkem práce NERVu bylo předložení Národního protikrizového plánu, který obsahoval řadu opatření.

Další protikrizová opatření byla zapracována do návrhu zákona o podpoře hospodářského růstu a sociální stability. Tento návrh prošel oběma komorami Parlamentu ČR, avšak prezident zákon nepodepsal a 9. 7. 2009 byl vrácen sněmovně.⁸¹ Nad jeho osudem tak visí otazník.

5.3 Změny v právní úpravě finančních trhů

Finanční krize vedla mnoho lidí k zamyšlení nad tím, jaké jsou její příčiny, zda jí bylo možno předcházet a proč nebyly dostatečně vyslyšeny varovné signály. Ukázalo se, že současná legislativa nebyla schopna zabránit jejímu vzniku. Je logické, že se nyní volá po změně legislativy v oblasti regulace a dohledu nad finančními trhy. Výrazným podnětem v tomto směru se v Evropské unii stala tzv. Larosièrova zpráva.⁸²

⁸⁰ <http://www.podrzimevas.cz/nerv>, cit. 27. 7. 2009.

⁸¹ <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=5&t=743>, cit. 27. 7. 2009.

⁸²

http://74.125.77.132/search?q=cache:yBBUsR3l_8cJ:ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf+larosiere+report&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz, cit. 7. 8. 2009.

V říjnu loňského roku byla skupina lidí vedená Jacquesem Larosièrem pověřena, aby připravila návrh, jak upravit budoucí fungování finančního trhu v Evropě. Je zřejmé, že k nápravě bude nutné provést změny na úrovni globální, evropské i národní. Nová regulace by měla pomoci snížit riziko, zdokonalit risk management či posílit transparentnost. Patrná je snaha zesílit koordinaci v oblasti dohledu v Evropské unii zabezpečující stejné standardy a konkurenci na vnitřním trhu.

V červnu tohoto roku se představitelé členských států na summitu v Bruselu předběžně dohodli na reformě dohledu nad finančním trhem v EU.⁸³ Komise by na podzim měla předložit legislativní návrh nového rámce pro evropský dohled, který by v případě schválení mohl začít platit v průběhu roku 2010. Návrh Evropské komise vychází z Larosièrovy zprávy a předpokládá vznik dvou celoevropských orgánů – European Systemic Risk Council (dále též „ESRC“) a European System of Financial Supervisors (dále též „ESFS“).

ESRC by měl být tvořen centrálními bankéři členských států a národními regulátory. Jejich úkolem by mělo být shromažďování a analyzování všech informací relevantních pro finanční stabilitu týkajících se makroekonomických podmínek a varování před riziky ve všech finančních sektorech a zajišťování jakéhosi makrodohledu. Na základě vydaných varování by kompetentní orgány měly mít povinnost podniknout příslušné akce. V případě vážného ohrožení globálního měnového a finančního systému by měl být varován Mezinárodní měnový fond (dále též „IMF“), Banka pro mezinárodní platy (dále též „BIS“) a Financial Stability Forum (dále též „FSF“). V případě, že by akce podniknuté národními regulátory byly považovány za nedostačující, mohla by ESRC navrhnout další kroky proti regulátorovi.

ESFS by měl tvořit síť evropských finančních regulátorů a zabývat se dohledem nad finančními skupinami, které podnikají v několika

⁸³ <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1437147/eu-dohled-nad-financnim-sektorem-se-ma-zmenit-v-roce-2010.html>, cit. 7. 8. 2009.

členských státech, přičemž každá část spadá pod dohled jiného národního regulátora. ESFS by měl být dále tvořen třemi novými orgány, které by nahradily současné poradní orgány Evropské komise – Výbor evropských orgánů bankovního dohledu (Committee of European Banking Supervisors, dále též „CEBS“), Výbor evropských regulátorů cenných papírů (Committee of European Securities Regulators, dále též „CESR“) a Výbor evropských dohledů v pojišťovnictví a zaměstnaneckém penzijním pojištění (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, dále též „CEIOS“). Činnost CEBS se významně dotýkala i OCP, neboť se zaměřovala na implementaci směrnice o kapitálových požadavcích, která stanovovala nová pravidla pro kapitálové požadavky kladené na banky a obchodníky s cennými papíry. Nové vytvořené orgány by měly dohlížet nad bankami, pojišťovnami a penzijními fondy a podporovat silnou spolupráci mezi národními regulátory. ESFS by měla být nezávislou na politických představitelích, ale zároveň by jim měla být odpovědná.

Problémových oblastí je podle Larosièrovy zprávy celá řada, proto by revizí měla projít mj. pravidla v Basel 2⁸⁴, směrnice Solventnost 2⁸⁵ nebo regulace ratingových agentur (např. Standard & Poor's nebo Moody's).

Podle mnohých odborníků jsou ratingové agentury odpovědné za vznik současné krize. Nedařilo se jim vyhodnocovat schopnost dlužníků splácet. Nebyly ani schopny určit skutečnou hodnotu cenných papírů. Další výtky se týkají neobjektivního hodnocení z důvodu možného střetu zájmů, neboť ratingové agentury často poskytovaly kromě ratingu rovněž poradenské služby týmž subjektům. Proto se již delší dobu volalo po zpřísnění regulace a objevily se i úvahy, že by ratingy měly poskytovat nezávislé, popř. vládní instituce. V dubnu letošního roku se podařilo v EU dosáhnout politické dohody o nových pravidlech.

⁸⁴ Obezřetnostní pravidla regulace bank.

⁸⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/.../ES o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (SOLVENTNOST II).

Agentury, které v Evropě doposud registraci nepotřebovaly, by měly podléhat registraci, nad níž by dočasně dohlížel CESR. Ten by zároveň měl vést databázi vydaných ratingů agentur působících na území EU. Investoři a další subjekty by pak měli možnost jednoduše posoudit kvalitu práce ratingových agentur. V průběhu roku 2010 by pak za tímto účelem měl vzniknout nový evropský orgán, do té doby by měly dohled provádět národní regulační orgány. Rating poskytovaný v Evropě agenturami z nečlenských zemí bude muset být schválen registrovanými ratingovanými agenturami.⁸⁶ Ratingové agentury budou do budoucna povinny zveřejňovat jména všech společností, které hodnotí, pokud tyto k příjmům agentur přispívají více než z 5 procent.⁸⁷ Dále bude platit zákaz hodnotit společnosti, jejichž akcie jejich analytici vlastní. Nejen EU přistoupila ke změnám legislativy upravující postavení a činnost ratingových agentur, v podobném duchu se nesou změny i ve Spojených státech.⁸⁸

Obamova administrativa navrhla 21. července zákon, který má přinést do oblasti poskytování ratingu větší otevřenost a vyřešení konfliktu zájmů.⁸⁹ Agentury budou muset zveřejňovat mnohem více informací, jako ratingovou historii nebo použité metodologie. Svým ratingovým klientům nebudou moci poskytovat konzultační služby. Větší množství zveřejňovaných informací povede k zodpovědnějšímu chování agentur a v případě sporů bude u soudu snazší prokázat jejich pochybení. Předmětem diskuzí je však způsob placení za ratingy, kdy se pohrává s myšlenkou vládní agentury. Ani ta by však nebyla úplným vyřešením střetu zájmů.

Krize dále ukázala, že je potřeba se zaměřit více na fungování derivátových trhů. Bude zapotřebí zjednodušit a standardizovat většinu

⁸⁶<http://www.finance.cz/zpravy/finance/220345-regulace-externich-ratingovych-agentur-se-stava-realitou/>, cit. 9. 8. 2009.

⁸⁷<http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/eu-zprisni-dohled-nad-ratingovymi-agenturami-005886>, cit. 9.8.2009.

⁸⁸http://neviditelnypes.lidovky.cz/ekonomika-monstrum-k-nezaplacenim-dqx-p_ekonomika.asp?c=A090408_113634_p_ekonomika_wagv, cit. 10. 8. 2009.

⁸⁹<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1459114/ratingove-agentury---downgrade-aneb-reforma-jako-trest-za-lehkovaznost.html>, cit. 28. 7. 2009.

derivátů a vytvořit vhodné způsoby snížení rizika sektoru obchodování s těmito investičními nástroji. Větší transparentnost by přispěla k obnově důvěry v daném segmentu. Asi by nebylo účelné tento trh svázat přílišnou tvrdou regulací, nebo snad zakázat nějaké druhy složitých investičních nástrojů. Finanční instituce by brzy přišly s nějakými inovovanými produkty, které by jim umožnily udržet si své obraty a zisky. Nicméně s jistými omezeními lze do budoucna počítat. Ve Spojených státech se již vyskytly debaty o omezení spekulativních obchodů na energetických a zemědělských kontraktech (např. na ropě). Americká Komise pro obchodování termínových kontraktů na komodity (dále též „CFTC“) připravuje zprávu, která má prokázat vliv spekulantů na prudké výkyvy cen ropy.⁹⁰ Pokud se tak stane, není vyloučeno, že budou následovat opatření k omezení spekulativních obchodů.

Co se týče České republiky, legislativa upravující podnikání obchodníků s cennými papíry bude ovlivněna především ve spojení s transpozicí evropské legislativy do českého právního řádu. Nelze očekávat nějaké zásadní kroky v úpravě českého finančního trhu, které by probíhaly izolovaně od trhu evropského. Finanční krize nás totiž nezasáhla v oblastech, které byly pro její počátek typické především ve Spojených státech. Český bankovní sektor se těší dobrému zdraví, paradoxně kvůli nutnosti řešit problémy spojené s krizí bankovního sektoru v 90. letech minulého století. Angažovanost finančních institucí v rizikových aktivech nebyla významná, proto se krize u nás začala projevat až s nižší ochotou bank poskytovat úvěry. Ke stabilizaci bankovního sektoru z důvodu prevence transferu vkladů do zahraničí měla přispět novela zákona o bankách, když došlo k navýšení pojištění vkladů do výše 50.000,- EUR.

Pro české OCP se zatím příliš nemění. Do budoucna možná dojde k úpravě parametrů kapitálové přiměřenosti a se změnou dohledu

⁹⁰<http://ekonomika.ihned.cz/c1-37916300-komise-cftc-se-snazi-prokazat-vliv-spekulantu-na-vyvoj-cen-ropy>, cit. 28. 7. 2009.

v oblasti finančních trhů na evropské úrovni pak nejspíše dojde k úpravě informačních povinností vůči orgánům dohledu. Co by se zásadněji dotklo činnosti OCP by mohlo být zredukování druhů obchodovaných cenných papírů a omezení spekulativního obchodování, popř. nějaká pravidla pro omezení pákových produktů. V ČR se zatím podobné změny nechystají, nicméně bude důležité sledovat dění na zahraničních trzích, neboť OCP nabízí i instrumenty emitované a obchodované na takových trzích. Problémy českého kapitálového trhu tak spíše spočívají v jiné rovině. Na akciovém trhu se obchoduje relativně malý počet titulů, přičemž u některých je velmi nízká likvidita, rovněž počet nových emisí, tzv. IPO (Initial Public Offering) je velmi nízký.

Jak bylo zmíněno, ČR bude muset především zaujmout postoj ve vztahu k chystaným změnám v oblasti dohledu nad evropským finančním trhem, které mají být prevencí krize podobného rozsahu. Eva Zamrazilová (členka Bankovní rady ČNB) považuje za zásadní nejprve konsolidaci dohledu na národních úrovních a poté zintenzivnění a zkvalitnění spolupráce jednotlivých dohledových orgánů.⁹¹ Viceguvernér ČNB, Miroslav Singer, vidí budoucnost v efektivní výměně informací mezi národními dohledy v normálních časech a mezi dohledy, centrálními bankami a ministerstvy financí v obdobích napětí.⁹² Dále by měly být zavedeny jednotné formy obezřetnostního reportování. Spolupráce jednotlivých orgánů s jasně definovanými pravomocemi a odpovědností jsou možná vhodnější cestou než zřizování nových evropských orgánů bez jasně definovaných odpovědností.

91

[Http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090527.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090527.html), cit. 13. 7. 2009.

92

[Http://209.85.135.132/search?q=cache:v3le9X9oRssJ:www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf+Finan%C4%8Dn%C3%AD+krize:+p%C5%99%C3%AD%C4%8Diny+a+mo%C5%BE%C3%A9+dopady+na+%C4%8Deskou+ekonomiku&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a](http://209.85.135.132/search?q=cache:v3le9X9oRssJ:www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf+Finan%C4%8Dn%C3%AD+krize:+p%C5%99%C3%AD%C4%8Diny+a+mo%C5%BE%C3%A9+dopady+na+%C4%8Deskou+ekonomiku&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a), cit. 13. 7. 2009.

Závěr

Finanční trhy představují místo, kde obrovské množství cenných papírů denně hledá a nachází nové majitele. Jen ve SPADu na BCPP činil průměrný denní objem obchodů za poslední rok asi 4 miliardy Kč. Obchody však neprobíhají jen na burzách, ale taky na mimoburzovních trzích s různou mírou regulace. A obchodník s cennými papíry je tím subjektem, který umožňuje přístup široké investorské veřejnosti na tyto trhy.

Za posledních 18 let došlo v ČR ke zdatelné kultivaci investičního prostředí a k zásadním změnám ve vývoji právní úpravy kapitálových trhů. Významná byla centralizace dohledu nad finančními trhy v jedné instituci. V čase finanční krize se to ukazuje jako nesmírná výhoda. Vyhodnocování rizik, rozhodování a přijímání jednotlivých opatření pod jednou střechou je tak jednodušší a mnohem efektivnější.

Cílem současné evropské právní úpravy kapitálových trhů, jejíž kořeny sahají až do roku 2004, bylo reagovat na globalizaci trhů a růst konkurence. Snažila se usnadnit působení investičních firem v rámci celé Evropy a tím i zvýšit konkurenci mezi OCP. Ta pak měla vést k poskytování levnějších a kvalitnějších služeb s důrazem na ochranu investorů především z řad neprofesionálních zákazníků. OCP tak dnes musí při poskytování investičních služeb brát mnohem větší ohled na úroveň znalostí a zkušeností jednotlivých zákazníků. Domnívám se, že tato úprava skutečně pomohla zvýšit informovanost klientů o jednotlivých jim poskytovaných službách a upozornit je více na podstupovaná rizika, i když to samozřejmě nelze přeceňovat. V praxi vždy bude záležet především na přístupu konkrétního OCP, resp. jeho zaměstnance, nikoliv pouze na legislativě.

Pro ochranu investorů je dále důležité samotné provádění pokynů, rovněž tak kvalitní zajištění elektronického obchodování s dostatečnou kapacitou. V krizových okamžicích se často stává, že elektronický systém při přetížení kolabuje a stává se nedostupný. Tím rostou i rizika

ztráty z opožděného prodeje cenných papírů při poklesu jejich hodnoty. Z tohoto důvodu by bylo vhodné upravit podmínky odpovědnosti OCP v těchto situacích nebo zpřísnit nároky na technické podmínky provozování elektronických systémů obchodování.

Zajímavé možnosti pro investory skýtá rozšíření tržních platform, které se staly konkurencí pro tradiční regulované trhy. OCP může provozovat jak systematickou internalizaci tak mnohostranný obchodní systém. Z konkurence tržních platform by tak měl těžit zákazník.

Od 1. července 2008 došlo dále ke změně ve struktuře a systematické členění investičních služeb. Vedle hlavních a doplňkových investičních služeb je možno poskytovat investiční služby v rámci jiné podnikatelské činnosti. Obecně jsou stanovena podrobnější, přísnější pravidla pro poskytování služeb způsobem transparentnějším a bezpečnějším. Naproti tomu rozšířením investičních nástrojů o různé formy komoditních a exotických derivátů došlo k tomu, že zákazníkům se do rukou dostávají mnohem rizikovější aktiva. Skutečností však je, že jejich zařazením do režimu ZPKT se na jejich nabízení vztahují jeho pravidla. Zejména je nutné respektovat informační povinnosti vůči zákazníkovi, čímž se naopak riziko z investování snižuje. Přesto se domnívám, že obchodování s nejrizikovějšími investičními nástroji by mělo být ponecháno především institucionálním investorům. Přístup retailových investorů by k nim měl být do značné míry limitován tak, aby se obchodování s nimi dělo za spoluodpovědnosti OCP. Ten by měl být zainteresován na výsledku obchodů, nikoliv jen na zprostředkovatelských provizích.

Jestli se podařilo naplnit cíle úpravy v ČR, je otázkou, na kterou asi nebude lehké odpovědět. V některých věcech jsme se posunuli kupředu, v jiných to však vypadá, že přešlapujeme na místě. Výhod jednotného evropského trhu, zdá se, příliš OCP nevyužívá. Velké finanční instituce disponují pobočkovou sítí po celé Evropě, a tak vysloveně nepotřebují poskytovat služby tzv. přes hranice. Ani v případě vázaných zástupců to prozatím nevypadá na velký úspěch. Nicméně je

třeba mít na paměti, že úprava je stále ještě relativně čerstvá a konzervativní české prostředí si bude k novým možnostem poskytování investičních služeb ještě chvíli hledat cestu. Nehledě na to, že teď většina společností řeší jiné problémy související s probíhající krizí. Nicméně jisté náznaky v tomto směru se v praxi vyskytují. Někteří investiční zprostředkovatelé o využívání institutu vázaných zástupců vážně uvažují a již připravují potřebné právní kroky.

Česká republika je součástí EU, která má v současnosti možnost získat větší váhu na globálních trzích. ČR by měla svého členství využít a vážněji se zapojit do debat o budoucí podobě finančních trhů a jejich regulace. Bude-li EU dostatečně jednotná, mohla by postupně převzít větší díl odpovědnosti za dění na globálních trzích a nebýt tak pro příště jen obětním beránkem selhání trhů ve Spojených státech. V současné době je potřeba přehodnotit významným způsobem pohled na riziko a upravit působení nejen bank, ale i ratingových agentur. Mělo by tak dojít k postupnému obnovení důvěry na finančních trzích. ČR by dále měla využít současné situace útlumu tradičních odvětví hospodářství a konečně přistoupit k transformaci na inovační společnost opírající se o vzdělání a technologie.

Slovo krize v každodenním životě až nebezpečně zdomácnělo. Není jisté, jak dlouho o ní budeme ještě hovořit. Jakkoliv se množí optimistické vize, které jsou spíše zbožným přáním, než realitou, hospodářský růst na minimální úrovni nás z problémů v dohledné době nedostane. Existuje riziko, že po vyčerpání účinků miliard napumpovaných do globální ekonomiky dojde k návratu propadu. Rovněž se množí inflační rizika, když některými ekonomy je předvídána i dvouciferná inflace. To by znamenalo pro ekonomiky další ránu, nehledě na stále rostoucí nezaměstnanost.

Jak bojovat s krizí, popř. jak se bránit jejímu návratu (dvojitmu dnu), je složitou otázkou. Prozatím došlo k nalití peněz do ekonomiky. Následovat by měly další legislativní kroky. Zda se však podaří prosadit takové změny, které by zabránily opakování krize podobného rozsahu, je

složité předpovídat. Je zřejmé, že sebelepší normy nezabrání selhání lidského faktoru a musí tedy existovat korektivy i v rámci jednotlivých společností, které by tomu předcházely a definovaly možná rizika. Je třeba zavést mechanismy, které by omezily přenos negativních externalit plynoucích z nezodpovědného chování jedněch subjektů na druhé. Před tvůrci příslušné legislativy tak stojí obrovská výzva. Uvidíme, zda se očekávání mnohých investorů podaří v tomto směru naplnit.

Seznam literatury

- 1) BAKEŠ, M. a kol.: *Finanční právo*. Praha: C. H. Beck, 2006. 4. vyd. 741 s. ISBN 80-7179-431-7.
- 2) CIPRA, M. a kol.: *Právní minimum pracovníka v bankovníctví*. Praha: DTP system, 1997, 3. vyd. 1126 s.
- 3) DĚDIČ, J.: *Investiční společnosti a investiční fondy*. Praha: PROSPEKTRUM, 1992. 144 s. ISBN 80-85431-52-1.
- 4) DĚDIČ, J. a BARÁK, J.: *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech [komentář]*. Praha: SEVT, 1992. 206 s. ISBN 80-7049-042-X.
- 5) DĚDIČ, J. a ČECH, P.: *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*. Praha: Polygon, 2005. 496 s. ISBN 80-7273-122-X. S. 287-288.
- 6) DĚDIČ, J. a kol.: *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha: PROSPEKTRUM spol. s r.o., 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0.
- 7) DĚDIČ, J., KŘETÍNSKÝ, D., VACEK, L.: *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2001. 524 s. ISBN 80-7179-447-3.
- 8) FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E.: *Investor protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. Oxford: Oxford University Press, 2006. 509 s. ISBN 0-19-920291-5.
- 9) HELMENSTEIN, Ch. (ed.): *Capital Markets in Central and Eastern Europe*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 1999. 477 s. ISBN 1 85898 498 X.
- 10) JELÍNEK, L.: *Komoditní burzy v České republice*. Kroměříž: Justiční akademie, 2006. 124 s.
- 11) JÍLEK, J.: *Akciové trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- 12) JÍLEK, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

- 13) NÝVLTOVÁ, R.; REŽŇÁKOVÁ, M.: *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- 14) ROSE, P.: *Peněžní a kapitálové trhy : finanční systém ve stále globálnější ekonomice*. Praha: Victoria Publishing, 1995. 1014 s. ISBN 80-85605-52-X.
- 15) PAVLÁT, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: PROFESSIONAL PUBLISHING, 2003. 296 s. ISBN-80-86419-33-9.
- 16) PAVLÁT, V.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8.
- 17) PAVLÁT, V. (ed.): *Kapitálový trh v České republice*. Praha: MAGNET-PRESS, 1994. ISBN 80-85847-30-2.
- 18) PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A.: *Regulace a dozor nad kapitálovými trhy*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004. 229 s. ISBN 80-86754-13-8.
- 19) REVENDA Z. a kol.: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005, 4. vyd., 627 s. ISBN 80-7261-132-1.
- 20) SEKERA, B.: *Cenné papíry a kapitálový trh*. Praha: PROFESS, 1996. 179 s. ISBN 80-85235-41-2.
- 21) SOROS, G.: *Nové paradigma pro finanční trhy. Úvěrová krize 2008 a co dál*. Praha: Vyšehrad, 2009. 144 s. ISBN 978-80-7021-997-3.
- 22) ŠMÍDOVÁ, I.: *Ekonomické souvislosti finančního práva*. Ostrava: KEY Publishing s.r.o., 2008. ISBN 978-80-87071-83-0.
- 23) VÝBORNÝ, I.: *Peněžní a kapitálové trhy*. Karviná: Slezská univerzita, 1995. 70 s. ISBN 80-85879-27-1.
- 24) *Finanční zákony*. Jihlava: Nakladatelství Vilímek, 1992. 128 s. ISBN 80-901296-5-X.

Právní předpisy

- 1) Důvodová zpráva k návrhu ZPKT, dostupná na http://isap.vlada.cz/Lexdata/lex_zv.nsf/4ff4e0d773832dc4c1257467002f7b23/ffdea8e455c87bfcc1256e92002b2c19?OpenDocument, 1. 3. 2009.
- 2) Důvodová zpráva k novele ZPKT, dostupná na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf, 15.2. 2009.
- 3) Nařízení rady (ES) č. 1287/2006, dostupné na <http://209.85.129.132/search?q=cache:-MjC4YqmLf8J:eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do%3Furi%3DOJ:L:2006:241:0001:0025:CS:PDF+na%C5%99%C3%ADzen%C3%AD+Komise+%C4%8D.+1287/2006&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a>, cit. 19.6.2009.
- 4) Odůvodnění k vyhlášce č. 143/2009 Sb., dostupné na http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyhlasiky/download/oduvodneni_vyhlasaka_143_2009.pdf, 5.7.2009.
- 5) Směrnice č. 93/22/EHS, o investičních službách, dostupná na <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:CS:HTML>, 15. 2. 2009.
- 6) Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů, dostupná na <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:01:CS:HTML>, 15. 2. 2009.
- 7) Vyhláška č. 260/2004 Sb., o náležitostech technického provedení kótovaných listinných cenných papírů, dostupná na http://www.lexdata.cz/lexdata/sb_free.nsf/c12571d20046a0b2000000000000/c12571d20046a0b2c1256e86004c8b46?OpenDocument, 17. 2. 2009.
- 8) Vyhláška č. 605/2006 Sb., o některých informačních povinnostech OCP, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 683. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2008.
- 9) Vyhláška č. 59/2007 Sb., o druzích odborných obchodních činností obchodníka s cennými papíry vykonávaných prostřednictvím makléře, o druzích specializace makléře a o makléřské zkoušce, dostupná na <http://www.sagit.cz/pages/sbirkatxt.asp?zdroj=sb07059&cd=76&typ=r>, 16. 2. 2009.
- 10) Vyhláška č. 143/2009 Sb., dostupné na <http://www.sbirka.com/POSLATYD/NOVE/09-143.htm>, 5. 6. 2009.
- 11) Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 569. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2007.

- 12) Zákon č. 2/1969 Sb., o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České republiky, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 612. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2007.
- 13) Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon), ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 636. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2007.
- 14) Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 672. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2008.
- 15) Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů, dostupný na <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/banky/>, 17. 2. 2009.
- 16) Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů, dostupný na http://www.lexdata.cz/web/sb_free.nsf/c12571d20046a0b2c12566af007f1a09/c12571d20046a0b2c12566d40073d4d1?OpenDocument, 15. 3. 2009.
- 17) Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, dostupný na http://www.lexdata.cz/web/sb_free.nsf/c12571d20046a0b20000000000000000/c12571d20046a0b2c12566d400740144?OpenDocument, 15. 3. 2009.
- 18) Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, dostupný na http://www.lexdata.cz/web/sb_free.nsf/c12571d20046a0b20000000000000000/c12571d20046a0b2c12566d40074ad42?OpenDocument, 16. 2. 2009.
- 19) Zákon č. 254/2000 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů, dostupný na <http://www.sagit.cz/pages/sbirkatxt.asp?zdroj=sb00254&cd=76&typ=r>, 16. 2. 2009.
- 20) Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 683. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2008.
- 21) Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 683. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2008.
- 22) Zákon č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů, dostupný na <http://www.sagit.cz/pages/sbirkatxt.asp?zdroj=sb04634&cd=76&typ=r>, 16. 2. 2009.
- 23) Zákon č. 230/2008 Sb., dostupný na http://www.lexdata.cz/lexdata/sb_free.nsf/c12571d20046a0b20000000000000000/c12571d20046a0b2c12574780048f18e?OpenDocument, 20. 2. 2009.

Internetové zdroje:

- 1) *Konzultační materiál Ministerstva financí*, dostupný na http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultacni_material_MF-MiFID-zari2006_A_pdf.pdf, cit. 26. 2. 2009.
- 2) [Http://www.deloitteandtouche.org/dtt/article/0,1002,cid%253D150839,00.html](http://www.deloitteandtouche.org/dtt/article/0,1002,cid%253D150839,00.html), cit. 11. 6. 2009.
- 3) [Http://www.e15.cz/predsednictvi/lecba-krize-po-evropskem-a-americkem-zpusobu-91451/](http://www.e15.cz/predsednictvi/lecba-krize-po-evropskem-a-americkem-zpusobu-91451/), cit. 26. 7. 2009.
- 4) [Http://ihned.cz/1-10108850-20949330-000000_save-d6](http://ihned.cz/1-10108850-20949330-000000_save-d6), cit. 17. 8. 2008.
- 5) [Http://209.85.129.132/search?q=cache:1_PyhjuW-IIJ:financnopravo.googlepages.com/Tema_10_Trhy_Infrastruktura_ZH.pps+systematick%C3%A1+internalizace+tv%C5%AFrce+trhu&cd=9&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a](http://209.85.129.132/search?q=cache:1_PyhjuW-IIJ:financnopravo.googlepages.com/Tema_10_Trhy_Infrastruktura_ZH.pps+systematick%C3%A1+internalizace+tv%C5%AFrce+trhu&cd=9&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a).
- 6) [Http://isap.vlada.cz/Lexdata/lex_zv.nsf/4ff4e0d773832dc4c1257467002f7b23/ffdea8e455c87bfcc1256e92002b2c19?OpenDocument](http://isap.vlada.cz/Lexdata/lex_zv.nsf/4ff4e0d773832dc4c1257467002f7b23/ffdea8e455c87bfcc1256e92002b2c19?OpenDocument), cit. 1. 3. 2009.
- 7) [Http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/), cit. 2. 3. 2009.
- 8) [Http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/l.html](http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/l.html), cit. 11. 2. 2009.
- 9) [Http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html](http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/mifid/index.html), cit. 12. 10. 2008.
- 10) [Http://www.mediafax.cz/ekonomika/2904170-USA-spustily-srotovne-na-podporu-prodeje-aut](http://www.mediafax.cz/ekonomika/2904170-USA-spustily-srotovne-na-podporu-prodeje-aut), cit. 6. 8. 2009.
- 11) [Http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1464493/americky-senat-schvalil-dve-miliardy-dolaru-srotovneho.html](http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1464493/americky-senat-schvalil-dve-miliardy-dolaru-srotovneho.html), cit. 7. 8. 2009.
- 12) [Http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/svet/nemecko-schvalilo-plan-takzvane-spatne-banky_128677.html](http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/svet/nemecko-schvalilo-plan-takzvane-spatne-banky_128677.html), cit. 7. 8. 2009.
- 13) [Http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1437147/eu-dohled-nad-financnim-sektorem-se-ma-zmenit-v-roce-2010.html](http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1437147/eu-dohled-nad-financnim-sektorem-se-ma-zmenit-v-roce-2010.html), cit. 7. 8. 2009.
- 14) [Http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/cebs_cesr_ceiops/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/cebs_cesr_ceiops/), cit. 8. 8. 2009.
- 15) [Http://www.finance.cz/zpravy/finance/220345-regulace-externich-ratingovych-agentur-se-stava-realitou/](http://www.finance.cz/zpravy/finance/220345-regulace-externich-ratingovych-agentur-se-stava-realitou/), cit. 9. 8. 2009.
- 16) [Http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/eu-zprisni-dohled-nad-ratingovymi-agenturami-005886](http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/eu-zprisni-dohled-nad-ratingovymi-agenturami-005886), cit. 9. 8. 2009.
- 17) [Http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1434776/wsj-too-big-to-fail---prilis-velky-problem-aby-byl-vyresen.html](http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1434776/wsj-too-big-to-fail---prilis-velky-problem-aby-byl-vyresen.html), cit. 18. 6. 2009.
- 18) [Http://neviditelnypes.lidovky.cz/ekonomika-monstrum-k-nezaplacen-dqx-/p_ekonomika.asp?c=A090408_113634_p_ekonomika_wagv](http://neviditelnypes.lidovky.cz/ekonomika-monstrum-k-nezaplacen-dqx-/p_ekonomika.asp?c=A090408_113634_p_ekonomika_wagv), cit. 10. 8. 2009.
- 19) [Http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1459114/ratingove-agentury---downgrade-aneb-reforma-jako-trest-za-lehkovaznost.html](http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1459114/ratingove-agentury---downgrade-aneb-reforma-jako-trest-za-lehkovaznost.html), cit. 28. 7. 2009.

- 20) SINGER, M.: *Dopad hospodářské krize na českou ekonomiku a její finanční sektor*, dostupné na http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20090529_Conseq.pdf, cit. 29. 5. 2009.
- 21) [Http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090527.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090527.html), cit. 13. 7. 2009.
- 22) [Http://209.85.135.132/search?q=cache:v3le9X9oRssJ:www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf+Finan%C4%8Dn%C3%AD+krize:+p%C5%99%C3%AD%C4%8Diny+a+mo%C5%BE%C3%A9+dopady+na+%C4%8Deskou+ekonomiku&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a](http://209.85.135.132/search?q=cache:v3le9X9oRssJ:www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf+Finan%C4%8Dn%C3%AD+krize:+p%C5%99%C3%AD%C4%8Diny+a+mo%C5%BE%C3%A9+dopady+na+%C4%8Deskou+ekonomiku&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz&client=firefox-a), cit. 13. 7. 2009.

Seznam obrázků

Obrázek 1: Členění finančního trhu dle předmětu obchodu.....	10
Obrázek 2: Členění finančního trhu dle finančních rizik	11

Seznam zkratek

BCPP	– Burza cenných papírů Praha
BIS	– Banka pro mezinárodní platy
CEBS	– Committee of European Banking Supervisors
CEIOS	– Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESR	– Committee of European Securities Regulators
CFTC	– Komise pro obchodování termínových kontraktů na komodity
COMEX	– Commodity Exchange
ČNB	– Česká národní banka
ESFS	– European System of Financial Supervisors
ESRC	– European Systemic Risk Council
FED	– Federální rezervní systém
FSF	– Financial Stability Forum
IMF	– International Monetary Fund
IPO	– Initial Public Offering
ISD	– směrnice 93/22/EHS, o investičních službách
OCP	– obchodník s cennými papíry
OTC	– over the counter
MiFID	– Markets in Financial Instruments Directive („směrnice o trzích finančních nástrojů“)
MMF	– Mezinárodní měnový fond
MOS	– mnohostranný obchodní systém
NASDAQ	– National Association Security Dealers and Brokers Automated Quotations

NERV	– Národní ekonomická rada vlády
NYMEX	– New York Mercantile Exchange
ORT	– organizátor regulovaného trhu
OZ	– občanský zákoník
RMS	– RM-System
RT	– regulovaný trh
SI	– systematická interalizace
UCITS	– směrnice Rady č. 85/611/EHS
ZBCP	– zákon č. 214/ 1992 Sb., o burze cenných papírů
ZCP	– zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech
ZISIF	– zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
ZKB	– zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách
ZKCP	– zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry
ZKI	– zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování
ZPKT	– zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Abstract

This thesis deals with the legal regulations of the capital market in the broker firm's point of view. It focuses on its position and activities on the capital market as well as on providing of investment services to customers. The purpose of the thesis is to analyze important changes of the legal regulation of the capital market especially in the Czech Republic and in the European Union and to describe their impact on broker firms. The thesis is not only a summary of legal issues but the topic is set into an economic context in connection with the economic crisis and with the stress on practical issues of the entrepreneurship of the investment services provider.

The thesis is composed of five chapters. The first one is introductory and defines the basic terminology, e.g. the financial market. It describes its functions and points out its necessity in the economy.

Chapter Two follows development of relevant Czech legislation concerning the law of the capital market. It consists of three parts describing period of transformation, stabilization and admission of the Czech Republic to the European Union.

Chapter Three is the main part of the thesis. It concerns with changes of the capital market legislation connected with position and activities of the broker firm. It places emphasis on the categorization of clients, providing of investment services and financial instruments.

Chapter Four provides a practical study of previous matters. It lays stress on providing investment services to retail clients in a bank operating in the Czech Republic.

Chapter Five deals with the economic crisis and with the situation on the global financial markets. It provides an analysis of the sources and a development of the crisis and the proposals of the relevant legislation.

The thesis summarizes the most important changes of the capital market legislation and refers to the necessity of taking specific legal actions.

Název/Title:

Postavení a činnost obchodníka s cennými papíry v kontextu změn právní úpravy kapitálových trhů/Investment Firm Legal Position and Activity in the Context of the Amendments of the Capital Markets Legal Regulations

Klíčová slova/Key words:

- obchodník s cennými papíry/investment firm,
- kapitálový trh/capital market,
- finanční krize/financial crisis.