

Karlova Univerzita v Praze  
Právnická fakulta

Jozef Gáfrik

# **REGULOVANÝ TRH INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum uzavření rukopisu: 28. června 2013





## Obsah

Úvod	1
Regulovaný trh	5
Oficiální regulovaný trh	8
Investiční nástroje	10
Deriváty	12
Organisátor regulovaného trhu	16
Přijímání finančních nástrojů k obchodování	18
Prospekt	21
Ukončení obchodování s instrumentem	28
Mnohostranný systém obchodování	29
Informační povinnosti	33
Transparentnost regulovaného trhu a mnohostranného systému obchodování	34
Požadavky na transparentnost před uskutečněním obchodu	34
Požadavky na transparentnost po uskutečnění obchodu	35
Připravovaná evropská legislativa regulovaných trhů	39
Dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II	41
Organisovaný obchodní systém	43
Závěr	46
Použitá literatura a prameny	50
Monografie a učebnice	50
Články	51
Internetové zdroje	52
Zákony	53
Résumé: regulovaný trh investičních nástrojů	55
Abstract: Regulated Markets in Financial Instruments	56



# Regulovaný trh investičních nástrojů

## Úvod

Kapitálový trh je důležitou součástí moderní ekonomiky. Umožňuje pružně přelévat likviditu mezi subjekty, a tím umožňuje velké podnikatelské záměry, které vyžadují značné peněžní prostředky koncentrované na jednom místě a čase.

Důležitost kapitálového trhu roste od 70. let, kdy se západní ekonomiky začaly transformovat směrem od průmyslné výroby k službám, a to i k finančním. Ve Spojených státech mají osmdesátá léta kulturní nádech prvního rychle získaného milionu dolarů na burse cenných papírů.

S vývojem kapitálového trhu se snažili udržet tempo legislativci a regulátoři. Právní úprava se neustále komplikuje, a to dokonce stále rychleji - posledním impulsem byla krize roku 2008, která sice Evropu přímo příliš nepostihla, ale přinejmenším ukázala slabá místa. Až nepřímé důsledky byly v Evropě závažnější.

Evropská legislativa pokrývá obchody na kapitálovém trhu komplikovanou sítí pravidel, kterou v poslední době štěpí do jednotlivých dokumentů, zatímco předtím byly různé aspekty obchodu regulovány spíše v jednom dokumentu. Tak v poslední době byly přijata, navržena nebo alespoň novelizována například pravidla o zneužití trhu, informačních povinnostech, prospektu, shortování a „benchmarkingu“. Úprava regulovaných trhů je důležitou součástí této evropské sítě právních norem.

V této práci autor nejprve šířeji uvede problematiku přesunu peněžních mas použitím cenných papírů a postavení regulovaných trhů v tomto systému. V kapitole o regulovaných trzích uceleně uvede čtenáře do právní úpravy organizovaných trhů s důrazem na evropskou legislativu. Oproti evropským normám zná české právo vyšší stupeň regulovaného trhu, oficiální trh. Tento trh je vyhrazen pro nekvalitnější a nejlíkvinnější investiční nástroje.

Investiční instrumenty zevrubně popisuje hned poté. O něco podrobněji popisuje deriváty, druh investičních nástrojů, které jsou v současnosti hojně probírané, proto je nutné zmínit se o aktuálních otázkách. Deriváty popisuje s přihlédnutím k problematice obchodních míst, na kterých se s nimi obchoduje.

Poté jsou vysvětleny konkrétnější aspekty regulovaných trhů: organisátor regulovaného trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu a podmínky tohoto přijetí, z nichž vystupuje povinnost uveřejnit prospekt před přijetím některých nástrojů k obchodování.

Mimořádnou důležitost má evropská úprava pravidel průhlednosti (transparentnosti). Jedná se o informační povinnosti uložené regulovaným trhům, jejichž účelem je jednak cenová tvorba, jednak ochrana investorů. Méně přísná transparenční pravidla jsou stanovena pro mnohostranné obchodní systémy, obchodní platformy v některých aspektech obdobné regulovaným trhům. Značný význam těchto obchodních míst a obdobnost regulovaným trhům si vyžaduje podrobnější pojednání.

Po představení norem týkajících se mnohostranných obchodních systémů se autor pokusí porovnat transparentnost regulovaných trhů a mnohostranných obchodních systémů. Pravidla průhlednosti dělíme na požadavky před a po uskutečnění obchodu, a takto je dělena i tato kapitola. Důraz klade na připravovanou evropskou legislativu.

V současnosti probíhá v evropských orgánech horečná legislativní činnost směřující k novelisaci směrnice upravující regulované trhy. Má vzniknout další obchodní systém, organisovaný obchodní systém, opět v některých ohledech podobný jak regulovaným trhům, tak mnohostranným obchodním systémům. O organisovaných obchodních systémech, důvodech hovořících pro jejich zavedení i o možných legislativních přístupech pojednává příslušná kapitola.

Ale neustálý živelný vývoj je pro finanční trh přirozený. V České republice ovšem oproti západní Evropě specifický transformací ekonomiky ze socialistické na kapitalistickou, a pozdějším vstupem do Evropské unie.

Transformace ekonomiky znamenala potřebu vytvoření moderního rámce fungování finančních trhů v podstatě od základů. Vstup do Evropské unie znamenal nutnost přizpů-

sobit české normy evropským, které v období mezi lety 1993 a 2004 procházely vývojem směřujícím k vyššímu stupni harmonizace a k rozšíření harmonizovaných otázek. Mluvíme o období od přijetí směrnice 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů do přijetí směrnice 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů, která směrodatný vývoj prozatím završila, i když byla čtyřikrát novelizována.

Směrnice o investičních službách v oblasti cenných papírů upravovala požadavky na investiční podniky, pokud jde o počáteční povolení a provoz, včetně pravidel chování, a některé podmínky fungování regulovaných trhů. V období okolo přelomu století začínala být patrná vhodnost rozšířit jednotnou evropskou úpravu finančních trhů na všechny činnosti zaměřené na investory s cílem chránit je na vysoké úrovni, a s cílem usnadnit investičním podnikům poskytovat služby v celém Společenství, které je jednotným trhem, na základě dohledu domovské země.<sup>1</sup>

V rámci vytváření komplexního regulativního rámce uznala směrnice o trzích finančních nástrojů vedle regulovaných trhů i novou generaci organisovaných systémů obchodování, které podléhají povinnostem zaměřeným na zachování efektivního a řádného fungování finančních trhů. K vytvoření přiměřeného regulativního rámce byla do tohoto rámce zařazena i nová investiční služba, která se týká provozování mnohostranných systémů obchodování.<sup>2</sup>

Směrnice o trzích finančních nástrojů měla za cíl vytvoření integrovaného finančního trhu, na kterém by investoři byli účinně chráněni, a efektivita a integrita celkového trhu by byla zaručena. Snažila se upravit fungování regulovaných trhů a jiných obchodních systémů tak, aby netransparentnost nebo narušení jednoho trhu nemohly podkopat účinné fungování evropského finančního systému jako celku.<sup>3</sup>

Směrnice o trzích finančních nástrojů vstoupila v účinnost v roce 2007. Již nedlouho poté se ukázaly nové výzvy finančnímu systému. Kromě finanční krise roku 2008 se objevila nová obchodní místa a produkty, a rozšířilo se v některých ohledech risikové vysokofrekvenční obchodování. Evropská komise proto předložila v říjnu 2011 v rámci revize směrnice o trzích finančních nástrojů návrhy nové směrnice a nařízení s cílem, aby byly

1 odst. 1, 2 důvodové zprávy Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, dále jen směrnice o trzích finančních nástrojů

2 odst. 5 tamtéž

3 odst. 71 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů



finanční trhy efektivnější, odolnější a transparentnější, a s cílem posílit ochranu investorů a rozšířit pravomoci regulačních orgánů.

Mezi nejvýznamnější novinky v navrhovaných dokumentech patří regulace nového typu obchodního místa, organisovaného obchodního systému. Jedná se o organisované platformy, které v současnosti nejsou regulovány, ale mají stále významnější roli. Na těchto platformách se například stále více obchoduje se smlouvami o standardizovaných derivátech. Nový návrh tuto mezeru odstraní. Revidovaná směrnice o trzích finančních nástrojů bude i nadále umožňovat různé obchodní modely, zajistí nicméně, aby se všechna obchodní místa řídila stejnými pravidly transparentnosti, a aby se omezily případy střetu zájmů.

## Regulovaný trh

Finanční trh definujeme jako systém vztahů nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustřeďování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky. Finanční trh umožňuje redistribuci dostupných peněžních zdrojů na dobrovolném, smluvním principu.<sup>4</sup>

Finanční trh lze v závislosti na charakteru obchodovaných instrumentů (finančních nároků) a časovém horizontu jejich životnosti rozdělit na dvě základní části - trh peněžní a trh kapitálový.<sup>5</sup>

Peněžní trh je trhem krátkodobých peněz, kam řadíme instrumenty se splatností vyjádřenou řádově ve dnech až měsících, nejdéle však do jednoho roku. Peněžní trh umožňuje ekonomickým subjektům řídit svou likviditu.

Kapitálový trh je naopak trhem dlouhodobých peněz, kam řadíme instrumenty se splatností vyjádřenou řádově v jednotkách a desítkách let, v každém případě však delší nežli jeden rok. Peněžní prostředky získané na kapitálovém trhu jsou určeny na financování dlouhodobých investic ze strany podniků, vlád i domácností.

Za typické nástroje kapitálového trhu jsou považovány dlouhodobé dlužnické cenné papíry (dluhopisy), bankovní a konsorciální úvěry, hypoteční úvěry a hypoteční zástavní listy. Velmi důležitým nástrojem kapitálového trhu jsou také majetkové cenné papíry (akcie, podílové listy), které vlastně právně stanovenou splatnost vůbec nemají.<sup>6</sup>

Finanční trh dělíme také na organisovaný a neorganisovaný, a to z hlediska svázanosti vnitřními předpisy a přítomnosti osoby organisátora trhu. Regulovaný trh je tedy institucionalizován existencí určitého právního subjektu finanční trh regulujícího a obsluhujícího, okolo kterého se tržní aktivity koncentrují.<sup>7</sup>

Dělení na trh bursovní a mimobursovní ztrácí z právního hlediska smysl, protože české

4 *Bakeš, Milan, Marie Karfíková, Petr Kotáb, Hana Marková, Radim Boháč, Petr Novotný, Michal Kohajda a Pavlína Vondráčková. Finanční právo. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, xxx, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7. marg 210, dále jen Bakeš, M. a kol. Finanční právo. 6. upr. vyd.*

5 *tamtéž marg 212*

6 *tamtéž marg 210 - 214*

7 *tamtéž marg 869*

právo mu již nepropůjčuje normativní hodnotu, kromě té, že označení „regulovaný trh“ nebo „bursa cenných papírů“ nebo obdobné označení ve spojení s investičními nástroji smí při svém podnikání používat pouze organisátor evropského regulovaného trhu.<sup>8</sup>

Přesněji řečeno, pojem bursa se stává synonymem termínu regulovaný trh, a z hlediska právního jsou nyní mimobursovními trhy neregulované a trhy jako například mnohostranný obchodní systém a v budoucnu pravděpodobně například organisovaný obchodní systém. Takový význam ale rozhodně neodpovídá klasické definici slova bursa, která pracuje s místní, časovou, vztahovou a osobní charakterisací. Kupříkladu dříve jasně mimobursovni český trh RM-System v roce 2008 pojal jako obchodní značku „česká bursa cenných papírů“, přestože mu chybí prvek lokálního určení a prvek osobní.

Bursa jako zvláštní druh trhu vzniká tam, kde se na trhu objevuje zastupitelné zboží a představuje vlastně specifickou formu trhu, jenž je charakterisován místně (lokálním určením), časově (dobou konání), osobně (subjekty na trhu vystupujícími) a vztahy zde vznikajícími (směnou zastupitelného zboží za peníze).<sup>9</sup>

Co se týče slova bursa, znamená shromáždění a místo, kde se uzavírají obchody bez předkládání zboží, anebo místo směnného obchodu vůbec.<sup>10</sup> Je prapůvodu řeckého (βύρσα), převzato do latiny jako byrsa (kůže, kožišina), později užíváno ve středověké latině jako bursa ve významu měšec, a ve stejném významu holandsky beurs. Nizozemská rodina van der Beursů, mající v erbu tři měšce, podle kterých dostala přízvisko, vlastnila po pět generací v Bruggách přibližně od roku 1285 hostinec. Bruggy se postupně staly centrem evropského obchodu, protože se zde střetávaly obchodní cesty ze Středomoří a z Baltu. Logickým místem uzavírání obchodů se pro cestující zejména italské obchodníky staly hostince, a hlavním obchodním místem ve městě se stal plácek před hostincem zmíněné rodiny. Časem obsáhne slovo *borse* jen sešlost, ale nejpozději v 16. století se v tomto významu rozšíří a znamená i samotnou budovu ve které se obchoduje, když už v roce 1531 se slovem *borse* označuje také antverpská bursa.<sup>11</sup>

8 §53 zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb.; srovnej v podstatě opačný názor Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. str. 442 poznámka pod čarou; změna vyhrazení slova bursa byla provedena zákonem č. 230/2008 Sb.

9 Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. marg 871.; Dědič, J. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. Praha : Prospektrum, 1992, s. 19.

10 Slovník spisovného jazyka českého, <http://ssjc.ujc.cas.cz/>

11 dudén.de, Digitales Wörterbuch der Deutschen Sprache dwds.de, Pratica della mercatura Francesco Balducci Pegolotti, Museum belgické národní banky

Z theoretického hlediska je pojmu regulovaný trh blízky dříve i v právních předpisech používaný termín veřejný trh. Obecně lze veřejný trh chápat jako trh, jehož se může jak na straně prodávající (nabízející), tak i na straně kupující (poptávající) v jednom okamžiku, ať už přímo nebo nepřímo, prostřednictvím obchodníků s cennými papíry, blíže neurčený a předběžnými podmínkami neomezený počet subjektů, tj. teoreticky celá investiční veřejnost. Důležitou charakteristikou veřejného trhu je, že tržní ceny (kursy) cenných papírů na něm dosahované jsou pravidelně zveřejňovány a tím umožňují určitou zpětnou vazbu při rozhodování investiční veřejnosti.<sup>12</sup>

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu pracuje s termínem regulovaný trh investičních nástrojů, a definuje jej jako trh, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh.<sup>13</sup>

Směrnice o trzích finančních nástrojů rozumí regulovaným trhem mnohostranný systém, který provozuje nebo řídí organisátor trhu, a který sdružuje nebo umožňuje sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů, uvnitř systému a v souladu s pevně stanovenými pravidly, způsobem, jenž vede k uzavření smlouvy týkající se finančních nástrojů přijatých k obchodování podle jeho pravidel nebo systémů, a který má povolení a funguje pravidelně a v souladu s hlavou III této směrnice.

K definici regulovaného trhu se vyjadřuje důvodová zpráva směrnice: Pojem „systém“ zahrnuje jak veškeré trhy, které jsou tvořeny souborem pravidel a platformou pro obchodování, tak trhy, které fungují pouze na základě souboru pravidel. Regulované trhy a mnohostranné obchodní systémy nemusí být provozovateli „technického“ systému na párování příkazů. Trh, který je tvořen pouze souborem pravidel, jenž upravuje aspekty týkající se členství, přijímání nástrojů k obchodování, obchodování mezi členy, zpravodajské povinnosti a případně transparentnosti, je regulovaným trhem nebo mnohostranným obchodním systémem ve smyslu této směrnice a transakce uzavřené podle těchto pravidel se považují za uzavřené v systémech regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému. Pojem „nákupní a prodejní zájmy“ je třeba chápat v širším smyslu, tedy tak, že zahrnuje příkazy, kotace a projevy zájmu. Požadavek na to, aby byly tyto zájmy sdružovány v systému prostřednictvím pevných pravidel stanovených organisátorem systému znamená,

<sup>12</sup> Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. marg 869

<sup>13</sup> §55 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

že budou sdružovány podle pravidel systému nebo pomocí protokolů či vnitřních operačních postupů systému (včetně postupů obsažených v programovém vybavení počítačů). Pojem „pevně stanovená pravidla“ znamená, že tato pravidla neponechávají investičnímu podniku provozujícímu mnohostranný obchodní systém žádnou volnost v rozhodování o tom, jak se mohou zájmy vzájemně ovlivňovat. Uvedené definice vyžadují, aby se zájmy sdružovaly způsobem vedoucím k uzavření smlouvy, tedy aby realizace probíhala podle pravidel systému nebo pomocí protokolů nebo vnitřních operačních postupů systému.<sup>14</sup>

### ***Oficiální regulovaný trh***

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu ještě dále dělí regulovaný trh na oficiální<sup>15</sup>a neoficiální. Regulovaný oficiální trh je vyhrazen jen pro nejkvalitnější a nejlikvidnější cenné papíry. Především je tento trh vyhrazen výhradně akciím a dluhopisům, jejichž převoditelnost není vyloučena ani omezena, a stanovuje minimální tržní kapitalizaci akcií 1 milion eur a minimální hodnotu emise dluhopisů 200 tisíc eur. Žádost o přijetí k obchodování se musí vztahovat na všechny dluhopisy stejné emise nebo na všechny akcie stejného druhu, a zároveň emise těchto akcií nebo dluhopisů byla vydána v jedné podobě a všechny její kusy mají stejnou jmenovitou hodnotu a stejné identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů. Akcie mohou být též přijaty k obchodování na oficiálním trhu, pokud je jejich převoditelnost omezena pouze požadavkem souhlasu orgánů společnosti, a pokud jejich přijetí k obchodování nenaruší obchodování na tomto trhu. V zásadě je vyžadováno plné splacení emisního kurzu akcií nebo dluhopisů. Ve vlastnictví veřejnosti členských států Evropské unie musí být alespoň takové procento akcií, které zaručuje bezproblémové obchodování na oficiálním trhu, obvykle 25%.

Od většiny těchto podmínek zákon připouští odchylky, pokud nenaruší bezproblémové obchodování na oficiálním trhu, nebo pokud remisi z pravidel nevzniknou investorům žádné nevýhody. Další podmínkou je, že organisátorovi regulovaného trhu nejsou známy okolnosti, které by v případě přijetí těchto akcií nebo dluhopisů k obchodování na oficiálním trhu mohly vést k poškození investorů, k ohrožení jejich zájmů nebo k ohrožení důležitých veřejných zájmů.

<sup>14</sup> odst. 6 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

<sup>15</sup> §64 - §66 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Poslední podmínkou je zveřejnění účetní závěrky emitentem těchto akcií nebo dluhopisů podle zákona upravujícího účetnictví nejméně za tři po sobě následující účetní období předcházející účetnímu období, ve kterém je podána žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu. Podmínka zveřejnění účetní závěrky za tři po sobě následující účetní období nemusí být splněna, jestliže emitent existuje podle zápisu do příslušného rejstříku méně než 3 roky a přijetí akcií nebo dluhopisů k obchodování na oficiálním trhu je v zájmu emitenta nebo investorů, a jestliže investoři mají dostatek informací nezbytných k posouzení emitenta a cenného papíru.

## Investiční nástroje

Na finančním trhu se peněžní prostředky přesouvají od subjektů s jejich relativním přebytkem k subjektům s jejich relativním nedostatkem. V této souvislosti hovoříme o instrumentech (nástrojích), kterými je třeba rozumět předměty obchodování na finančních trzích, jakési reprezentanty ztělesňující peněžní prostředky na finančním trhu nabízené a poptávané. Pro instrumenty finančního trhu je charakteristické, že svým pohybem na finančním trhu kopírují pohyb peněžních prostředků, ale v opačném směru. Poptává-li deficitní subjekt peněžní prostředky na finančním trhu, činí tak obvykle nabídkou prodeje určitého instrumentu finančního trhu. Naopak, chce-li suficitní subjekt-investor umístit své peněžní prostředky na finančním trhu, zajímá se o nákup nejvhodnějšího instrumentu tohoto trhu.<sup>16</sup>

Na finančním trhu jsou předmětem obchodování finanční investiční instrumenty, jejichž definici výčtem nalezneme ve směrnici o trzích finančních nástrojů.<sup>17</sup> Nejdůležitějším, nejvíce regulovaným a nejčastěji kupovaným instrumentem jsou cenné papíry.

Pro oblast zájmu této práce má význam dělení cenných papírů na kotované a nekotované, podle způsobilosti být předmětem obchodu na regulovaném trhu, to je přijaté k obchodování na regulovaném trhu s investičními nástroji se sídlem v členském státě Evropské unie, a na nekotované - všechny ostatní.<sup>18</sup>

Finančními nástroji podle směrnice o trzích finančních nástrojů jsou tedy:

- 1) Převoditelné cenné papíry.
- 2) Nástroje peněžního trhu.<sup>19</sup>
- 3) Podílové jednotky subjektů kolektivního investování.
- 4) Opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se cenných papírů, měn, úrokových sazeb či výnosů nebo jiné derivátové nástroje, finanční indexy nebo finanční míry, které lze vypořádat fyzicky nebo v hotovosti.
- 5) Opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakéko-

<sup>16</sup> Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. marg 844-845

<sup>17</sup> směrnice o trzích finančních nástrojů čl. 4 odst. 17, výčet nalezneme tamtéž v příloze I, oddílu C

<sup>18</sup> Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. marg 853

<sup>19</sup> definice v čl. 4 odstavci 19 směrnice o trzích finančních nástrojů - jako typy nástrojů, s nimiž se obvykle obchoduje na peněžním trhu, například státní pokladniční poukázky, vkladové listy a obchodní cenné papíry, s výjimkou platebních nástrojů;

li jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které musejí být vypořádány v hotovosti nebo mohou být vypořádány v hotovosti na žádost jedné ze stran (jinak než v případě neplnění nebo z jiného důvodu ukončení).

6) Opce, futures, swapy a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které lze vypořádat fyzicky za předpokladu, že jsou obchodovány na regulovaném trhu nebo mnohostranném obchodním systému.

7) Opce, futures, swapy, forwardy a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se komodit, které lze vypořádat fyzicky, neuvedené jinak v oddíle C odstavci 6 a neurčené k obchodním účelům, které mají znaky jiných derivátových finančních nástrojů, mimo jiné s ohledem na to, zda jsou zúčtovány a vypořádány prostřednictvím uznávaných zúčtovacích středisek nebo pomocí výzvy k dodatkové úhradě.

8) Derivátové nástroje k převodu úvěrového rizika.

9) Finanční rozdílové smlouvy.

10) Opce, futures, swapy, dohody o budoucích úrokových sazbách a jakékoli jiné derivátové smlouvy týkající se klimatických proměnných, sazeb přepravného, povolenek na emise nebo měr inflace či jiných oficiálních ekonomických statistických údajů, které musejí být vypořádány v hotovosti nebo mohou být vypořádány v hotovosti na žádost jedné ze stran (jinak než v případě neplnění nebo z důvodu jiného ukončení), i další derivátové smlouvy týkající se majetku, práv, závazků, indexů a měr neuvedených jinde v tomto oddílu, které mají znaky jiných derivátových finančních nástrojů, mimo jiné s ohledem na to, zda jsou obchodovány na regulovaném trhu nebo mnohostranném obchodním systému, zúčtovány a vypořádány prostřednictvím uznávaných zúčtovacích středisek nebo pomocí výzvy k dodatkové úhradě.

V novelisaci směrnice o trzích finančních nástrojů je navrhován nový bod přidávající k seznamu povolenky na emise složené z jednotek, které jsou uznány na základě souladu se směrnicí 2003/87/ES (systém pro obchodování s emisemi).<sup>20</sup> Povolenky na emise jsou však již zmíněny v dnes platné směrnici v desátém bodě.

Převoditelné cenné papíry jsou definovány jako třídy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (s výjimkou platebních nástrojů), například a) akcie společností a další cenné papíry rovnocenné akciím společností, osobních společností či jiných subjektů včetně depozitních certifikátů k těmto akciím, b) dluhopisy a jiné formy dluho-

<sup>20</sup> směrnice o trzích finančních nástrojů II příloha I oddíl C



vých cenných papírů, včetně depozitních certifikátů k těmto cenným papírům, c) všechny ostatní cenné papíry, se kterými je spojeno právo nabývat nebo prodávat takové převoditelné cenné papíry nebo ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích, jež se určuje odkazem na převoditelné cenné papíry, měny, úrokové sazby nebo výnosy, komodity či jiné indexy či míry.<sup>21</sup>

Směrnice o trzích finančních nástrojů rozšířila působnost oproti předchozí evropské úpravě komoditní deriváty a jiné nástroje, které jsou vytvořeny a se kterými se obchoduje způsobem, jenž vyžaduje podobný typ regulace jako tradiční finanční nástroje.<sup>22</sup> Rozšíření definice sledovalo trend, kterým se investorům nabízel stále komplexnější a širší soubor služeb a nástrojů.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu zavádí směrnici do českého práva následujícím způsobem: převoditelné cenné papíry nazývá investičními cennými papíry, kterými jsou zejména: a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti nebo jiné právnické osobě, b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, c) cenné papíry nahrazující cenné papíry uvedené v písmenech a) a b), d) cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení investičních cenných papírů uvedených v písmenech a) a b), e) cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.

### *Deriváty*

Finanční deriváty představují obecně právo, resp. povinnost na nákup nebo prodej v určitém čase určitého finančního instrumentu běžně obchodovaného na trhu, jako jsou cenné papíry, peníze cizích měn a podobně, nebo na peněžní vypořádání odvislé od hodnoty úrokové míry, měnového kursu, finančního indexu atd. Standardní obchodní instrumenty, které jsou předmětem práv ztělesněných ve finančních (ale i jiných) derivátech, se nazývají basické (základní), podléhající nebo podkladové (z angl. „underlying“) instrumenty či aktiva. Tržní ceny finančních derivátů mají proto korelaci s tržními cenami příslušných

<sup>21</sup> směrnice o trzích finančních nástrojů čl. 4 odst. 18

<sup>22</sup> odst. 4 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

basických instrumentů a jsou vůči nim nepřetržitě porovnávány.<sup>23</sup>

Od sedmdesátých let 20. století prodělávaly západní ekonomiky přeměnu, kterou můžeme nazvat financialisací ekonomiky, snad nejpatrnější u americké ekonomiky. Financialisace znamenala přesun investorských preferencí z investic v oblasti průmyslové výroby k finančnictví, pojišťovnictví a k nemovitostem. Souvisela s klesajícími maržemi v průmyslnictví a s jeho postupným odsunem do rozvojových zemí.<sup>24</sup>

Souvisle se rozvíjely derivátové instrumenty. Od sedmdesátých let 20. století se vyvíjely nové, složitější a abstraktnější deriváty. Předkrisový vrchol dosáhl derivátový trh v roce 2008, když se dokonce za předchozích pět let zpětinasobil.

Derivátový trh je z nejziskovějších - a z nejkontroverznějších - oborů finančnictví. Kromě různých možných morálních výhrad například proto, že obchodování s deriváty je stále obestřeno tajemstvím. Kupříkladu, zákazníci nemají šanci porovnat transakční náklady, protože derivátový obchod poptávají přímo u banky. Banka poté nalezne prodejce derivátu.<sup>25</sup>

Specifickým rysem derivátového trhu je podíl obchodů přes přepážku, který činí přibližně 90%. Tyto obchody mohou probíhat na různých organizovaných platformách dosud neregulovaných jako obchodní místa. Proto nepodléhají různým transparentním pravidlům.

V současné době jsou probírány možnosti úprav derivátového obchodování. Na špičkovém setkání G20 v září 2009 byl přijat závazek přesunout všechny obchody se standardizovanými deriváty obchodovanými přes přepážku na bursy anebo na elektronické obchodní platformy, a tyto obchody zásadně vypořádávat ústředními protistranami. Tato opatření reflektují existující obavy z dosud velice stinného derivátového trhu - obavy kupříkladu že představuje systémové riziko, nedostatečně chrání investory, anebo že tvorba ceny je neprůhledná. Obecné cíle jsou zvýšit stabilitu, transparentnost trhů a dohled nad nimi a zabránit zneužití trhu.

Ve Spojených státech amerických jsou probírány stejné otázky. Byl přijat Doddův-Frankův

23 Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. marg 856

24 Chomsky, N., *America in Decline*, ze dne 5. 8. 2011, Truthout (<http://www.chomsky.info/articles/20110805.htm>)

25 Story, L., *A Secretive Banking Elite Rules Trading in Derivatives*, ze dne 11. 12. 2010, New York Times (<http://www.nytimes.com/2010/12/12/business/12advantage.html>)

zákon na reformu bursy a na spotřebitelskou ochranu. S cílem podřídit swapové obchody legislativě finančních služeb byly normovány swapové prováděcí systémy.<sup>26</sup> Jedná se o obchodní místa nebo platformy, na kterých mají mnozí účastníci možnost provést nebo vyměnit swap přijetím nebo nabídnutím mnohým účastníkům v rámci systému či platformy. Jde tedy o organizované obchodní místo, které sdružuje účastníky. Swapové prováděcí systémy podléhají různým transparenčním povinnostem.

V Evropské unii směřují legislativní aktivity dvěma směry: zvýšit transparentnost a přesunout obchody se standardizovanými dostatečně likvidními deriváty obchodovanými přes přepážku na organizovaná obchodní místa.

Klíčovou bude otázka standardisace derivátu - aby se na derivát vztahovala povinnosti obchodu na organizovaném trhu, bude muset být dostatečně vyvinutý. Trh se standardizovanými deriváty je limitovaný, protože standardisované deriváty nevyhovují každému investorovi - mnozí investoři vyžadují deriváty vytvořené na míru, tedy nestandardní.

Životné cyklus každého derivátu začíná relativní jedinečností a nestandardností. Mladý derivát je nabízen pouze ústně přes přepážku. Až s přibývajícím časem a přibývajícimi tržními účastníky obchodující s ním se může stát standardizovaným určitými stejnými vlastnostmi, které si obchodníci oblíbí. S rostoucím počtem „hráčů“ roste konkurence mezi nabízeči a tím se každý obchod stane méně ziskovým pro nabízeče. Na druhou stranu může být nižší ziskovost vyrovnána nárůstem objemu obchodů a zjednodušením obchodu.<sup>27</sup>

Role organizovaných trhů přichází až v pozdější fázi existence derivátového papíru. Obchodováním derivátu na elektronické platformě či burse ještě vzroste standardisace a objem obchodů, a klesnou obchodní náklady a vzroste likvidita. Od vyvinutí nového derivátového produktu do přijetí na organizovaný trh však zpravidla uplynou roky.

Druhým zvažovaným opatřením, alternativním k povinnosti obchodování standardisovaných derivátů na organizovaných trzích, je stanovení cílů na přechod obchodů se stan-

<sup>26</sup> Swap Execution Facilities, Dodd-Frank Act

<sup>27</sup> *Commission Staff Working Paper - Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments. (COM(2011) 656 final), (SEC(2011) 1227 final), Brusel, 20. 10. 2011, str. 235, dále jen dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II*

standardizovanými deriváty pod organizované trhy. Šlo by o podporu finančního průmyslu, aby sám od sebe začal obchodovat s deriváty na organizovaných trzích. Evropská unie by pouze stanovila cíle a lhůty.

Byla zvolena první možnost, která poskytuje vyšší transparentnost pro konečné uživatele derivátů, dohledové orgány a lepší přehled nad trhy. Nevýhodou první možnosti je nutnost změny obchodního modelu derivátových nabízečů, která povede k snížení ziskovosti. Existovaly však i obavy, že zavedení první možnosti povede dokonce k poklesu likvidity derivátového trhu, protože by obchodníci nabízející deriváty mohli utlumit činnost.

## Organisátor regulovaného trhu

Organisátorem trhu je osoba nebo osoby řídící nebo vykonávající činnost regulovaného trhu. Často bude organisátorem trhu regulovaný trh sám.<sup>28</sup>

V případě regulovaného trhu, který je právnickou osobou a je řízen nebo provozován organisátorem trhu odlišným od regulovaného trhu samého, stanoví členské státy, jak mají být různé povinnosti uložené organisátorovi trhu podle této směrnice rozděleny mezi regulovaný trh a organisátora trhu.<sup>29</sup>

Základní povinností organisátora regulovaného trhu je poskytnutí veškerých informací, včetně plánu činnosti uvádějícího mimo jiné druhy předpokládaných obchodů a organizační strukturu, nutné k tomu, aby se mohl příslušný orgán přesvědčit, že regulovaný trh provedl k okamžiku prvního povolení veškerá opatření nutná k tomu, aby splnil své povinnosti podle směrnice o trzích finančních nástrojů.<sup>30</sup>

Organisátor je také podrobován pravidelným prověrkám. Účelem dohledu je prověřit plnění úkolů týkajících se organizace a provozu regulovaného trhu, jakož i nepřetržité plnění podmínek prvního povolení.<sup>31</sup>

Další informační povinností organisátora regulovaného trhu je sdělení totožnosti osob, které skutečně řídí činnosti a provoz regulovaného trhu, sdělení o vlastnících regulovaného trhu nebo organisátora trhu, zejména totožnost všech osob, kterým jejich postavení umožňuje vykonávat významný vliv na řízení, a velikost jejich podílů, a sdělení o změnách těchto osob. Dohledový orgán má významnou pravomoc neschválit navrhované změny osob, respektive kontrolních podílů, pokud existují objektivní a prokazatelné důvody k domněnce, že by tyto změny ohrozily řádné a obezřetné řízení regulovaného trhu.<sup>32</sup>

Organisační požadavky kladené na regulované trhy se snaží působit proti možným střetům zájmů, obchodním rizikům, problémům technologického aspektu obchodování a nespravedlnostem při obchodování. Střet by mohl nastat zejména mezi zájmy regulovaného

<sup>28</sup> směrnice o trzích finančních nástrojů čl. 4 odst. 1 pododst. 13

<sup>29</sup> čl. 36 odst. 1 alinea 3 tamtéž

<sup>30</sup> čl. 36 odst. 1 alinea 4 tamtéž

<sup>31</sup> čl. 36 odst. 2 tamtéž

<sup>32</sup> čl. 37, 38 odst. 2 tamtéž

trhu, jeho vlastníků nebo jeho organisátora a řádným fungováním regulovaného trhu.

Směrnice těmto možným negativním důsledkům čelí stanovením povinností organizačního rázu: stanovením pravidel, vytvořením mechanismů, a dostatečnými finančními zdroji umožňujícími řádné fungování trhu.<sup>33</sup>

---

33 čl. 39 směrnice o trzích finančních nástrojů

## Přijímání finančních nástrojů k obchodování

Jak už bylo řečeno, regulovaný je trh, který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování. Tato pravidla mají být jasná a transparentní, a mají zajistit spravedlivé, řádné a efektivní obchody s veškerými finančními nástroji. Nadto mají zajistit volnou obchodovatelnost převoditelných cenných papírů – akcií a dluhopisů.

Převoditelné cenné papíry mají oproti ostatním investičním instrumentům v mnoha ohledech zvláštní postavení s přísnějšími podmínkami přijetí. Stejně tak regulované trhy mají některé zvláštní povinnosti v oblasti dostupnosti informací o převoditelných cenných papírech. Jednak mají ověřovat, zda emitenti převoditelných cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu splňují povinnosti podle právních předpisů Společenství týkající se počátečního, průběžného nebo jednorázového účelového informování, a jednak mají členům nebo účastníkům usnadňovat přístup k těmto informacím.<sup>34</sup>

Regulované trhy mohou přijmout v pravidlech přijímání investičních nástrojů přísnější či další normy, než stanoví zákon. Podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu může být na regulovaný trh přijat jen takový investiční nástroj, kterému bylo přiděleno identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů ISIN.<sup>35</sup>

Dále musejí být u investičního nástroje dány předpoklady pro spravedlivé, řádné a účinné obchodování za podmínek stanovených přímo použitelným předpisem<sup>36</sup> Evropské unie, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady upravující trhy finančních nástrojů

U převoditelných cenných papírů je na přijetí na regulovaný trh stanovena podmínka volné obchodovatelnosti cenného papíru.<sup>37</sup>

Převoditelné cenné papíry se považují za volně obchodovatelné, pokud mohou být mezi

<sup>34</sup> čl. 40 odst. 3 směrnice o trzích finančních nástrojů

<sup>35</sup> §56 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

<sup>36</sup> Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

<sup>37</sup> čl. 40 odst. 1 alinea 2 směrnice o trzích finančních nástrojů; §56 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

stranami obchodu volně obchodovány a následně bez omezení převedeny, a pokud jsou všechny cenné papíry stejné třídy zaměnitelné za daný cenný papír. Ale i převoditelné cenné papíry, jejichž převádění je omezeno, se mohou považovat za volně obchodovatelné, pokud toto omezení pravděpodobně nenarušuje trh.<sup>38</sup>

Regulovaný trh při posuzování zda mohou být akcie obchodovány spravedlivě, řádně a efektivně, zohledňuje: a) veřejný prodej těchto akcií, b) takové finanční údaje z minulosti, údaje o emitentovi a přehledné informace o podniku, jejichž zpracování vyžaduje směrnice o prospektu 2003/71/ES, nebo které jsou či budou veřejně dostupné.<sup>39</sup>

Řádnost, spravedlnost a efektivnost obchodování převoditelných cenných papírů kromě akcií a dluhopisů a jim rovnocenných cenných papírů (tedy již zmiňovaná dosti široká kategorie „ostatních“ — všechny ostatní cenné papíry, se kterými je spojeno právo nabývat nebo prodávat takové převoditelné cenné papíry nebo ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích, jež se určuje odkazem na převoditelné cenné papíry, měny, úrokové sazby nebo výnosy, komodity či jiné indexy či míry) zohlední regulovaný trh, v závislosti na povaze cenného papíru, který se přijímá k obchodování, tedy zda jsou splněna tato kritéria: a) podmínky cenného papíru jsou jasné a jednoznačné a umožňují vzájemné srovnání ceny cenného papíru a ceny nebo jiný způsob stanovení hodnoty podkladového cenného papíru, b) cena nebo jiné hodnotové měřítko podkladového cenného papíru je spolehlivá a veřejně dostupná, c) je zpřístupněn dostatek informací nezbytných k ohodnocení cenného papíru, d) mechanismy určování vypořádací ceny cenného papíru zajišťují, že v této ceně se náležitě promítá cena nebo jiné hodnotové měřítko podkladového cenného papíru, e) pokud vypořádání cenného papíru vyžaduje nebo umožňuje plnění formou předání podkladového cenného papíru nebo aktiva místo vypořádání v hotovosti, existují přiměřené postupy pro vypořádání a předání daného podkladového cenného papíru, jakož i přiměřené mechanismy k získání informací o daném podkladovém cenném papíru.<sup>40</sup>

Nařízení provádějící směrnici o trzích finančních nástrojů dále nabízí kritéria na posouzení řádnosti, spravedlnosti a efektivnosti u podílových jednotek subjektů kolektivního

---

38 čl. 35 nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice, dále jen prováděcí nařízení směrnice o trzích finančních nástrojů

39 čl. 35 odst. 4 prováděcího nařízení směrnice o trzích finančních nástrojů

40 čl. 35 odst. 6 prováděcího nařízení směrnice o trzích finančních nástrojů



investování a u derivátů.<sup>41</sup>

V případě derivátů je situace odlišná. Pravidla mají zejména zajistit, aby vlastnosti derivátové smlouvy umožňovaly řádné stanovení cen i efektivní vypořádání.<sup>42</sup>

V určitých případech není vyžadován souhlas emitenta s přijetím investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu. Převoditelný cenný papír může být přijat k obchodování na regulovaném trhu bez souhlasu emitenta, pouze pokud je již přijat k obchodování na regulovaném trhu v členské zemi. Po přijetí k obchodování bez souhlasu má na jedné straně organisátor regulovaného trhu povinnost informovat emitenta o přijetí, na druhé straně emitent nemusí vůči organisátorovi plnit informační povinnosti, jaké by jinak plnit musel, a jaké již plní vůči regulovanému trhu, na kterém se sám rozhodl obchodovat.<sup>43</sup>

Podmínky pro přijetí investičních cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu jsou, jak už bylo řečeno, přísnější. Základní povinností je uveřejnění prospektu, a uplynutí jednoho dne o jeho uveřejnění.<sup>44</sup>

---

41 čl. 36 tamtéž

42 čl. 40 odst. 2 směrnice o trzích finančních nástrojů, čl. 37 prováděcího nařízení směrnice o trzích finančních nástrojů

43 §56 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

44 §57 tamtéž

## Prospekt

Snad nejvýznamnější odchylkou od jiných investičních nástrojů jsou povinnosti osoby veřejně nabízející převoditelné cenné papíry. Veřejnou nabídkou investičních cenných papírů je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a o podmínkách jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.<sup>45</sup>

Veřejně nabízet investiční cenné papíry může jen osoba, která nejpozději na počátku veřejné nabídky uveřejní prospekt cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie.<sup>46</sup>

Investiční cenné papíry, v terminologii směrnice o trzích finančních nástrojů převoditelné cenné papíry, jsou zejména akcie a dluhopisy a cenné papíry nahrazující je, anebo opravňující k nabytí akcií a dluhopisů, a cenné papíry cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích.<sup>47</sup> Na veřejné nabídky jiných kategorií investičních instrumentů se tedy povinnost uveřejnit prospekt nevztahuje.

Organisátor regulovaného trhu může přijmout investiční cenné papíry k obchodování naregulovaném trhu, jestliže byl uveřejněn prospekt těchto investičních cenných papírů a od jeho uveřejnění uplynul alespoň jeden den.<sup>48</sup> Prospekt tedy musí být uveřejněn, když budou veřejně nabízeny investiční cenné papíry, anebo budou investiční cenné papíry přijímány k obchodování na regulovaném trhu.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu pro účely ustanovení o prospektu a pro účely ustanovení o veřejné nabídce dělí pojem investiční cenné papíry na další dvě podskupiny: 1. kapitálové cenné papíry jsou akcie nebo jiné účastnické cenné papíry a cenné papíry opravňující k nabytí účastnických cenných papírů, pokud jsou převoditelné, 2. dluhové cenné papíry jsou všechny, které nejsou kapitálovými cennými papíry - z praktického hlediska má emitent těchto cenných papírů větší volnost a jedná se zejména o dluhopisy.

---

45 §34 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

46 §35 tamtéž

47 § 3 odst 2 tamtéž; směrnice o trzích finančních nástrojů čl. 4 odst. 18; více v kapitole o investičních nástrojích

48 §57 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Prospekt je dokument, ve kterém je popsán emitovaný cenný papír, slouží k informování potenciálních kupců. Prospekt představuje důležitý prostředek informování spotřebitelské veřejnosti o rizicích určitého cenného papíru, který je veřejně nabízen. Teoreticky by měl dostačovat kvalitnímu informování. Každý prospekt uvozuje shrnutí prospektu, které ve zkratce uvede pro investory podstatné informace, po kterém následuje vlastní dokument.

Základem právní úpravy je směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování.<sup>49</sup>

Směrnice o prospektu zavedla systém jednotného pasu pro emitenty cenných papírů v Evropské unii. Harmonizováním požadavků na sepsání, schválení a zveřejnění prospektu umožňuje směrnice emitentům používat pro veřejné nabídky a pro přístup na regulované trhy jediný prospekt po schválení příslušným orgánem po celé Evropské unii. Jednotná úprava prospektu také ulehčuje získávání kapitálu na jednotném evropském kapitálovém trhu, což bylo jejím cílem stejně jako investorská ochrana na vysoké úrovni po celé Evropské unii.

Středobodem směrnice je tzv. jednotný pas pro emitenty. Sice existuje povinnost překladu, v některých případech je postačující překlad shrnutí prospektu, ale prospekt schválený v domovském státě je platný pro veřejné nabídky či přístup na trh v kterémkoliv členském státě, žádný hostitelský stát nesmí vyžadovat další schvalování či správní postupy u již jiným členem schváleného prospektu.<sup>50</sup>

Tím směrnice usnadňuje veřejné nabídky i přístup na trhy, které jsou provedeny zároveň v několika členských státech, protože stačí, pokud je prospekt schválen jediným kompetentním orgánem.

V některých případech neexistuje povinnost uveřejnit prospekt. Zákon vyjímá z působnosti podle subjektu a stanovuje výjimky věcného charakteru. Vyňaty jsou dluhové cenné papíry emitované členskými státy, územními samosprávnými celky členských států, ná-

<sup>49</sup> směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování

<sup>50</sup> Dědič, Jan a Petr Čech. Obchodní právo po vstupu ČR do EU, aneb, Co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?. 2. dopl. a aktualiz. vyd. Praha: Polygon, 2005, V, 485 s. ISBN 80-7273-122-x.

rodními bankami členských států a Evropskou centrální bankou či některými mezinárodními organizacemi.

Dále se ustanovení o veřejné nabídce a o prospektu cenného papíru nevztahují například na<sup>51</sup> cenné papíry emitované neziskovou organizací k získání prostředků potřebných k dosažení jejího neziskového účelu, dluhové cenné papíry emitované průběžně či opakovaně bankou anebo spořitelním a úvěrovým družstvem (které 1. nejsou podřízené nebo vyměnitelné, 2. neopravňují k nabytí jiného druhu cenného papíru s výjimkou kupónu, 3. nejsou spojeny s derivátovými nástroji, 4. představují právo na vrácení vkladu přijatého bankou, 5. jsou kryty systémem pojištění vkladů podle práva Evropské unie), dluhové cenné papíry emitované průběžně či opakovaně bankou anebo spořitelním a úvěrovým družstvem (které 1. nejsou podřízené nebo vyměnitelné, 2. neopravňují k nabytí jiného druhu cenného papíru, 3. nejsou spojeny s derivátovými nástroji, 4. mají celkovou hodnotu protiplnění nižší než částka odpovídající 75 000 000 EUR; tato částka se vypočítává za cenné papíry nabízené ve všech členských státech Evropské unie v průběhu 12 měsíců), cenné papíry, jejichž celková hodnota protiplnění je nižší než částka 1 000 000 EUR (tato částka se vypočítává za cenné papíry nabízené ve všech členských státech Evropské unie v průběhu 12 měsíců), cenné papíry vydávané otevřeným podílovým fondem podle zákona upravujícího kolektivní investování nebo obdobným fondem kolektivního investování podle zahraniční právní úpravy.

V některých případech může emitent nebo osoba, která hodlá veřejně nabízet cenné papíry nebo která žádá o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu, rozhodnout o tom, že vyhotoví prospekt a uveřejní ho v souladu s tímto zákonem.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu uvádí i výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt. Pokud veřejná nabídka nebo přijetí k obchodování spadá pod jednu z následujících kategorií, nabídce nebo přijetí na regulovaný trh nebude muset předcházet prospekt nikde v EU. Povinnost uveřejnit prospekt neplatí pro nabídku cenných papírů a) určenou výhradně kvalifikovaným investorům, b) určenou omezenému okruhu osob, který v členském státě Evropské unie, kde je tato nabídka činěna, nedosahuje počtu 150, nepočítaje v to kvalifikované investory, c) jestliže nejnižší možná investice pro jednoho investora je rovna nebo vyšší než částka odpovídající stanovenému limitu v eurech, nebo d) jejichž jmeno-

---

51 §34 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

vitá hodnota nebo cena za 1 kus se rovná alespoň částce odpovídající stanovenému limitu v eurech.<sup>52</sup>

Další výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt při veřejné nabídce jsou vesměs výjimky při zvláštních obchodních událostech jako jsou nabídky převzetí, fúze, rozdělení, reorganizace, rozdělování akcií jako dividendy, rozdělování akcií jako zaměstnanecké odměny. V těchto případech nemusí být vytvořen dokument, který je formálně prospektem, postačí dokument, který je doručen České národní bance, který obsahuje v některých případech údaje rovnocenné údajům v prospektu; v jiných případech pouze údaje o transakci, na kterou se vztahuje, důležité pro rozhodování dotčených osob.<sup>53</sup>

Povinnost uveřejnit prospekt před přijetím k obchodování na regulovaném trhu se nevztahuje na<sup>54</sup>: a) cenné papíry vyňaté z působnosti ustanovení o prospektu a o veřejné nabídce (viz výše), b) akcie, které po dobu předcházejících 12 měsíců představují méně než 10 % z celkového počtu akcií stejného druhu již přijatých k obchodování na stejném regulovaném trhu, c) akcie nabízené bezúplatně dosavadním akcionářům a akcie rozdělované jako forma dividendy, jde-li o akcie stejného druhu jako akcie, z nichž jsou takové nepeněžité dividendy vypláceny, d) cenné papíry vydané zaměstnavatelem nabízené zaměstnancům nebo osobám s řídicí pravomocí u zaměstnavatele, jde-li o cenné papíry stejného druhu jako cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu e) akcie vydané výměnou za jiné akcie stejného druhu již přijaté k obchodování na stejném regulovaném trhu, pokud tím nedochází ke zvýšení upsaného základního kapitálu, f) akcie získané výměnou za jiný cenný papír nebo výkonem práva z jiného cenného papíru, za předpokladu, že tyto akcie jsou stejného druhu jako akcie již přijaté k obchodování na stejném regulovaném trhu, g) cenné papíry již přijaté k obchodování na jiném regulovaném trhu v členském státě Evropské unie (pokud 1. tyto nebo zastupitelné cenné papíry jsou přijaty k obchodování na jiném regulovaném trhu po dobu delší než 18 měsíců, 2. u cenných papírů poprvé přijatých k obchodování na regulovaném trhu po 31. prosinci 2003 bylo přijetí k obchodování spojeno se schválením prospektu a jeho uveřejněním, 3. u cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na jiném regulovaném trhu po 30. červnu 1983 a nesplňují podmínky podle bodu 2, byly splněny požadavky práva Evropské unie pro přijetí cenného papíru na oficiální trh, 4. cenné papíry nadále splňují podmínky pro obchodování na tom-

52 §35 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

53 §35 odst. 4 tamtéž

54 §57 odst. 2 tamtéž

to jiném regulovaném trhu, 5. osoba, která žádá o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu, vypracuje souhrnný dokument v českém jazyce obsahující shrnutí prospektu) h) různé případy fúzí, rozdělení, reorganizace.<sup>55</sup>

V některých případech přijetí nástroje na regulovaný trh bez povinnosti uveřejnění prospektu je stanovena podmínka doručení dokumentu obsahujícího údaje o počtu a druhu cenných papírů a důvody a podrobnosti nabídky České národní bance.

Převoditelný cenný papír, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu, lze následně přijmout k obchodování na jiných regulovaných trzích, a to i bez souhlasu emitenta a v souladu s odpovídajícími ustanoveními směrnice o prospektu. Tento jiný regulovaný trh uvědomí emitenta o tom, že jeho cenné papíry jsou na něm obchodovány. Emitent není povinen poskytovat informace požadované podle ustanovení o prospektu přímo kterémukoli regulovanému trhu, který přijal jeho cenné papíry k obchodování bez jeho souhlasu.<sup>56</sup>

Před uveřejněním prospektu jej musí schválit Česká národní banka nebo orgán dohledu jiného členského státu. K získání souhlasu musí být vyhotovitelem předložen návrh prospektu. ČNB má rozhodnout do 10 pracovních dnů, nebo 20 pracovních dnů u emitenta, který doposud nemá žádné cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu a dosud veřejně cenné papíry nenabízel. Pokud shledá prospekt neúplným, lhůta počíná běžet ode dne doplnění požadovaných informací. Nedodržení lhůty ze strany kompetentního orgánu nepředstavuje automatické schválení prospektu.

Česká národní banka je příslušná, jde-li o prospekt cenného papíru: a) vydaného emitentem se sídlem v České republice, b) vydaného emitentem se sídlem mimo EU, pokud je česká republika prvním členským státem, kde mají být cenné papíry nabízeny nebo přijaty k obchodování na regulovaný trh, c) dluhového vydaného emitentem z jiného členského státu nebo ze státu mimo EU, pokud o schválení požádá vyhotovitel prospektu, cenný papír má být nabízen nebo přijat k obchodování na regulovaném trhu v České republice a má jmenovitou hodnotu alespoň 1 000 EUR.

Prospekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je žádáno o přijetí k

<sup>55</sup> §57 odst. 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

<sup>56</sup> čl. 40 odst. 5 směrnice o trzích finančních nástrojů

obchodování na evropském regulovaném trhu, nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a závazků, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí osoby zaručující se za splacení cenných papírů. Prospekt musí být formulován srozumitelně, způsobem umožňujícím snadnou analýzu.<sup>57</sup>

Prospekt obsahuje údaje o emitentovi a cenném papíru, který má být veřejně nabízen nebo přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu, a shrnutí prospektu. Existují dvě koncepce prospektu: tradiční jednotný dokument anebo prospekt dělený - složený ze samostatných tří dokumentů.

Prospekt složený ze samostatných dokumentů - dělený prospekt - se skládá z: a) registračního dokumentu, který obsahuje údaje týkající se emitenta, b) dokladu o cenném papíru obsahujícím vyžadované údaje o cenném papíru veřejně nabízeném nebo přijímaném k obchodování, c) shrnutí prospektu. Prováděcí nařízení směrnice o prospektu<sup>58</sup>, které obsahuje formální požadavky na prospekty, stanovuje pro popis cenných papírů a registrační dokument tyto části v tomto pořadí: jasný a podrobný obsah, podle potřeby rizikové faktory spojené s emitentem a druhem cenného papíru v dané emisi, jiné údaje zahrnuté do programů a modulů, podle nichž je prospekt sestavován.

Programy jsou seznamy minimálních požadavků v příloze nařízení stanovujícího, jaké minimální údaje musí být uvedeny u jednotlivých druhů cenných papírů nebo emitentů. Moduly jsou seznamy dodatečných informací neobsažených v programech, které mají být přidány k programům podle typu instrumentu nebo transakce pro kterou je prospekt určen. Předností děleného prospektu je možnost použití registračního dokumentu, který má platnost 12 měsíců, s novým dokladem o cenném papíru a s novým shrnutím prospektu pro další emise v tomto období, což je výhodné například pro banky, které emitují pravidelně.

Jednotný prospekt obsahuje tyto části ve stanoveném pořadí: jasný a podrobný obsah; shrnutí, rizikové faktory spojené s emitentem a druhem cenného papíru dané emise, jiné údaje zahrnuté do programů a modulů, podle nichž je prospekt sestavován.

<sup>57</sup> §36 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

<sup>58</sup> Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. Text s významem pro EHP.

Podle směrnice o prospektu musí každý prospekt (kromě dluhových cenných papírů o jmenovité hodnotě nejméně 50 tis. EUR) obsahovat shrnutí, které stručně a neodborně uvede základní údaje a rizika spojená s emitentem. Shrnutí je úvodem prospektu. Musí obsahovat upozornění, že je úvodem prospektu. V odůvodnění směrnice<sup>59</sup> se uvádí jako limit shrnutí 2 500 slov. Shrnutí má význam hlavně pokud je prospekt v anglickém jazyce a nabídka nebo přijetí bude v jiném členském státě, protože hostitelský stát může požadovat překlad shrnutí, ale ne celého prospektu.

Prospekt obsahuje všechny údaje, které jsou nutné k tomu, aby mohli investoři kvalifikovaně zhodnotit majetek a závazky, finanční situaci, zisky a ztráty a finanční vyhlídky emitenta a kteréhokoli ručitele a práva spojená s danými cennými papíry. Tyto údaje musí být uvedeny srozumitelně a umožňovat snadnou analýzu.

Prováděcí nařízení je postaveno na principu stavebnice - programy obsahují informační povinnosti podle typu cenných papírů a moduly přidávají další informace pro specifické situace. Při sepisování obsahu se kombinují programy a moduly. Přípustné kombinace jsou obsaženy v příloze prováděcího nařízení.

Prováděcí nařízení zmiňuje například tyto programy a moduly: Program pro registrační dokument akcií, modul pro forma finančních údajů, program pro popis cenných papírů u akcií, program pro registrační dokument dluhových a derivátových cenných papírů u cenných papírů s jednotkovou jmenovitou hodnotou nižší než 50 000 EUR, program pro registrační dokument cenných papírů zajištěných aktivy, modul pro cenné papíry zajištěné aktivy, program pro registrační dokument dluhových a derivátových cenných papírů pro cenné papíry s jednotkovou jmenovitou hodnotou nejméně 50 000 EUR, program pro popis cenných papírů u derivátových cenných papírů.

---

59 Odst. 21 směrnice o prospektu



## Ukončení obchodování s instrumentem

U všech tříd finančních instrumentů, které přijímají k obchodování, mají regulované trhy pravidelně prošetřovat, zda splňují požadavky pro přijetí k obchodování. Pokud by finanční nástroj přestal splňovat pravidla regulovaného trhu, může organisátor regulovaného trhu pozastavit obchodování s finančním nástrojem nebo stáhnout z obchodování finanční nástroj, pokud není pravděpodobné, že by takový krok způsobil závažnou škodu zájmům investorů nebo řádnému fungování trhu. Rozhodnutí o pozastavení obchodování nebo stažení z obchodování musí organisátor zveřejnit, a sdělit související informace příslušnému orgánu, který uvědomí ostatní orgány členských států. Samozřejmě může organisátor regulovaného trhu zpravit přímo ostatní organisátory.<sup>60</sup>

V návrhu směrnice o trzích finančních nástrojů je menší odchylka říkající, že organisátor regulovaného trhu může pozastavit obchodování s nástrojem nebo stáhnout nástroj, pokud není pravděpodobné, že by takový krok *závažně poškodil zájmy investorů nebo řádné fungování trhu*.<sup>61</sup>

Pravomoci zde má ovšem i příslušný orgán, který může požadovat pozastavení obchodování s finančním nástrojem, nebo stažení finančního nástroje z obchodování na regulovaném trhu nebo z jiného systému obchodování.<sup>62</sup>

---

60 čl. 40, odst. 4, čl. 41 odst. 1, směrnice o trzích finančních nástrojů, §61 zákona o podnikání na kapitálovém trhu

61 čl. 53 návrhu směrnice o trzích finančních nástrojů II

62 čl. 50 odst. 2 písm. j), k) směrnice o trzích finančních nástrojů

## Mnohostranný systém obchodování

Regulované trhy a mnohostranné systémy obchodování plní stejnou úlohu organizovaného obchodování.<sup>63</sup> Jedná se o mnohostranný systém, který provozuje investiční podnik nebo organizátor trhu a který sdružuje početné zájmy třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů – uvnitř systému a v souladu s pevně stanovenými pravidly – způsobem, který vede k uzavření smlouvy v souladu s příslušnými ustanoveními směrnice o trzích finančních nástrojů.<sup>64</sup> Musí mít stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému, pravidla obchodování v mnohostranném obchodním systému a pravidla přístupu do mnohostranného obchodního systému. Mnohostranné systémy obchodování jsou neregulovanými trhy v tom smyslu, že veškeré podmínky přijetí, přístupu a obchodování stanovuje pouze provozovatel, nikoliv zákon.

Investičním podnikem je právnická osoba, jejíž obvyklým předmětem činnosti či podnikání je poskytování jedné nebo více investičních služeb třetí osobě nebo provádění jedné nebo více investičních činností na profesionálním základě. Investičními službami a činnostmi jsou služby a činnosti, jež jsou uvedeny v oddíle A přílohy I a týkají se kteréhokoliv z nástrojů uvedených v oddíle C přílohy I směrnice o trzích finančních nástrojů.<sup>65</sup>

Stejně jako k definici regulovaného trhu podává vodítko již citovaný šestý odstavce důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů. Tak definice vylučuje dvoustranné systémy, ve kterých investiční podnik vstupuje do každého obchodu na vlastní účet, a nikoli jako protistrana, která neneseriziko a vstupuje mezi kupujícího a prodávajícího. Pojem „systém“ zahrnuje i které fungují pouze na základě souboru pravidel, nemusí být provozovatelem „technického“ systému pro párování příkazů. Pojem „nákupní a prodejní zájmy“ je třeba chápat v širším smyslu, tedy tak, že zahrnuje příkazy, kotace a projevy zájmu. Pojem „pevně stanovená pravidla“ znamená, že tato pravidla neponechávají investičnímu podniku provozujícímu mnohostranný obchodní systém žádnou volnost v rozhodování o tom, jak se mohou zájmy vzájemně ovlivňovat.<sup>66</sup>

63 odst. 6 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

64 čl. 15 směrnice o trzích finančních nástrojů

65 čl. 4 odst. 1 pododstavce 1, 2 tamtéž

66 odst. 6 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

Myšlenka pojmout mnohostranné obchodní systémy do evropské legislativy vyjadřovala koncepci vytvořit komplexní regulativní rámec upravující provádění transakcí s finančními nástroji bez ohledu na metody obchodování používané k uzavírání těchto transakcí, aby byla při provádění transakcí investory zajištěna vysoká kvalita a integrita i celková efektivita finančního systému.

Směrnice tedy uznala vedle regulovaných trhů i novou generaci organisovaných systémů obchodování, které podléhají povinnostem zaměřeným na zachování efektivního a řádného fungování finančních trhů, a připravovaná druhá směrnice o trzích finančních nástrojů pokračuje stejným směrem, když je navrhováno zavedení tzv. organisovaného obchodního systému.<sup>67</sup>

Hlavním rozdílem mezi organisovaným trhem a mnohostranným obchodním systémem je, že mnohostranný systém obchodování může provozovat i investiční podnik jako zvláštní investiční službu. Ovšem organisátor regulovaného trhu má určitým způsobem privilegované postavení, protože logicky již splňuje přísnější pravidla na provozování regulovaného trhu, i když musí splňovat stejné podmínky jaké by musel splňovat investiční podnik na provozování mnohostranného systému obchodování.

Ne každý obchod uzavřený členy nebo účastníky mnohostranného obchodního systému musí být považován za uzavřený v mnohostranném obchodním systému. Transakce, které členové nebo účastníci uzavírají dvoustranně, a které nesplňují všechny požadavky stanovené na mnohostranné obchodní systémy touto směrnicí, nejsou pro účely definice systematického internalizátora považovány za transakce uzavřené mimo mnohostranný systém obchodování, což má důsledky například na povinnost zveřejňovat kotace.<sup>68</sup> Systematickým internalisátorem je investiční podnik, který organisovaně, často a systematicky obchoduje na vlastní účet prováděním příkazů klientů mimo regulovaný trh nebo mnohostranný systém obchodování.<sup>69</sup>

Mnohostranné systémy obchodování musí mít stanovena transparentní a pevná pravidla a postupy pro spravedlivé a řádné obchodování a stanovit objektivní kritéria pro účinné provádění příkazů.

67 odst. 5 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

68 odst. 49 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

69 čl. 4 odst. 1 pododstavec 7 směrnice o trzích finančních nástrojů

Pro společnosti obchodované na tomto trhu neplatí přísnější pravidla stanovená pro společnosti obchodované na regulovaných trzích jako například účtování podle mezinárodních účetních standardů IFRS, v některých případech uveřejnění prospektu či obsáhlejší informační povinnosti.<sup>70</sup>

Investiční nástroj může být přijat k obchodování v mnohostranném obchodním systému bez souhlasu emitenta. Není povinen plnit vůči tomuto mnohostrannému obchodnímu systému žádné informační povinnosti.

Mnohostranné systémy obchodování jsou neregulovanými trhy v tom smyslu, že veškeré podmínky přijetí, přístupu a obchodování stanovuje pouze provozovatel, nikoliv zákon. Musí mít stanovena pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému, pravidla obchodování v mnohostranném obchodním systému a pravidla přístupu do mnohostranného obchodního systému. Tato pravidla mají být transparentní. Pravidla obchodování v mnohostranném obchodním systému mají zajišťovat spravedlivé a řádné obchodování a stanovit objektivní kritéria pro provádění pokynů.

Pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování v mnohostranném obchodním systému mají stanovit objektivní kritéria pro určení, zda investiční nástroj může být obchodován v tomto systému, a mohou stanovit také informační povinnosti emitentů investičních nástrojů přijatých k obchodování nebo osob, které požádaly o přijetí investičního nástroje k obchodování v mnohostranném obchodním systému bez souhlasu emitenta.

Směrnice o trzích finančních nástrojů nemluví vysloveně o pravidlech pro přijímání investičních nástrojů k obchodování, nýbrž o stanovení transparentních pravidel pro kritéria určování finančních nástrojů, s nimiž lze v jejich systémech obchodovat. Jedná se o malou terminologickou odchylku, která zřejmě nebude způsobovat interpretační problémy.<sup>71</sup>

Pravidla přístupu do mnohostranného obchodního systému mají stanovit objektivní kritéria na přístup. Systém může přijmout za členy nebo účastníky investiční podniky, úvěrové instituce povolené podle směrnice 2000/12/ES<sup>72</sup> a jiné osoby, které a) jsou vhodné a

<sup>70</sup> Bakeš, M. a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. marg 877

<sup>71</sup> čl. 14 odst. 2 směrnice o trzích finančních nástrojů

<sup>72</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES ze dne 20. března 2000 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu

náležitě způsobilé b) mají dostatečnou úroveň schopností a způsobilost k obchodování c) mají případně vhodnou organizační strukturu d) mají dostatečné zdroje pro úlohu, kterou mají plnit, s přihlédnutím k různým finančním mechanismům, které může regulovaný trh vytvořit, aby zaručil vhodné vypořádání transakcí.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu se mírně odchyluje od znění směrnice, když bod a) zavádí jako osobu důvěryhodnou a odborně způsobilou. Opět se nejedná o zásadní změnu významu. Navrhovaná druhá směrnice o trzích finančních nástrojů mluví o osobách, které mají dostatečně dobrou pověst.<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> čl. 42 odst. 3 směrnice o trzích finančních nástrojů; §63 odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu; čl. 55 odst. 3, písm. a) návrhu Směrnice evropského parlamentu a rady o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES (přepřacované znění) (Text s významem pro EHP) (SEK(2011) 1226), (SEK(2011) 1227). V Bruselu dne 20.10.2011. (KOM(2011) 656) V konečném znění 2011/0298 (COD), dále jen návrh směrnice o trzích finančních nástrojů II

## Informační povinnosti

Vzhledem k dvojímu cíli ochrany investorů a zajištění řádného fungování trhu cenných papírů je nezbytné zajistit, aby transakce byly plně transparentní a aby pravidla pro regulované trhy stanovená za tímto účelem platila pro investiční podniky, pokud jsou činné na trhu. Aby mohli investoři nebo účastníci trhu kdykoli vyhodnotit podmínky transakce s akciemi, kterou zvažují, a následně ověřit podmínky, ze kterých byla provedena, měla by být stanovena společná pravidla pro zveřejňování ukončených transakcí s akciemi a údajů o aktuálních příležitostech obchodů s akciemi. Tato pravidla jsou nutná k zajištění účinné integrace akciových trhů členských států, k posílení efektivnosti celkového procesu tvorby cen akciových nástrojů a k podpoře účinného fungování povinností „nejlepšího způsobu provedení“. Dosažení těchto cílů vyžaduje komplexní transparentní režim platný pro všechny transakce s akciemi bez ohledu na to, zda je investiční podnik provádí na dvoustranném základě, nebo prostřednictvím regulovaných trhů nebo mnohostranných obchodních systémů. Povinnosti investičních podniků z této směrnice kotovat nákupní a prodejní cenu a provést příkaz za kotovanou cenu nezbavují investiční podniky povinnosti přeměrovat příkaz do jiného místa provedení, pokud by taková internalizace mohla podniku bránit v plnění povinností „nejlepšího způsobu provedení“.<sup>74</sup>

Provozovatel mnohostranného obchodního systému je povinen zajistit účastníkům jím provozovaného mnohostranného obchodního systému přístup k veřejně dostupným informacím o investičních nástrojích přijatých k obchodování v mnohostranném obchodním systému.

Směrnice má nižší požadavky transparentnosti na mnohostranné obchodní systémy.

---

<sup>74</sup> odst. 44 důvodové zprávy směrnice o trzích finančních nástrojů

## **Transparentnost regulovaného trhu a mnohostranného systému obchodování**

Transparentní pravidla umožňují investorům získat informace o obchodních příležitostech, usnadňují tvorbu ceny a pomáhají firmám nejlépe provést klientův příkaz. Dále mají předcházet negativním efektům fragmentace trhů a likvidity poskytnutím informací umožňujících porovnat obchodní příležitosti a výsledky obchodů napříč obchodními místy. Požadavky na transparentnost po uskutečnění obchodu také umožňují zhodnocení portfolia.<sup>75</sup>

Směrnice o trzích finančních nástrojů vyžaduje od mnohostranných obchodních systémů a od regulovaných trhů transparentnost před a po uskutečnění obchodu. Na regulované trhy jsou kladeny nejvyšší nároky transparentnosti. Z hlediska věcného jsou kladeny nároky na akcie, a to na akcie obchodované na regulovaných trzích, zatímco na jiné cenné papíry nejsou směrnici o trzích finančních nástrojů kladeny žádné transparentní nároky. To znamená, že některé instrumenty podobné akciím stojí mimo transparentní požadavky směrnice. Transparentní povinnosti dopadají pouze na akcie obchodované na regulovaných trzích, proto u akcií obchodovaných pouze kupříkladu na mnohostranném obchodním systému může docházet k rozdílům.

### ***Požadavky na transparentnost před uskutečněním obchodu***

Investiční podniky a organizátoři trhu provozující mnohostranný obchodní systém mají zveřejňovat alespoň aktuální kupní a prodejní ceny, jakož i intenzitu obchodních zájmů na těchto cenách, sdělované prostřednictvím jejich systémů pro akcie přijaté k obchodování na regulovaném trhu. Tyto informace budou poskytovány veřejnosti za přiměřených obchodních podmínek a průběžně během obvyklé doby obchodování.<sup>76</sup>

Regulované trhy mají zveřejňovat alespoň aktuální kupní či prodejní ceny a intenzitu obchodních zájmů na těchto cenách, sdělované prostřednictvím jejich systémů pro akcie přijaté k obchodování. Tyto informace mají být poskytovány veřejnosti za přiměřených

---

75 dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II str. 12

76 čl. 29 odst. 1 směrnice o trzích finančních nástrojů

obchodních podmínek a průběžně během obvyklé doby obchodování.<sup>77</sup>

Pozoruhodnou otázkou jsou případy odpuštění předobchodních transparentních povinností. Směrnice o trzích finančních nástrojů připouští takovéto výjimky, aby vyvážila širší tržní zájmy se zájmy jednotlivých velkých stran, které využívají výjimek na minimalizaci náklady dopadů na trh. Výjimky jim umožňují provést objemnější obchody bez velkých dopadů na cenu akcií. Tyto výjimky jsou důležité při ochraně zájmů velkých obchodníků. Temné příkazy (dark orders) jsou automaticky proveditelné elektronické příkazy, na které se povinnosti transparentnosti před uskutečněním obchodu nevztahují. V posledních letech podíl akciových obchodů neviditelných před uskutečněním mírně rostl, a představuje přibližně 10%.<sup>78</sup> Rozšiřování neviditelných příkazů však představuje nebezpečí ne-kvalitní cenové tvorby.

### ***Požadavky na transparentnost po uskutečnění obchodu***

Investiční podniky a organisátoři trhu provozující mnohostranný obchodní systém mají zveřejňovat alespoň cenu, objem a čas transakcí provedených v rámci jejich systémů s akciemi přijatými k obchodování na regulovaném trhu. O těchto transakcích mají být zveřejňovány podrobnosti, a to za přiměřených obchodních podmínek a v okamžiku co nejbližšímu reálnému času. Tento požadavek se nevztahuje na podrobnosti o obchodech provedených v mnohostranném obchodním systému zveřejňované v rámci systémů regulovaného trhu.<sup>79</sup>

Regulované trhy zveřejňují alespoň cenu, objem a čas transakcí provedených s akciemi přijatými k obchodování. Podrobnosti jsou zveřejňovány za přiměřených obchodních podmínek a v okamžiku co nejbližšímu reálnému času.<sup>80</sup>

Směrnice o trzích finančních nástrojů připouští i odklad zveřejnění podrobností o provedené transakci. Dozorové orgány mohou povolit investičním podnikům nebo organisátorům trhu provozujícím mnohostranný obchodní systém odložit zveřejnění podrobností o transakcích na základě jejich druhu nebo objemu. Příslušné orgány mohou povolit odklad

---

77 čl. 44 odst. 1 alinea 1 směrnice o trzích finančních nástrojů

78 dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II str. 358. pozn. pod čarou

79 čl. 30 odst. 1 směrnice o trzích finančních nástrojů

80 čl. 45 odst. 1 alinea 1 tamtéž



zveřejnění zejména u transakcí, které jsou rozsahem větší, než je obvyklý tržní objem pro dané akcie nebo daný druh akcií. Mnohostranné obchodní systémy musejí získat předem souhlas příslušného orgánu k navrhovanému opatření na odklad zveřejnění obchodu, tato opatření musí být jasně sdělena účastníkům trhu a investorům obecně.<sup>81</sup>

Dozorový orgán může povolit regulovaným trhům odložit zveřejnění podrobností o transakcích na základě druhu nebo objemu těchto transakcí. Příslušné orgány mohou povolit odklad zveřejnění zejména u transakcí, které jsou rozsahem větší než obvyklý tržní objem pro dané akcie nebo daný druh akcií. Stejně jako u mnohostranného obchodního systému je nutné získat předem souhlas příslušného orgánu k navrhovanému opatření na odklad zveřejnění obchodu. Tato opatření mají být jasně sdělena účastníkům trhu a investorům obecně.<sup>82</sup>

Účastníci trhu vyžadují informace o aktivitě na trhu, které jsou spolehlivé, aktuální a dostupné za rozumnou cenu. Někteří účastníci vyjádřili při veřejných slyšeních nad směrnicí o trzích finančních nástrojů obavy z prodlení při zveřejňování informací a přání, aby došlo ke zkrácení maximální možné doby odkladu zveřejnění.

V nové evropské právní úpravě trhů finančních nástrojů jsou navrhovány některé důležité změny. Jak už bylo řečeno, veškeré organizované obchodování bude probíhat v regulovaných obchodních místech: na regulovaných trzích, v mnohostranných obchodních systémech a v organisovaných obchodních systémech. U všech uvedených systémů se při tom budou uplatňovat totožné požadavky na předobchodní a poobchodní transparentnost, odstupňované podle druhu nástroje a podle druhu obchodování, tedy pro systémy založené na knize příkazů a systémy založené na kotacích.<sup>83</sup> Při novelizaci směrnice o trzích finančních nástrojů se počítá s rozdělením právní úpravy do pozměněné směrnice a do zcela nového nařízení. Právní úprava transparentnosti je těžištěm nového nařízení.

Zejména dojde k rozšíření působnosti transparentních pravidel i na nástroje podobné kapitálovým nástrojům, jako jsou depozitní certifikáty, fondy obchodované na burze, certifikáty a jiné podobné finanční nástroje emitované společnostmi.

81 čl. 30 odst. 2 směrnice o trzích finančních nástrojů

82 čl. 45 odst. 2 tamtéž

83 Návrh nařízení evropského parlamentu a rady o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení [nařízení o infrastruktuře evropských trhů] o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (Text s významem pro EHP). V Bruselu dne 20.10.2011. (KOM(2011) 652) V konečném znění 2011/0296 (COD), str. 7, dále jen návrh nařízení o trzích finančních nástrojů

Dojde i k úpravě výjimek z předobchodní transparentnosti na trzích s kapitálovými nástroji. Cílem navrhovaných ustanovení je zajistit konsistentnější a soudržnější uplatňování výjimek z předobchodní transparentnosti. Navrhovaná ustanovení proto příslušným orgánům uloží, aby informovaly orgán ESMA<sup>84</sup> o uplatňování výjimek na jejich trzích, a ESMA bude vydávat stanoviska k slučitelnosti výjimek s požadavky stanovenými v tomto nařízení a v budoucích aktech v přenesené pravomoci.<sup>85</sup>

U neakciových trhů je situace oproti akciovým trhům úplně jiná, a směrnice o trzích finančních nástrojů zde nepředepisuje transparentní pravidla - což se má brzy změnit, pokud bude přijata novela směrnice o trzích finančních nástrojů. Navrhovaná ustanovení rozšiřují zásady pravidel transparentnosti dosud používaných pouze pro akciové trhy i na dluhopisy, strukturované finanční produkty, emisní povolenky a deriváty. Navrhovaná ustanovení pro tyto čtyři skupiny nástrojů zavádějí nové požadavky předobchodní i po obchodní transparentnosti. Tyto požadavky na transparentnost budou totožné pro všechny tři druhy obchodních míst, tj. regulované trhy, systémy mnohostranné a organisované obchodní systémy, ale budou nastaveny podle druhu obchodovaných nástrojů.

V případě regulovaných trhů se požadavky na transparentnost rozšíří na dluhopisy, strukturované finanční produkty, emisní povolenky a deriváty přijaté k obchodování. V případě mnohostranných a organisovaných obchodních systémů budou rozšířeny na dluhopisy a strukturované finanční produkty, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo pro které byl zveřejněn prospekt, a na emisní povolenky a deriváty obchodované v mnohostranných a organisovaných obchodních systémech.

Pokud jde o požadavky před obchodní transparentnosti, budou příslušné orgány především moci využít výjimku pro konkrétní nástroje na základě tržního modelu, likvidity nebo jiných významných kritérií. Rovněž budou moci uplatnit soubor různých výjimek, kterými bude některým transakcím prominuto plnění požadavků na transparentnost.<sup>86</sup>

Dojde také ke změnám formátu poskytovaných informací, aby bylo možné efektivně porovnávat dostupné informace, budou zavedena pravidla transparentnosti pro systematické internalizátory, rozšiřující povinnosti na dluhopisy, strukturované finanční produkty,

84 European Securities and Markets Authority, Evropský úřad cenných papírů a trhů, 1. ledna 2011 nahradil CESR - Committee of European Securities Regulators

85 návrh nařízení o trzích finančních nástrojů str. 7

86 návrh nařízení o trzích finančních nástrojů str. 8

kteře byly přijaty k obchodování naregulovaném trhu nebo pro které byl zveřejněn prospect, emisní povolenky a deriváty, které jsou způsobilé k zúčtování nebo byly přijaty k obchodování naregulovaném trhu nebo se s nimi obchoduje v mnohostranných a organizovaných obchodních systémech.

## Připravovaná evropská legislativa regulovaných trhů

Směrnice o trzích finančních nástrojů, jež je v platnosti od listopadu 2007, je nosným pilířem integrace finančního trhu v EU. Byla přijata podle „Lamfalussyho procesu“<sup>87</sup> a skládá se z této samotné „rámcové“ směrnice<sup>88</sup>, prováděcí směrnice<sup>89</sup> a z prováděcího nařízení<sup>90</sup>. Směrnice o trzích finančních nástrojů stanoví regulační rámec pro poskytování investičních služeb bankami a investičními podniky v oblasti finančních nástrojů (jako jsou zprostředkovatelské služby, poradenství, obchodování, správa portfolia, upisování atd.) a pro organizování regulovaných trhů. Stanoví zároveň pravomoci a povinnosti příslušných vnitrostátních orgánů v souvislosti s těmito činnostmi.

Jak již bylo zmíněno, hlavními cíli směrnice o trzích finančních nástrojů byly zvýšení konkurence evropských finančních trhů vytvořením skutečného jednotného trhu investičních služeb, a zajistit harmonisovanou, vysokou úroveň ochrany investorů do finančních nástrojů jako jsou akcie, dluhopisy, deriváty a různé strukturované produkty. Větší celoevropská konkurence v nabídkách služeb investorům a mezi obchodními místy měla přispět k integraci a likviditě finančních trhů, snížit náklady na kapitál emitentům, přinést lepší a levnější služby investorům, a tím podpořit ekonomický růst a vytváření pracovních míst.<sup>91</sup>

Konkrétně to znamená, že směrnice zrušila možnost členských států požadovat, aby veškeré obchodování s finančními nástroji probíhalo na tradičních bursách, a umožnila hospodářskou soutěž mezi těmito burzami a alternativními obchodními místy v celoevropském měřítku. Bankám a investičním podnikům nabídla zároveň rozšířené „povolení“ k poskytování investičních služeb v celé EU, pokud dodržovaly organizační a ohlašovací povinnosti a obecné předpisy na ochranu investorů.

Směrnice vnesla více konkurence mezi obchodní místa s finančními nástroji a investo-  
rům přinesla větší možnost výběru, pokud jde o poskytovatele služeb a dostupné finanční

87 Lamfalussyho proces je plán vývoje legislativy evropského průmyslu finančních služeb z roku 2001

88 směrnice o trzích finančních nástrojů

89 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 (Text s významem pro EHP), dále jen prováděcí směrnice

90 prováděcí nařízení směrnice o trzích finančních nástrojů

91 Public Consultation - Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID). 8 December 2010, Brussels, str. 5

nástroje, rovněž díky technologickému pokroku. Celkově se snížily náklady na transakce, transakční doba se zkrátila a integrace posílila.<sup>92</sup> Investoři mají větší výběr a více možností obchodovat celoevropsky, protože jim stačí připojit se k jednomu obchodnímu místu, aby mohli obchodovat po celé Evropské unii. Vznikla nová zúčtovací střediska, a celkově se mezi středisky zvýšila konkurence. Nové služby vznikly i v oblasti informace veřejnosti o obchodech, což je další oblast, kde směrnice přispěla k zlomení existujících monopolů.<sup>93</sup>

Avšak časem začala být patrná nutnost přizpůsobit evropskou legislativu komplexnějším tržním realitám charakterizovaným stoupající různorodostí finančních instrumentů a metod obchodování. Tímto směrem se ubírá celá evropská legislativa oblasti finančních služeb a činností.<sup>94</sup>

Mimojiné vznikla dohoda v rámci skupiny G20 o zpřísnění regulace v dosud méně regulovaných oblastech finančního systému, zejména v oblasti instrumentů obchodovaných přes přepážku.<sup>95</sup>

Je také nutné vzít v potaz vývoj technický a změny v tržní struktuře, a stejně tak vývoj po finanční krizi.

Evropská unie se zavázala snížit rozdíly právní úpravy členských států, což znamená omezit možnost přijmout vlastní právní úpravu. Tento závazek byl přijat v Larosièreově skupině<sup>96</sup> a v ECOFINu.<sup>97</sup>

Tento přístup bude napříště standardem v oblasti finančních trhů. Vznikne jednotná kniha pravidel, tím stejné podmínky členských států, zlepší se dohled, a sníží se náklady účastníků trhu, zjednoduší se přístup na trh a konkurence napříč Evropskou unií.<sup>98</sup>

---

92 čl. 1 důvodové zprávy návrhu směrnice o trzích finančních nástrojů II; *Public Consultation - Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*. 8 December 2010, Brussels, str. 5

93 *Public Consultation - Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*. 8 December 2010, Brussels, str. 6

94 *tamtéž* str. 6

95 *tamtéž* str. 6

96 Skupina radí v oblasti regulace a dozoru finančních služeb evropským orgánům, jíž předsedal Jacques de Larosière, bývalý ředitel Francouzské banky

97 Rada Evropské unie pro hospodářské a finanční záležitosti

98 *Public Consultation - Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*. 8 December 2010, Brussels, str. 7

## ***Dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II***

Zpráva odhadující dopad nové směrnice a nařízení o trzích finančních nástrojů jmenuje další nedostatky stávající legislativy. V některých oblastech neplatí stejná pravidla pro všechny druhy účastníků. Jedná se o subjekty konkurující mnohostranným obchodním systémům, které nemusí splňovat stejná pravidla v oblasti transparentnosti a ochrany investorů. Jiným případem jsou vysokofrekvenční obchodníci, z nichž někteří ani nepodléhají schválení či doзору.<sup>99</sup>

Malé a střední podniky obtížněji a dražší získávají kapitál na akciových trzích než velcí emitenti. Obtíže malých emitentů jsou způsobeny horší viditelností malých a středních trhů, nižší likviditou akcií těchto podniků, a vysokou cenou primární emise.<sup>100</sup>

Jak už bylo zmíněno v kapitole o transparentních povinnostech, nedostatečnou se zdá být úprava transparentnosti. Na akciových trzích mohou neviditelné příkazy způsobit nekvalitní tvorbu cen. Jedná se o případy tzv. temných příkazů a tzv. *dark pools*, tedy temných systémů osvobozených od povinností předobchodní průhlednosti, anebo systémů vůbec pravidlům průhlednosti nepodléhajícím. Obavy účastníků trhů i dozorových orgánů vzbuzují prodlevy zveřejňování obchodních zpráv na těchto trzích.

Dluhopisové trhy nemají stanovená transparentní pravidla směrnicí o trzích finančních nástrojů. Tato pravidla jsou stanovena na národní úrovni, a někdy jsou považována za nedostatečná.

Kromě toho je zde otázka kvality, formátu, a ceny informací.<sup>101</sup>

Investorská ochrana podle platné směrnice se ukázala býti nedostatečnou, proto investořům mohou být prodány finanční produkty, které pro ně nejsou vhodné, anebo investoři mohou učinit ne zcela optimální investiční rozhodnutí. Kupříkladu nejsou k dispozici data o kvalitě provedení příkazu, což může omezovat možnosti investičních společností vybrat nejlepší možné místo na vykonání příkazu.<sup>102</sup>

99 Commission Staff Working Paper - Executive Summary of the Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments. Brusel, 20. 10. 2011. str. 2, dále jen shrnutí dopadové zprávy

100 shrnutí dopadové zprávy str. 2

101 shrnutí dopadové zprávy str. 3

102 tamtéž str. 3 - 4

Zpráva zmiňuje ještě nedostatky organizačního rázu u účastníků trhu a nedostatečnou konkurenci na evropské úrovni mezi provozovateli vypořádacích systémů.<sup>103</sup>

Jako obecné cíle revise byly stanoveny posílení investorské důvěry, snížení tržního nepořádku a systémových rizik, zvýšení efektivity finančních trhů, a snížení zbytečných účastnických nákladů.

Ke splnění obecných cílů byly stanoveny konkrétnější cíle zajistit stejná pravidla účastníkům trhu, zvýšit tržní průhlednost, posílit pravomoc orgánů v klíčových oblastech a koordinaci mezi nimi na evropské úrovni, umocnit ochranu investorů, postihnout organizační nedostatky a nadměrné riskování, anebo nedostatečné řízení investičními společnostmi a provozovateli trhů.<sup>104</sup>

---

103 shrnutí dopadové zprávy str. 4

104 shrnutí dopadové zprávy str. 5

## Organisovaný obchodní systém

Novela směrnice o trzích finančních nástrojů obsahuje i ustanovení o novém typu organisovaného trhu, tzv. organisovaného obchodního systému (Organised Trading Facility), který bude stát vedle organisovaných trhů a mnohostranných obchodních systémů.

Důvodem zavedení dalšího typu organisovaného trhu jsou nerovné podmínky mezi trhy a tržními účastníky, způsobené jednak technologickým vývojem, a jednak změnami způsobenými směrnici o trzích finančních nástrojů.

Mnohostranné obchodní systémy sice poskytují porovnatelné služby jako regulované trhy, ale nevztahuje se na ně tak přísný dozor, ani se neuplatňuje přijímání k obchodování jakožto formální požadavek.

Vznikla nová obchodní místa a tržní struktury, jako například obchodnické párovací systémy (*broker crossing systems*) a derivátové obchodní platformy, která vytvářejí podobné aktivity jako mnohostranné obchodní systémy či regulované trhy, aniž by podléhala stejným regulačním požadavkům transparentnosti a investorské ochrany.

Obchodnické párovací systémy jsou systémy některých investičních společností, které párují klientské příkazy vnitřně. Zpravidla jsou příkazy podány elektronicky a pomocí algoritmů provedeny. Obchodnické párovací systémy se pouze snaží zpárovat příkazy. Tyto systémy nemají povinnosti předobchodní transparentnosti. Jsou podkategorií tzv. dark pools, obchodních systémů bez povinnosti předobchodní transparentnosti, to znamená bez povinnosti ukazovat cenu či objemy příkazů v systému, ať už proto že jsou to systémy, na které se tato povinnost vůbec nevztahuje, anebo proto, že se sice jedná o mnohostranné obchodní systémy anebo regulované trhy, ale od povinností předobchodní transparentnosti jsou osvobozeny.<sup>105</sup>

Překotný technologický vývoj, zejména rozvoj automatického a vysokofrekvenčního obchodování, znamená nová rizika pro řádnou funkci trhů. Přestože účinek nových způsobů obchodování na trhy není jednoznačný, je slyšet hlasy o nutnosti regulace už jen z důvodu

---

<sup>105</sup> dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II str. 73, 76; požadavky na transparentnost pro regulované trhy před uskutečněním obchodu čl. 44 směrnice o trzích finančních nástrojů, možnosti a podmínky prominutí těchto povinností čl. 44 odst. 2, 3 tamtéž



samotného rozsahu obchodů prováděných automaticky či vysokou frekvencí. Kupříkladu, i přestože firmy obchodující vysokofrekvenčně zřejmě nebyly původci náhlého tržního pádu dne 6. května 2010,<sup>106</sup> rychlost jejich reakcí rozhodně podpořila propad trhu. Kromě toho pokud tyto firmy obchodují výhradně na vlastní účet, směrnice o trzích finančních nástrojů se na ně nevztahuje.<sup>107</sup>

Z těchto důvodů se Evropská komise rozhodla upevnit důvěru investorů, tržní pořádek a integritu, a snížit systémová rizika zajištěním stejných podmínek pro tržní účastníky, a to regulací všech tržních struktur a obchodních míst, regulací nových obchodních praktik a zvýšením obchodní transparentnosti na akciových trzích, a zavedením pravidel transparentnosti na dluhových trzích.

Jednou z navrhovaných možností jak dosáhnout zmíněných cílů, je vytvoření nové kategorie obchodního systému, tzv. organisovaného obchodního systému. Do této kategorie by spadaly systémy dosud podle směrnice o trzích finančních nástrojů neregulované jako zvláštní obchodní systémy. Mohou to být obchodnické párovací systémy, swapové prováděcí systémy,<sup>108</sup> nebo jiné, které propojují nákupní a prodejní zájmy třetích osob. Provozovatel organisovaného obchodního místa má diskreci jak provést příkaz, a má povinnost nejlepšího provedení. Může tedy přijatý příkaz vhodně přeposlat. Dalším rozdílem oproti regulovaným trhům a mnohostranným obchodním systémům je možnost odmítnout zákazníky, pokud s nimi organisátor nechce obchodovat.<sup>109</sup>

Druhou navrhovanou možností je rozšířit v novelisaci směrnice o trzích finančních nástrojů definici mnohostranných obchodních systémů, aby obsáhla i brokerské párovací systémy.\*

Zavedení nového typu obchodního systému vytváří skutečně stejné podmínky pro všechny účastníky trhu, zatímco druhá možnost pouze vyrovnává nerovnosti mezi nimi. Nevýhodou jsou náklady u účastníků trhu, kteří se budou muset přizpůsobit pravidlům. Silným pozitivem prvé možnosti je dále zvýšení tržní transparentnosti, posílení integrity trhu a přiblížení se americkým normám finančních služeb. Další nevýhodou druhé možnosti by

106 angl. tzv. *May 6, 2010 Flash Crash*; jednalo se o náhlý propad indexu Dow Jones Industrial Average o 1000 bodů, tedy o téměř 9%, aby se o několik minut hodnota vrátila na původní úroveň

107 směrnice o trzích finančních nástrojů čl. 2 odst. 1 písm. d)

108 angl.: swap execution facility

109 dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II str. 24

byly vyšší náklady institucionálních investorů při podávání velkých pokynů, jakož i rigidnost úpravy do budoucna.<sup>110</sup>

V předloženém návrhu druhé směrnice o trzích finančních nástrojů se proto počítá se zavedením organisovaného obchodního systému.

---

110 dopadová zpráva návrhu směrnice a nařízení o trhu finančních nástrojů II str. 33 - 35

## Závěr

Často zmiňovaným „mottem“ v dokumentech Evropské unie je, že „finanční trh, jako každý trh, potřebuje pravidla, aby fungoval.“<sup>111</sup> Takové heslo nutno považovat za nedokazovaný a nedokazatelný axiom, protože trhy by existovaly a fungovaly i bez stanovování pravidel evropskými orgány, i když, pravda, nějaká pravidla by se nepochybně vyvinula přirozeně.

Legislativní vývoj v rámci Evropské unie byl v podstatě odjakživa představován periodicky se opakujícími iniciativami směřujícími k vytvoření dalších norem v nejrůznějších oblastech. Směrnice o trzích finančních nástrojů vstoupila v platnost těsně před finanční krizí roku 2008 — 1. listopadu 2007. Závažný okamžik krise nastal v září 2008, přestože první problémy měly banky BNP Paribas a Northern Rock již o rok dříve.

Domnívám se, že se v podstatě ukázalo, že evropská regulace je dostačující. Příčiny finanční krise, které existovaly ve Spojených státech amerických, v Evropě neexistovaly. Přestože příčiny byly četné, mezi hlavní můžeme zařadit prasknutí nemovitostní bubliny, související nadměrné riskování bank a velkých investorů, a nepřesné hodnocení risik hodnotícími firmami. Moderní bankovníctví je postaveno na sekuritisaci, zabalení pohledávek do svazků, které jsou postoupeny do zvláštních subjektů, které následně vydají cenné papíry, zpravidla deriváty jako například Collateralized Debt Obligation. Banky tím splní regulativní požadavky kapitálové přiměřenosti, angažovanosti, obecně limitů nadměrného riskování, a získají jednoduše finanční prostředky, které by postaru musely složitě sbírat od veřejnosti jako vklady.

Dalším zádrhelem na trhu bylo nesprávné ohodnocení těchto postupnických subjektů ratingovými agenturami. Někteří neortodoxní obchodníci správně předpověděli kolaps tohoto systému a začali nakupovat deriváty Credit Default Swap — zajišťovací deriváty vytvořené v roce 1994, chránící úvěrového věřitele v případě selhání dlužníka. Neprůhledná spleť těchto swapů způsobovala vrásky regulátorům, protože představovala systémové riziko.

Z toho je možno vyvodit dva závěry. V Evropě je situace odlišná od americké, a hlavním

---

<sup>111</sup> dopadová zpráva směrnice o trzích finančních nástrojů II str. 4

nebezpečím jsou derivátové produkty. Ostatně ani ve Spojených státech nebyl stav průmyslu finančních služeb stabilní. Okolo roku 2003 začal být rozvoj derivátového trhu jasně patrný. V tomto roce mluvil Warren Buffett o derivátech jako o „časovaných bombách a finančních zbraních hromadného ničení.“ Podle Buffetta některé derivátové smlouvy musel vynalézt „šílenec“. I další Buffettovy výroky o derivátech jsou pozoruhodné.<sup>112</sup> Berkshire Hathaway v tomto období vystoupila z trhu derivátů. Aneb, jak se vyjádřil jeden pražský advokát, „při druhém víně vám mnohý londýnský derivátový obchodník přizná, že některé deriváty vlastně ani nechápe...“<sup>113</sup>

Je tedy jasné, že deriváty představují značné riziko z mnoha hledisek. Ale je též jasné, že situace ve Spojených státech let 2007 — 2008 se nebude opakovat, obzvláště ne v Evropě. Proto je těžké zaujmout jednoznačné stanovisko k regulaci derivátových trhů. Pravděpodobné by bylo lepší, kdyby se zvolil širší, leč jemnější přístup k regulaci průmyslu poskytujícího finanční služby, který by například mohl podpořit tvorbu dlouhodobě stabilního zisku před krátkodobým hazardováním. Každá regulace totiž nakonec zvýší náklady obchodní činnosti, ale západní státy by se měly snažit snižovat náklady stůj co stůj.

I neustálá snaha evropské Komise chránit spotřebitele—investory je dvousečná. Na jednu stranu může vypadat přínosná, na druhou rozhodně zvýší náklady a otázka, zda usilovně chránit investory dobrovolně vstoupivší na kapitálový trh není jednoznačně zodpovězena. Tyto subjekty přeci dobrovolně vstupují na trh, což znamená, že by dobrovolně měli převzít rizika na sebe samé.

Síla evropské regulace, i když přirozeně nedokazatelná, protože nelze říct, co by se stalo, pokud by kapitálové trhy regulovány nebyly, se ukázala v letech po finanční krizi. Anebo, přesněji řečeno, nebyla dokázána nekvalita evropské regulace — což pro mnohé automaticky znamená důkaz kvality. Tento výrok platí zejména pro čistou úpravu regulovaných trhů, která zůstane zřejmě beze změn. Tím máme na mysli III. hlavu směrnice o trzích finančních nástrojů. V novelisaci jsou navrhovány pouhé kosmetické změny tu a tam měnící definice pojmů.

I pravidla průhlednosti budou pouze přesunuta do připravovaného nařízení o trzích finančních nástrojů. Změnou je tedy jen přibytí pravidel transparentnosti pro neakciové

112 Buffett warns on investment “time bomb”, BBC, 4. 3. 2003

113 vyléchnuto v soukromém rozhovoru

instrumenty.

V každém případě vývoj směřuje k rozšíření organisovaných trhů. Ale tento trend bylo lze vysledovat již u původní směrnice o trzích finančních nástrojů, která zavedla mnohostranné obchodní systémy. Nyní by se měly objevit organisované obchodní systémy.

Ale jde stále o stejný jev — rozšiřování regulace čím dál níže. Bursy, čili regulované trhy, byly dlouho hlavním místem obchodů. Když se objevily technické prostředky umožňující vznik dalších obchodních míst, byly normovány. Dá se říct, že obchodování s cennými papíry a jinými investičními instrumenty se pořád zjednodušuje ve smyslu zjednodušování přístupu k těmto obchodům.

Nyní se rozšířily například brokerské párovací systémy, tedy budou normovány. Dalším cílem, o kterém v této práci nebylo pojednáno, bylo rozšíření pravomocí dozorových orgánů.

Ostatně, ani v dopadové zprávě návrhu nové směrnice a nařízení o trzích finančních nástrojů, v kapitole „Jak by se problém vyvíjel bez zásahu EU,“<sup>114</sup> nepodali autoři podle nás dostatečné argumenty, že další utužování regulace je nutné.

V této práci byla představena právní úprava regulovaných trhů — organisátorů regulovaného trhu, přijímání investičních nástrojů k obchodování, ukončení obchodování s investičním nástrojem a úzce související problematika zveřejňování prospektu. Dále bylo pojednáno o mnohostranném obchodním systému a specificky o požadavcích transparentnosti kladených na mnohostranné obchodní systémy a na regulované trhy. Problematika byla rozebrána s důrazem na předestření evropské legislativy.

Elaborát byl pak promítnut oproti novým připravovaným evropským normám, čímž byla jednak zhodnocena dosavadní právní úprava tématu diplomové práce, a jednak uvedena a zhodnocena připravovaná evropská legislativa. Značně byla vytěžena dopadová zpráva návrhu nové směrnice a nařízení o trzích finančních nástrojů, ve které jsou podrobně rozebrány vnímané nedostatky dosavadní úpravy i navržené opatření, které jsou i zhodnoceny. Ke konci práce byl dán důraz na nové obchodní místo — organisovaný obchodní systém, který by stál vedle mnohostranných obchodních systémů a regulovaných trhů.

---

<sup>114</sup> dopadová zpráva návrhu nové směrnice a nařízení o trzích finančních nástrojů kapitola 3.9., str. 18

Proto musíme učinit závěr, že nutnost další evropské regulace kapitálových trh se zdůvodněním, které bylo předestřeno v různých dokumentech, zejména v dopadové zprávě nové směrnice a nařízení o trzích finančních nástrojů, nepovažujeme za dokázanou.

## Použitá literatura a prameny

### Monografie a učebnice

- Krabec, J., *Finanční trhy - funkce, analytické metody, teorie portfolia a kolektivní investování*. 3. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2007,
- Jílek, J., *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. - Praha: Grada Publishing, 2009,
- Pavlát, V., *Finanční trhy a jejich regulace v podmínkách doznívající světové krize : sborník z 5. mezinárodní vědecké konference / Vysoká škola finanční a správní; Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2011,*
- Rejnuš, O., *Finanční trhy* [Key Publishing ; 2.vyd.]. 2. rozš. vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2010,
- Soros, G., *Nové paradigma pro finanční trhy: úvěrová krize 2008 a co dál*. 1. vyd. Praha: Evropský literární klub Vyšehrad, 2009,
- Rejnuš, O., *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 5. vyd. Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2010,
- Polouček, S. a kol., *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2009,
- Radvan, M., *Právo kapitálového trhu*. Brno: Masarykova univerzita. 2010,
- Kotásek, J., Pihera, V., Pokorná, J., Raban, P., Vítek, J. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009,
- Dědič, J., Čech, P., *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*. 2. vydání, Praha: BOVA,
- Svoboda P., *Úvod do evropského práva*. Praha: C.H. Beck, 2007,
- Nývltová R., Rejňáková M., *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007,
- Kotásek J., *Ochrana vnitřních informací*, Tribun EU, 2008,
- Pelikánová I., Čech P., *Využívání důvěrných informací na kapitálovém trhu (insider trading)*, Právo a podnikání, 11/2002,
- Veselá, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, a.s., 2007, 704 s.,
- Dědič, Jan a Petr Čech. *Obchodní právo po vstupu ČR do EU, aneb, Co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?.* 2. dopl. a aktualiz. vyd. Praha: Polygon, 2005, V, 485 s. ISBN 80-7273-122-x.
- Bakeš, Milan, Marie Karfíková, Petr Kotáb, Hana Marková, Radim Boháč, Petr Novot-

ný, Michal Kohajda a Pavlína Vondráčková. *Finanční právo. 6. upr. vyd.* Praha: C. H. Beck, 2012, xxx, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.

- Dědič, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza.* Praha: Prospektrum, 1992, 294 s. ISBN 80-85431-62-9.
- Commission Staff Working Paper - *Impact Assessment* accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments. (COM(2011) 656 final), (SEC(2011) 1227 final), Brusel, 20. 10. 2011.
- Commission Staff Working Paper - *Executive Summary* of the Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments. (COM(2011) 656 final), (SEC(2011) 1226 final), Brusel, 20. 10. 2011.
- Fulín, J. *Regulovaný a neregulovaný trh s investičními nástroji.* Praha, 2008. 83 s., [6] s. příl. Univerzita Karlova v Praze. Vedoucí práce Petr Kotáb.
- Holenda, M. *Evropská úprava kapitálového trhu.* Brno, 2011. Masarykova univerzita. Vedoucí práce Josef Kotásek.
- Jekl, A. *Transpozice směrnice MiFID do českého právního řádu.* Brno, 2008. Masarykova univerzita. Vedoucí práce Josef Kotásek.
- Kessler, T. *Právní problematika derivátů.* Praha: Univerzita Karlova v Praze, 2012. 82 s. Vedoucí práce Petr Kotáb.
- Kyncl, L. *Veřejnoprávní regulace kapitálového trhu.* 2010, 145 s.
- *Public Consultation - Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID).* 8 December 2010, Brussels.

### Články

- Čech P., *Nová směrnice ES o povinnostech emitentů kótovaných cenných papírů*, ze dne 5. 3. 2005, Právní zpravodaj, 3/2005,
- Chomsky, N., *America in Decline*, ze dne 5. 8. 2011, Truthout (<http://www.chomsky.info/articles/20110805.htm>),
- Slaughter and May: *The New EU Prospectus Directive*, June 2004. ([http://www.slaughterandmay.com/media/39344/the\\_new\\_eu\\_prospectus\\_directive.pdf](http://www.slaughterandmay.com/media/39344/the_new_eu_prospectus_directive.pdf)),



- Story, L., *A Secretive Banking Elite Rules Trading in Derivatives*, ze dne 11. 12. 2010, New York Times (<http://www.nytimes.com/2010/12/12/business/12advantage.html>),
- *Financial transactions tax: UK launches legal challenge*, BBC, ze dne 20. 4. 2013, <http://www.bbc.co.uk/news/business-22227019>
- Lewis, M., *Betting on the Blind Side*, Vanity Fair, duben 2010, [www.vanityfair.com/business/features/2010/04/wall-street-excerpt-201004](http://www.vanityfair.com/business/features/2010/04/wall-street-excerpt-201004)
- *Buffett warns on investment "time bomb"*, BBC, 4. 3. 2003, [news.bbc.co.uk/2/hi/2817995.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/2817995.stm)

### **Internetové zdroje**

- [www.esma.europa.eu/](http://www.esma.europa.eu/)
- *Slovník spisovného jazyka českého*, [ssjc.ujc.cas.cz/](http://ssjc.ujc.cas.cz/)
- [duden.de](http://duden.de)
- *Digitales Wörterbuch der Deutschen Sprache*, [dwds.de](http://dwds.de)
- *Pratica della mercatura Francesco Balducci Pegolotti*, Museum belgické národní banky, [www.nbbmuseum.be/2010/01/stockmarket.htm](http://www.nbbmuseum.be/2010/01/stockmarket.htm)
- [ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid/index_en.htm)
- *Office of the Comptroller of the Currency, Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities, Fourth Quarter 2011*, [www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq411.pdf](http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq411.pdf)
- *G20 Pittsburgh summit*, [www.g20pittsburghsummit.org](http://www.g20pittsburghsummit.org)
- *Summary of the MiFID II proposals*, Financial Services Authority, [www.fsa.gov.uk/about/what/international/mifid/summary](http://www.fsa.gov.uk/about/what/international/mifid/summary)
- *What is MiFID II?*, Deloitte Luxembourg, [www.deloitte.com/view/en\\_LU/lu/market-challenges/mifidii/index.htm#.Uc2YiDuBkvx](http://www.deloitte.com/view/en_LU/lu/market-challenges/mifidii/index.htm#.Uc2YiDuBkvx)
- *Mifid amendment calls for commission ban to be scrapped*, FT Advisor, ze dne 29. 3. 2012, [www.ftadviser.com/2012/03/29/regulation/eu-legislation/mifid-amendment-calls-for-commission-ban-to-be-scrapped-WmaTS7n8lHtelsl3QTQzkO/article.html](http://www.ftadviser.com/2012/03/29/regulation/eu-legislation/mifid-amendment-calls-for-commission-ban-to-be-scrapped-WmaTS7n8lHtelsl3QTQzkO/article.html)
- *ČNB - dohled nad finančním trhem*, [www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/)
- *Seznamy regulovaných a registrovaných subjektů finančního trhu*, [https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO\\_PAGE?p\\_lang=cz](https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz)

## *Zákony*

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS,
- Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Text s významem pro EHP),
- 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 (Text s významem pro EHP),
- Návrh Směrnice evropského parlamentu a rady o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES (přepracované znění) (Text s významem pro EHP) (SEK(2011) 1226), (SEK(2011) 1227). V Bruselu dne 20.10.2011. (KOM(2011) 656) V konečném znění 2011/0298 (COD),
- Návrh nařízení evropského parlamentu a rady o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení [nařízení o infrastruktuře evropských trhů] o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (Text s významem pro EHP). V Bruselu dne 20.10.2011. (KOM(2011) 652) V konečném znění 2011/0296 (COD),
- Směrnice Rady 93/6/EHS ze dne 15. března 1993 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí,
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny,
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu),
- Směrnice evropského parlamentu a rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny,
- Směrnice evropského parlamentu a rady 2008/10/ES ze dne 11. března 2008, kterou se mění směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů, pokud jde o prováděcí pravomoci svěřené Komisi,
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending

Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC (Text with EEA relevance). (SEC(2011) 1279 final), (SEC(2011) 1280 final) Brussels, 25.10.2011 COM(2011) 683 final 2011/0307 (COD),

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES. Text s významem pro EHP.
- Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů Text s významem pro EHP.
- Návrh nařízení komise v přenesené pravomoci (EU), kterým se mění nařízení (ES) č. 809/2004, pokud jde o požadavky na zveřejňování u konvertibilních a vyměnitelných dluhových cenných papírů (Text s významem pro EHP). V Bruselu dne 30.4.2013. C(2013) 2420 final,
- Zákon o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb.,



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

V Praze, dne 29. června 2013

---

Jozef Gáfrik

## **Résumé: regulovaný trh investičních nástrojů**

Kapitálový trh je důležitou součástí moderní ekonomiky. Umožňuje pružně přelévat likviditu mezi subjekty, a tím umožňuje velké podnikatelské záměry, které vyžadují značné peněžní prostředky koncentrované na jednom místě a čase. V této práci autor nejprve širěji uvádí problematiku přesunu peněžních mas použitím cenných papírů a postavení regulovaných trhů v tomto systému.

V kapitole o regulovaných trzích uceleně uvede čtenáře do právní úpravy organisovaných trhů s důrazem na evropskou legislativu. Oproti evropským normám zná české právo vyšší stupeň regulovaného trhu, oficiální trh. Tento trh je vyhrazen pro nekvalitnější a nejlikvidnější investiční nástroje. Investiční instrumenty zevrubně popisuje hned poté. O něco podrobněji popisuje deriváty, které popisuje s přihlédnutím k problematice obchodních míst, na kterých se s nimi obchoduje.

Poté jsou vysvětleny konkrétnější aspekty regulovaných trhů: organisátor regulovaného trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu a podmínky tohoto přijetí, z nichž vystupuje povinnost uveřejnit prospekt před přijetím některých nástrojů k obchodování.

Mimořádnou důležitost má evropská úprava pravidel transparentnosti. Jedná se o informační povinnosti uložené regulovaným trhům, jejichž účelem je jednak cenová tvorba, jednak ochrana investorů. Méně přísná transparenční pravidla jsou stanovena pro mnohostranné obchodní systémy, obchodní platformy v některých aspektech obdobné regulovaným trhům.

Po představení norem týkajících se mnohostranných obchodních systémů autor porovnává transparenční pravidla regulovaných trhů a mnohostranných obchodních systémů. Důraz klade na připravovanou evropskou legislativu.

V současnosti probíhá v evropských orgánech horečná legislativní činnost směřující k novelisaci směrnice upravující regulované trhy. Má vzniknout další obchodní systém, organisovaný obchodní systém.

## **Abstract: Regulated Markets in Financial Instruments**

The capital market is an important part of the modern economy. It allows a flexible flow of liquidity between entities, allowing large entrepreneurial plans, which require considerable amounts of money concentrated in one location and at the same time. In this thesis the author at first introduces the question of the shift of money supply by trading securities and the role of regulated markets in this system.

In the chapter on regulated markets the author introduces the reader to the legal framework of regulated markets, giving emphasis on European legislature. Unlike the European regulation, the Czech law contains a higher level regulated market, an official market. This market is exclusive for high-quality and high-liquidity investment instruments. Financial instruments are described in detail immediately after that. Derivatives are studied next, accenting the issues of trading venues, in which derivatives are traded.

Afterwards more concrete questions of regulated markets are explained: operator of a regulated market, admission of financial instruments to trading and requirements of such admission, of which a special one is the necessity to publish a prospect before the admission of some financial instruments to trading. The European legislature on transparency is of extraordinary importance. These are informational obligations of regulated markets with the purpose of price formation and investor protection. Less strict transparency rules are set for multiparty trading facilities - trading platforms in some aspects similar to regulated markets.

After detailing rules on multiparty trading facilities the author moves on to compare transparency rules of multiparty trading facilities and of regulated markets. He emphasises European legislature currently being debated and drafted.

At present the European authorities feverishly draft legislature with the aim of amending the markets in financial instruments directive. A new trading venue is planned, called organised trading facility.

Klíčová slova

Regulované trhy, MiFID

Regulated Markets, MiFID