

Univerzita Palackého v Olomouci
Právnická fakulta

Radek Doležal

Směrnice MiFID II a její dopad na regulaci českého kapitálového trhu

Diplomová práce

Olomouc 2017

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma Směrnice MiFID II a její dopad na regulaci českého kapitálového trhu vypracoval samostatně a citoval jsem všechny použité zdroje.

V Olomouci dne 29.6.2017

.....

Radek Doležal

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval Doc. JUDr. Michaelu Kohajdovi, Ph.D. za vedení této práce, cenné připomínky k ní a za veškerou ochotu a pozornost, kterou mi poskytl při její přípravě a zpracování. Dále bych chtěl poděkovat svým rodičům za trpělivost a celoživotní podporu.

Seznam použitých zkratek

AQ	system pro automatizované kotace
CESR	Výbor pro evropských regulátorů cenných papírů (<i>Committee of European Securities Regulators</i>)
ČNB	Česká národní banka
ČNBZ	Zákon o České národní bance
CRA	ratingová agentura
DohKapTr	Zákon o dohledu nad kapitálovým trhem
ESA	evropský orgán dohledu
EBA	evropský orgán bankovníctví (<i>European Banking Authority</i>)
EIOPA	Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (<i>European Insurance and Occupational Pension Authority</i>)
ESC	Evropský výbor pro cenné papíry (<i>European Securities Committee</i>)
ESFS	Evropský systém dohledu nad finančním trhem (<i>European System of financial Supervision</i>)
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (<i>European Securities and Market Authority</i>)
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika
FSAP	Akční plán pro finanční služby
MAR	o trestních sankcích za zneužívání trhu
MiFID I	směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích s finančními nástroji
MiFID II	směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/65/EU o trzích s finančními nástroji
MiFIR	nařízení o trzích finančních nástrojů
MTF	mnohostranný obchodní systém
NCA	národní orgán dohledu
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OCP	obchodník s cennými papíry
OTF	Organised Trading Facility
RIA	hodnocení dopadů regulace
SFEU	Smlouva o fungování Evropské unie
TRS	registr obchodních údajů
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., zákon o podnikání na kapitálovém trhu, v.z.p.p.

Obsah

Úvod	- 6 -
1 Kapitálový trh.....	- 8 -
1.1 Právní úprava kapitálového trhu v ČR.....	- 10 -
2 Evropský kapitálový trh.....	- 12 -
2.1 Směrnice o investičních službách.....	- 14 -
2.2 Dokument Evropské komise: „Finanční služby: vytvoření rámce pro akce“,.....	- 14 -
2.3 Lamfalussyho koncept.....	- 15 -
2.4 Směrnice MiFID I.....	- 17 -
2.4.1 Hlavní cíle a oblast působnosti	- 17 -
2.4.2 Aspekty transpozice směrnice MiFID I.....	- 18 -
3 Směrnice MiFID II a její transpozice do české právní úpravy.....	- 19 -
3.1 Subjekty poskytující investiční služby.....	- 21 -
3.1.1 Obchodník s cennými papíry	- 21 -
3.1.2 Investiční zprostředkovatel	- 22 -
3.1.3 Vázaný zástupce	- 23 -
3.2 Kategorizace zákazníků	- 23 -
3.2.1 Profesionální zákazník <i>per se</i>	- 23 -
3.2.2 Profesionální zákazník na žádost.....	- 24 -
3.2.3 Způsobilá protistrana	- 24 -
3.3 Investiční nástroje a investiční služby	- 25 -
3.4 Ochrana kapitálového trhu a investorů.....	- 26 -
3.5 Dohled a správní trestání	- 29 -
4 Problematika algoritmického a vysokofrekvenčního obchodování	- 31 -
4.1 Právní úprava ve směrnici MiFID II.....	- 33 -
4.2 Plánovaná úprava v českém právu.....	- 35 -
5 Závěr.....	- 37 -
Seznam použité literatury a zdrojů	- 41 -
Shrnutí	- 44 -
Anotace.....	- 48 -
Klíčová slova.....	- 49 -

Úvod

Téma svojí práce s názvem Směrnice MiFID II a její dopad na kapitálový trh jsem si zvolil z několika důvodů. Zejména je to autorův zájem o problematiku veřejnoprávní regulace finančnictví na obecné úrovni, ale především konkrétní oblast kapitálového trhu, kde v současné době probíhá velké množství zajímavých změn a posunů kupředu, jež jsou praxí přijímány veskrze pozitivně, protože v mnoha ohledech napomáhají k dosahování cílů tržní ekonomiky, nicméně z důvodů takto dynamického vývoje dochází k situaci, kdy na mnoho otázek neexistuje legislativní odpověď, jinak řečeno, vznikají instituty, které nemají adekvátní právní rámec, a proto může lehce dojít k nežádoucím praktikám subjektů, působících na kapitálovém trhu. Jak jsem již zmínil, hlavním důvodem je aktuálnost dané problematiky, kdy práce pojednává zejména o vlivu směrnice MiFID II na rozsáhlou novelu ZKPT, která shodou okolností prošla legislativním procesem a byla dne 21. 6. 2017 podepsána prezidentem republiky, tedy asi týden před odevzdáním této práce.

Ve své práci se věnuji zejména významným legislativním událostem, které probíhají již několik let na poli kapitálových trhů jak na evropské, tak i na vnitrostátní úrovni. Středobodem mého zájmu bude poslední změna na úrovni komunitárního práva, která výrazně ovlivňuje i český kapitálový trh. Za touto změnou stojí rámcová směrnice evropského parlamentu a rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (MiFID II), nahrazující platnou směrnici 2004/39/ES (MiFID I), jež byla implementována do českého právního řádu dne 1. listopadu 2007.

Svoji práci dělím do čtyř kapitol s tím, že budu postupovat od teoretického základu v první kapitole, jejímž cílem je vyložit základní pojmy v rámci problematiky kapitálových trhů. Dále se budu věnovat oblasti evropské úpravy kapitálových trhů, která je výchozím zdrojem a základem pro téma mojí diplomové práce. Následující kapitola již pojednává o evropské směrnici MiFID II, která je stěžejním právním předpisem pro tuto práci a z ní vycházející i změny v české legislativě. V poslední kapitole se věnuji konkrétní problematice algoritmického obchodování a jeho podkategorii, tzv. vysokofrekvenčního obchodování. Vzhledem k tomu, že v této oblasti již mnoho let probíhá velice dynamický vývoj, který je zapříčiněn vznikem nových investičních nástrojů, ale zejména rychle se vyvíjejících informačních technologií, které do finančnictví vnášejí mnoho novinek v souvislosti s tvorbou nových obchodních strategií založených na algoritmickém obchodování či prostým zvyšováním rychlosti obchodníků s cennými papíry při získávání informací, následného připojení k regulovanému trhu a provedení zamýšleného obchodu dříve než ostatní. Tyto nové systémy obchodování na (nejen) kapitálových trzích využívající informační

technologie a netypické obchodní strategie, jsou naprostou legislativní novinkou a proto i výzvou pro evropského i českého zákonodárce.

Je třeba zdůraznit, že směrnice MiFID II v zásadě koncepčně navazuje na předcházející směrnici MiFID I, které je tedy třeba věnovat v této práci nemalou pozornost. Směrnice MiFID I je prvním výsledkem tzv. Lamfalussyho procesu, který si dal za cíl napravit přetrvávající problémy s implementací nových norem na poli finančních trhů. Stěžejní kapitola zaměřující se na směrnici MiFID II a její přenesení do českého práva je rozdělena tak, že v první části je řešeno obecné vymezení působnosti dané směrnice a bližší pohled na dva důležité přímo použitelné předpisy EU, které jsou významnou součástí „balíčku“ předpisů v rámci úpravy MiFID II. Jsou jimi nařízení Rady EU MAR a MiFIR, které významně dopadají na úpravu českého kapitálového trhu. V rámci této kapitoly se budu dále věnovat subjektům poskytujícím investiční služby na kapitálovém trhu. Ty směrnice MiFID II rozděluje do tří skupin, a to investiční podniky, investiční zprostředkovatelé a vázaný zástupce. Každé kategorii věnuji samostatnou podkapitolu. Následně kategorizaci zákazníků, která doznává jistých změn oproti současné úpravě. Další podkapitoly se věnují úpravě investičních nástrojů a služeb a dále ochrana kapitálového trhu a investorů.

Diplomová práce je tedy rozdělena do 4 kapitol, které poskytují ucelený pohled na danou problematiku. Systematika mé práce je tedy postavena na teoretickém náhledu do problematiky v první kapitole a pokračuje v hlubší analýze evropských předpisů a jejich dopad na českou úpravu kapitálového trhu. Ve své diplomové práci budu používat několik metod výzkumu, kdy půjde především o analýzu právního a odborného textu. Taktéž využívám metody systematické, komparativní a popisné.

Tato diplomová práce je vypracována ke dni 29. 6. 2017 s využitím pro danou dobu dostupné literatury a právních předpisů. Veškeré literatura, která byla v této práci použita, je uvedena jako zdroj literatury a zdrojů na konci práce. Ke zhodnocení dosavadního zpracování tématu mohu konstatovat, že prací, které by se zabývaly touto problematikou, je poměrně malé množství. Tento závěr se týká diplomových, rigorózních a jiných prací, včetně odborných monografií a článků. Obecně však lze říci, že pro účely této diplomové práce jsou zdroje dostačující.

1 Kapitálový trh

Kapitálový trh je součástí trhu finančního, který je nedílnou složkou zdravě fungující tržní ekonomiky. Finanční trh lze vymezit jako „systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu prostřednictvím různých finančních instrumentů mezi ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky“.¹ Zjednodušeně lze tedy říci, že na finančním trhu se střetává nabídka s poptávkou po penězích či jiných finančních instrumentech.

Z věcného hlediska lze finanční trh rozdělit do dvou základních segmentů, a to na trh peněžní a kapitálový.² Jedná se tedy o „Obecný model fungování kapitálového trhu, který je vymezen jako systém institucí a nástrojů zabezpečujících pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů“⁶ Na peněžním trhu jsou obchodována krátkodobá finanční aktiva (splatnost do 1 roku) a na kapitálovém trhu se obchoduje se střednědobými až dlouhodobými aktivy (doba splatnosti nad 1 rok).⁴

Základním znakem kapitálového trhu je tedy střet nabídky s poptávkou po střednědobém a dlouhodobém kapitálu, a to v různých formách cenných papírů popřípadě jejich derivátů. Obchody jsou uskutečňovány jednak formou vydávání (majetkových a dluhových) cenných papírů nebo formou dlouhodobých úvěrů.⁵

V rámci ekonomiky plní kapitálový trh zejména tyto funkce⁶:

- *alokační* – na trhu se soustřeďuje nabídka a poptávka po aktivech a dále volné peněžní prostředky pro jejich nákup;
- *redistribuční* – realizací obchodu dojde k redistribuci aktiv a volných peněžních prostředků;
- *refinanční* – možnost nabízejícího kapitálových aktiv obstat si na trhu potřebný kapitál;
- *cenotvorná* – tvorba cen obchodovaných aktiv;

¹ LANDOROVÁ, Anděla. *Cenné papíry a finanční trhy*. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2005. ISBN 80-7083-920-1, str. 14.

² Struktura finančních trhů je v současnosti poměrně komplikovaná a teorie ani praxe není jednotná v jasném vymezení jednotlivých segmentů a jejich zařazení. Postupná globalizace a tvorba nových produktů zásadním způsobem stírá, už tak neostře hranice mezi jednotlivými trhy. Dle předmětu obchodování je tedy možné dále doplnit např.: trhy s cennými papíry, úvěrové, depozitní, trhy s měnami, s drahými kovy, leasingové trhy, apod.

³ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. [i.e. 3. vyd.]. Praha: Management Press, 2004. ISBN 978-80-7261-279-6, s. 99.

⁴ LANDOROVÁ, Anděla. *Cenné papíry a finanční trhy*. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2005. ISBN 80-7083-920-1, str. 15.

⁵ Tamtéž, str. 16.

⁶ Tamtéž, str. 193.

- *ukazatel výkonnosti* – cena nabízených aktiv ukazuje ekonomickou kondici prodávajícího.

Obchodování na kapitálovém trhu se účastní celá škála ekonomických subjektů, od jednotlivců či domácností, až po obchodní společnosti, banky, ale i vlády jednotlivých zemí či nadnárodní instituce.⁷ Dle struktury účastníků, tak můžeme rozlišovat kapitálový trh národní a mezinárodní. Toto dělení je důležité z hlediska kontrolních mechanismů, kdy národní kapitálový trh je regulován státními orgány dané země a mezinárodní kapitálový trh je pod kontrolou instituce či orgánu mezinárodního charakteru.

Důležité je však také dělení kapitálového trhu z pohledu předmětu obchodování, a to na trh primární a sekundární. Na primárním trhu jsou cenné papíry umístěny poprvé, jedná se tedy o nové emise. Naopak sekundární trh nabízí ke koupi či prodeji takové aktivum, které bylo na kapitálovém trhu již opakovaně obchodováno. Na primárním trhu má emitent operace se svými cennými papíry plně ve svých rukou. Je tedy schopen ovlivnit, kdo se může, resp. nemůže stát prvonabyvatelem. Tento cíl dosáhne nabídkou buď veřejně (veřejná nabídka) nebo neveřejně (soukromá nabídka).⁸ Základní funkcí primárního trhu tedy je přenos finančního kapitálu od subjektu (investor), který sice disponuje finančními prostředky, ale sám nemá (zpravidla) žádný podnikatelský záměr k subjektu, který má schopnost uskutečnit podnikatelský záměr, ale naopak není schopen ho dostatečně financovat. Základní funkcí sekundárního trhu je změna struktury jejich majitelů.⁹ Na sekundárním trhu již nepřechází finanční prostředky mezi investory a dlužníky, ale pouze mezi investory navzájem. Sekundární trh tedy zabezpečuje likviditu obchodovaných aktiv. Pro efektivní fungování primárního trhu je nepostradatelný i z pohledu tvorby cen či chování účastníků na primárním trhu.¹⁰

Dle organizace nabídky a poptávky můžeme dále kapitálový trh rozdělit na organizovaný a neorganizovaný trh. Organizovaný trh se dále dělí na burzu a mimoburzovní trhy.¹¹ Základním znakem organizovaného trhu je striktní zákonná regulace a dohled nad organizátory těchto trhů (v ČR je tímto regulátorem ČNB). Oproti tomu na neorganizovaný kapitálový trh mají kupující i prodávající volný přístup na trh a chybí zde i přesná specifikata způsobu a času obchodování.¹²

⁷ LIŠKA, Václav, GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-63-0, str. 33

⁸ JÍLEK, Josef. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-453-3, str. 49.

⁹ Tamtéž, str. 50.

¹⁰ Tamtéž, str. 50

¹¹ LANDOROVÁ, Anděla. *Cenné papíry a finanční trhy*. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2005. ISBN 80-7083-920-1, str. 194.

¹² Tamtéž, str. 194

V Česku se v současnosti obchoduje na dvou typech trhů. Jsou jimi trh hlavní (regulovaný) a volný trh¹³(mnohostranný obchodní systém). Na hlavním trhu najdeme cenné papíry „nejlepší kvality“. Na emitenty jsou zde kladeny vysoké nároky z hlediska stability jejich hospodářských výsledků, výše základního kapitálu apod. Na volném trhu jsou obchodovány cenné papíry nižší kvality méně známých emitentů, avšak jejich kvalita stále dosahuje vysokého standardu. Oproti hlavnímu trhu se dále liší v nepravidelnosti obchodování na volném trhu, ve volnějším podmínkách pro přijetí cenných papírů, v omezené informační povinnosti emitentů a absenci dalších povinností stanovených ZKPT pro hlavní trh.¹⁴

1.1 Právní úprava kapitálového trhu v ČR

Nejvýznamnějším veřejnoprávním předpisem upravujícím tuto oblast je zákon č. 256/2004 Sb., zákon o podnikání na kapitálovém trhu, v.z.p.p (ZPKT), který vznikl jako reakce na roztržštěnou a nesystematickou předchozí úpravu, ale také na nepřesnou harmonizaci právní úpravy s komunitárním právem, což se v praxi ukázalo jako problematické při poskytování konkrétních služeb na kapitálovém trhu.¹⁵ Ust. § 1 ZPKT upravuje působnost a cíl tohoto zákon, kterým je „*veřejnoprávní regulace služeb poskytovaných na kapitálovém trhu a jejich poskytovatelů*“¹⁶. Důvodová zpráva hovoří o ZPKT jako o normě veřejnoprávní povahy. K takovému pohledu se kloní zejména z důvodu vyčlenění norem upravující veřejnoprávní problematiku (podmínky pro získání podnikatelských oprávnění, pravidla pro ochranu transparentnosti kapitálového trhu, pravidla dohledu, apod.) ze zákona o cenných papírech, kde zůstaly normy soukromoprávní.¹⁷ Je však důležité podotknout, že byť jsou normy obsažené v ZPKT regulační, v zásadě kogentní a adresáti těchto norem podléhají striktnímu dohledu státních orgánů, lze zde najít i normy upravující vztahy soukromoprávní povahy. Příkladem může být úprava závěrečného vyrovnání (§ 193 ZPKT), odpovědnost za škodu v souvislosti s činností vázaného zástupce (§§32a odst. 5 a 6 ZPKT) či problematika formy smlouvy o poskytování investičních služeb (§15d odst. 3 ZPKT).

Zásadním momentem pro úpravu českého kapitálového trhu v kontextu unijního práva je novela z roku 2006, která zdůrazňuje nutnost zapracování požadavků a pravidel upravených v normách komunitárního práva (*acquis communautaire*), a to zejména ve směrnících, které musí být

¹³ Pravidla obchodování na volném trhu jsou upraveny v ust. §§ 69 – 73 ZKPT a používá pojem „mnohostranný obchodní systém“.

¹⁴ Od roku 1995 do 2006 fungoval i tzv. vedlejší trh. Nejkratší historii má však, v roce 1998 spuštěný, tzv. Nový trh. Na tento trh však nebyla umístěna žádná emise, proto byl vzápětí zrušen. V ČR se v současnosti obchoduje na dvou burzách cenných papírů, a to na Burze cenných papírů Praha, a.s. (BCPP), zde jsou na hlavním trhu obchodovány CP největších a nejstabilnějších společností, ale valná většina akcií je v rámci této burzy obchodována na volném trhu. Druhou burzou je RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.

¹⁵ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

¹⁶ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 3.

¹⁷ Tamtéž, str. 3.

transponovány do českého práva, ale i dodržet obsahovou návaznost textu ZPKT na přímo použitelné předpisy EU.¹⁸ Toto doplnění textu ust. §1 navazuje na změny v procesu přijímání evropské legislativy na základě Akčního plánu pro finanční služby (FSAP) a Lamfalussyho procesu, kdy se standardizuje vydání základního rámcového předpisu, který je vydán ve formě směrnice a zpracovává danou problematiku. Na takovou směrnici navazují prováděcí opatření, která detailně rozvádějí pravidla rámcového předpisu a jsou vydána ve formě směrnic či přímo použitelných nařízení. Pro některé oblasti jsou doplněna rozhodnutími Komise¹⁹, ale i mezinárodními smlouvami, ať bilaterálními či multilaterálními. Další významnou skutečností pro výklad a systematizaci unijních předpisů jsou stanoviska, standardy či doporučení různých mezinárodních institucí, ať jsou to profesní sdružení nebo uznávané tržní praxe (zde hovoříme o tzv. „uznávaných standardech“). Z tohoto pohledu je třeba jmenovat Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Market Authority, „ESMA“).

ZPKT tak nahradil převážnou část zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech vzpp (ZCP) a celý zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů vzpp. ZPKT je systematicky rozdělen do dvanácti částí.²⁰ Jak již bylo řečeno, část první upravuje zejména předmět úpravy, některé pojmy a kategorizaci zákazníků. Ve druhé části je zařazena úprava investičních nástrojů a investičních služeb (§3 – 32d). Část třetí se věnuje veřejné dražbě cenných papírů (§33)

¹⁸ Ust. § 1 odst. 1 ZPKT „*Tento zákon zpracovává příslušné předpisy Evropské unie, zároveň navazuje na přímo použitelné předpisy Evropské unie ...*“.

¹⁹ Jako příklad lze uvést rozhodnutí Evropské komise v oblasti požadavků na informační povinnosti a transparentnost emitentů cenných papírů ze třetích zemí (zmocnění v PN-TranD).

2 Evropský kapitálový trh

V této kapitole se budu zabývat jednou z forem ekonomické integrace mezi evropskými zeměmi, kterou je tzv. jednotný vnitřní trh. Vnitřní trh je definován v čl. 26 smlouvy o fungování Evropské unie, a to jako „*prostor bez vnitřních hranic, v němž je zajištěn volný pohyb zboží, osob, služeb a kapitálu v souladu s ustanoveními Smluv.*“ Na rozdíl od zóny volného pohybu či celní unie, které jsou běžné i jinde ve světě, dochází na vnitřním trhu k vysoké míře integrace spolupracujících států. Jak je patrné z uvedeného čl. 26 smlouvy o fungování EU, hovoříme o tzv. čtyřech svobodách (volný pohyb zboží, osob, služeb, kapitálu (a plateb)). Volný pohyb kapitálu a plateb byly od počátku evropské integrace považovány za samostatné a navzájem oddělitelné²¹, nicméně odlišný režim obou svobod, a podobná povaha na straně druhé vedly ke komplikacím při určení, o jakou kategorii se jedná, a to zejména z pohledu ochrany jednotlivce.²²

V rozsudku Evropského soudního dvora ze dne 31. ledna 1984, ve spojených případech 286/82 a 26/83 *Luisi a Carbone v Ministero del Tesoro* [1984] ECR 377 nalezneme toto členění: „*běžné platby jsou převody devíz, jež představují protiplnění v rámci související transakce, zatímco pohyb kapitálu je finanční operace, jež se zásadně týká umístění investice příslušné částky*“. Platbou je tedy přeshraniční převod peněz (devíz) nebo jiných majetkových hodnot za účelem splnění závazku. Pohyb kapitálu je taktéž převod peněžních prostředků nebo jiné majetkové hodnoty, ale účelem je investování, tedy se jedná o jednostranný transfer, kterým mohou být úvěry, půjčky, investice do nemovitostí, zakládání nebo rozšiřování společnosti v zahraničí a v neposlední řadě přeshraniční operace s cennými papíry.

Problematické oddělování obou svobod bylo tedy řešeno řadou rozhodnutí Evropského soudního dvora²³, avšak dynamický vývoj na evropském vnitřním trhu směřoval k čím dál většímu sblížení obou svobod a na základě Maastrichtské reformy tedy vyústil ke spojení do jediné svobody (volný pohyb kapitálu) se dvěma podkategoriemi. V současnosti tak pro volný pohyb kapitálu i plateb platí jednotná právní úprava a stejná skupina výjimek.²⁴

²¹ Toto rozlišování pramenilo zejména z oddělené právní úpravy, kdy volný pohyb kapitálu bylo upraveno v SEHS Čl. 67: „1. Členské státy mezi sebou v průběhu přechodného období postupně odstraní v míře nutné pro náležité fungování společného trhu všechna omezení pohybu kapitálu, který náleží rezidentům členských států, jakož i veškerou diskriminaci na základě státní příslušnosti nebo bydliště stran anebo umístění příslušné investice.“ Volný pohyb plateb byl ve smlouvě upraven v čl. 106 odst. 1: „Každý členský stát se zavazuje povolit v měně členského státu, v němž má věřitel nebo oprávněný sídlo nebo bydliště, jakékoli platby související se směnou zboží, služeb nebo kapitálu jakož i převody kapitálu a mezd v takovém rozsahu, v němž je při uplatňování této smlouvy liberalizován pohyb zboží, služeb, kapitálu a osob mezi členskými státy.“

²² STEHLÍK, Václav, HAMULÁK, Ondřej, PETR, Michal. *Praktikum práva Evropské unie*. Praha: Leges, 2016. Student. ISBN 978-80-7502-159-5, str. 211

²³ Např.: rozsudky Evropského soudního dvora 203/80 *Casati*, 286/82 a 26/83 *Luisi and Carbone*,

²⁴ STEHLÍK, Václav, HAMULÁK, Ondřej, PETR, Michal. *Praktikum práva Evropské unie*. Praha: Leges, 2016. Student. ISBN 978-80-7502-159-5, str. 211

Zákaz omezení volného pohybu kapitálu a plateb je zakotven v článku 63 SFEU (bývalý článek 56 Smlouvy o ES) konkrétně v prvním a druhém odstavci, kde je stanoveno, že „v rámci této kapitoly jsou zakázána všechna omezení pohybu kapitálu (resp. plateb) mezi členskými státy a mezi třetími zeměmi“. Jak plyne z výše uvedeného, neomezuje se zákaz pouze na členské státy, ale působí erga omnes, tedy i na třetí státy. Vzhledem k tomu, že zákaz omezení volného pohybu kapitálu není absolutní, nalezneme z tohoto pravidla několik výjimek a to konkrétně v člancích 64 (bývalý čl. 57 SES), 65 (bývalý čl. 58 SES), 66 (bývalý čl. 59 SES) a 75 (bývalý čl. 60 SES) SFEU, kde jsou stanoveny celkem tři kategorie výjimek: obecné výjimky, výjimky pro vztahy s nečlenskými zeměmi a výjimky v oblasti investic do nemovitostí.²⁵

Pokud se jedná o právní úpravu kapitálových trhů na komunitární úrovni, jsou základním nástrojem směrnice²⁶. Tento normativní právní akt EU je specifickým nástrojem evropského práva, který není (na rozdíl od nařízení) přímo použitelný a je v něm stanoven pouze výsledek, kterého má být dosaženo, aniž by bylo stanoveno jakým způsobem a prostředky má být daného cíle dosaženo. Základní myšlenkou takového konceptu je harmonizace právních předpisů členských států, a to zejména v oblastech, kde nemá EU výlučné pravomoci.²⁷ Adresáty směrnic jsou členské státy, které jsou povinny danou úpravu implementovat do svých právních řádů. Zakonodárci jednotlivých států by se měli transpozicí směrnice zaměřit zejména na naplnění smyslu a účelu směrnice, tato idea se však mnohdy rozplývá v bezmyšlenkovitém opisování směrnic, kdy dochází k mnoha výkladovým (popř. legislativně technickým) chybám a vznikají komplikace a nejasnosti.

V oblasti kapitálových trhů se první směrnice objevují v druhé polovině dvacátého století. Snahu o harmonizaci však přerušila ekonomická krize v sedmdesátých letech. K obnovení zájmu o tuto problematiku přichází v roce 1985 s přijetím tzv. Bílé knihy o dokončení vnitřního trhu, jejíž hlavním cílem bylo upevnění jednotného vnitřního trhu a zabezpečení konkurenceschopnosti evropské ekonomiky.²⁸ Tento dokument přináší důležitý princip *regulace domovského státu*, který stanoví, že na firmy podnikající v jiném členském státě EU se uplatní předpisy domovského státu (dle sídla společnosti) „bez ohledu na specifické předpisy hostitelského státu, které jdou nad rámec minimální harmonizace předpisů.“²⁹

²⁵ SVOBODA, Pavel. *Úvod do evropského práva*. 5. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckovy mezioborové učebnice. ISBN 978-80-7400-488-9.

²⁶ Definici směrnice najdeme v Čl. 288 SFEU: „závazná pro každý stát, kterému je určena, pokud jde o výsledek, jehož má být dosaženo, přičemž volba formy a prostředků se ponechává vnitrostátním orgánům“.

²⁷ KRÁL, Richard. *Směrnice EU z pohledu jejich transpozice a vnitrostátních účinků*. V Praze: C.H. Beck, 2014. Právní instituty. ISBN 978-80-7400-282-3, str. 4

²⁸ Dostupné na: <http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf> [cit. 18. března 2017]

²⁹ ČIŽINSKÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1922-1, str. 36

2.1 Směrnice o investičních službách

Přelom však přichází v roce 1993, kdy je přijata směrnice Rady č. 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů, která je první směrnicí věnující se čistě oblasti kapitálových trhů, obsahuje komplexní úpravu investičních služeb a jejich minimální standardy.

Směrnice o investičních službách principiálně navazuje na Bílou knihu a přináší dvě důležité dílčí zásady. První z nich je pravidlo tzv. hostitelského státu, dle kterého mohou držitelé oprávnění získaného v domovském státě vykonávat toto oprávnění na území jiného členského státu. V úzké souvislosti s touto zásadou je i pravidlo, dle kterého poskytovatel investičních služeb podléhá doзору orgán státu, ve kterém má sídlo bez ohledu na to, zda poskytuje investiční služby i v jiných členských státech.³⁰

Tato průlomová směrnice napomohla k ujasnění a vytyčení základních cílů, avšak vykazovala i nedostatky. Z pohledu dynamicky se rozvíjející ekonomiky nebyla tato směrnice schopna reagovat na vývoj trhu. Jedním ze základních problémů se ukázal fakt, že směrnice mezi investiční nástroje nezařazovala komoditní deriváty. Absence této úpravy znamenala, že v rámci komunitární úpravy neexistoval právní rámec, který by tuto problematiku upravoval, a to vedlo ke komplikované situaci pro společnosti, které sice měly zájem o mezistátní obchody v této oblasti, ale díky roztržitosti právních úprav členských států a následné právní nejistoty vedlo ke zdrženlivosti firem v rozvoji redistribuce kapitálu mezi členskými státy.

2.2 Dokument Evropské komise: „Finanční služby: vytvoření rámce pro akci“,

Integrace finančních trhů byla klíčovou problematikou řešenou v rámci summitu v Cardiffu v roce 1998. Zde byl přijat tzv. akční plán rizikového kapitálu, jehož obsahem bylo odstranění institucionálních, regulačních, daňových bariér a podpora malých a středních podniků.³¹ Dalším projektem Evropské unie na poli finančních trhů je tzv. akční plán finančních služeb (Financial Services Action, dále jen „FSAP“), jež má za cíl zpřehlednit, ale také liberalizovat dosavadní právní úpravu. Proces započal v roce 1998, kdy byl na zasedání Evropské komise ve Vídni vydán dokument, který byl nazván „Finanční služby: vytvoření rámce pro akci“. Konečná podoba FSAP vznikla v roce 1999 na summitu v Kolíně nad Rýnem.

Tento dokument obsahoval velké množství kroků a priorit, které měly vést k prohloubení integrace trhů s finančními službami. V návrhu jsou formulovány zejména priority v oblasti „*podpory, informovanosti, transparentnosti a bezpečnosti obchodování, eliminace daňových překážek, odstraňování bariér při*

³⁰Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/cs/TXT/PDF/?uri=OJ:L_2014_173_R_0009&from=EN> [cit. 18. dubna 2017]

³¹ ČÍŽINSKÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1922-1, str. 36

obstarávání kapitálu na evropské úrovni a tvorby jednotných požadavků na finanční výkazy pro společnosti kotované na burzách Evropské unie.³² Rozvoj v oblasti jednotného trhu byl podpořen i přijetím eura v tomtéž roce. Tento impuls vedl k nárůstu emisní aktivity a obchodů na kapitálových trzích po celé Evropské unii.

2.3 Lamfalussyho koncept

Vzhledem k pomalému naplňování cílů stanovených v plánu pro finanční služby vznikl v roce 2000 tzv. „výbor moudrých“ (*Committee of Wise men*) v čele s Alexandrem Lamfalussym. Hlavním úkolem tohoto výboru byla identifikace přetrvávajících problémů s implementací nových norem, trvající tíživost trhů a návrh adekvátních opatření. Výsledkem se stala zpráva z roku 2001³³, která obsahovala jednak doporučení ustanovit dvě instituce, kterým jsou Evropský výbor pro cenné papíry (*European Securities Committee, ESC*) a Výbor pro evropských regulátorů cenných papírů (*Committee of European Securities Regulators, CESR*) a dále změnu legislativního procesu.³⁴

Další významnou částí tohoto dokumentu je zavedení nového legislativního procesu, který komplexně upravuje postup od přijetí rámcové úpravy, implementaci do právních řádů členských států, tvorby prováděcích předpisů až po kontrolní činnost.³⁵ Je rozčleněn do 4 úrovní (tzv. LEVELS):

1. Úroveň

Na této úrovni dochází k přijetí takových předpisů na komunitární úrovni, které stanoví základní principy a zásady, na nichž bude postavena celá oblast úpravy a tím se zajistí vytvoření rovných podmínek pro všechny členské státy. Na této úrovni bude základní předpisem komunitárního práva tzv. rámcová směrnice, která se do právních úprav členských států promítne přijetím patřičné zákonné úpravy nebo její změny ve světle implementované směrnice.

2. Úroveň

V první fázi je přijata rámcová úprava, která je základní principiálním východiskem pro následnou konkretizaci jednotlivých cílů, které se, v rámci komunitárního práva,

³² ČIŽINSKÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1922-1, str. 36

³³ Final Report of the Committee of Wisemen on the Regulation of European Securities Markets. Brussels, 2001 [cit. 30. března 2017]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf>.

³⁴ HAMPL, Mojmir, LOUŽEK, Marek. *Nová regulace finančních trhů: záchrana, nebo zkažka? : sborník textů*. Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009. Ekonomika, právo, politika. ISBN 978-80-86547-85-5, str. 53.

³⁵ HARTL, Jan, PIHERA, Vlastimil. *Nová právní úprava kapitálového trhu, Právní rozhledy*, 2004, č. 12, s. 409.

prováděcí legislativou, která je nejčastěji přijímána ve formě nařízení. V druhé úrovni je důležitý význam Evropského výboru pro cenné papíry, jež je konzultačním a regulatorním orgánem, který na základě Evropské komise schvaluje prováděcí legislativu.

3. Úroveň

Zásadní fáze z pohledu interpretace komunitárních předpisů. Na unijní úrovni hraje klíčovou roli Výbor pro evropských regulátorů cenných papírů, který ke sjednocování interpretace vydává doporučení, návody, standardy, apod. Na národní úrovni je v ČR takovým orgánem Česká národní banka.

4. Úroveň

Poslední úroveň má funkci kontrolní a vynucovací. Tato pravomoc je svěřena Evropské komisi.³⁶

Ambiciózní projekt, který učinil v oblasti cenných papírů velký krok v před, co do ochrany, harmonizace a transparentnosti, se v roce 2002 dále rozšiřuje na celou oblast kapitálového trhu, včetně pojišťovnictví a bankovníctví. S tímto rozšířením působnosti došlo i k zřízení nových institucí: v oblasti pojišťovnictví Evropský výbor pro pojišťovnictví a důchodového pojištění zaměstnanců (*European Insurance and Occupational Pension Committee*) a Výbor evropských orgánů dohledu nad pojišťovnictvím a důchodovým pojištěním zaměstnanců (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*), pro sektor bankovní se zřizuje Evropský bankovní výbor (*European Bank committee*) a Výbor evropských orgánů bankovního dohledu (*Committee of European Banking Supervisors*).

Jak už bylo zmíněno v předchozí kapitole, v rámci Lamfalussyho procesu byl vytvořen Evropský orgán pro cenné papíry (ESMA) s cílem regulace a ochrany vnitřního trhu EU³⁷. ESMA si vytkla čtyři základní cíle, kterými jsou vyhodnocování rizik pro investory, trhy a usilovat o finanční stabilitu. Dále dokončení jednotného kodexu pro finanční trh EU, podpora koordinace dohledu a přímou kontrolu nad konkrétními finančními subjekty.³⁸ ESMA využívá svou jedinečnou pozici pro identifikaci vývoje na trhu, které mohou ohrožovat finanční stabilitu. Dále se zaměřuje na ochranu investorů a řádné fungování finančních trhů. Posouzení rizik ESMA rozvíjejí a doplňují

³⁶ Zpracováno dle: <https://is.vsfs.cz/el/6410/leto2009/B_DFi/Lamfalussyho_proces_MF.ppt>[cit. 10. června 2017]

³⁷ Tento orgán byl zřízen nařízením Evropského parlamentu a rady EU č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu, o změně rozhodnutí č. 716/200/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES.

³⁸ Dostupné na: <<https://www.esma.europa.eu/>>[cit. 16. dubna 2017]

posouzení provedené ostatními evropskými orgány dohledu (ESAs) a národními kompetentními orgány (NCAs), a přispívat k systémové práci v rámci přijaté Evropskou radou pro systémová rizika (ESRB), který se stále více zaměřuje na rizika stability na finančním trhu. Dále je zde možno sledovat významnou snahu sblížení dozoru a kontrola důsledného provádění a uplatňování stejných pravidel ve všech členských státech. ESMA je taktéž přímým nadřízeným orgánem konkrétních finančních subjektů jako jsou ratingové agentury (CRA) a registrů obchodních údajů (TRS).

2.4 Směrnice MiFID I

Klíčovým výstupem Lamfalussyho procesu je bezpochyby rámcová směrnice MiFID I³⁹ a na ni navazující komunitární předpisy. MiFID I nahrazuje směrnici č. 93/22/EHS o investičních službách, která nebyla schopna adekvátně reagovat na dynamicky se rozvíjícím evropský trh. Směrnice MiFID I má zásadní význam ve svém rozsahu, kdy upravuje téměř všechny oblasti kapitálových trhů a je tak východiskem pro navazující předpisy, které tuto rámcovou směrnici konkretizují.

2.4.1 Hlavní cíle a oblast působnosti

Prohloubení integrace a posílení konkurenceschopnosti bylo základním smyslem směrnice MiFID I. Oproti směrnici o investičních službách zásadně rozšiřuje svoji působnost. Dále se udržuje režim „evropského pasu“, který zavedla směrnice o investičních službách a na jehož základě je usnadněn subjektům registrovaným v jednom členském státě přístup na trh jiného členského státu. Je-li subjekt licencován v domovském členském státě, tak spolu se získáním tzv. MiFID Passport“ může volně obchodovat i v jiných státech Unie. Z tohoto pohledu se liší od předchozí úpravy, kde bylo vyžadováno povolení v každém státě, ve kterém daný subjekt působil.⁴⁰ Směrnice zavedla principi „maximální harmonizace“, na základě něhož nesmějí členské státy ukládat přísnější opatření než stanoví daná směrnice, s výjimkou ustanovení, které to výslovně připouštějí.

Významným aspektem směrnice MiFID I jsou změny v přístupu k ochraně investorů. Tato pravidla byla vyjádřena v čl. 19 a jedná se zejména o dodržování těchto zásad:

- Vůči klientovi jednat čestně, spravedlivě, profesionálně a v jeho nejlepším zájmu.
- Klientovi musí být poskytnuty korektní, úplné a jasné informace, které pomohou klientovi pochopit základní podstatu investičních nástrojů a služeb, tak aby mohl učinit kvalifikované rozhodnutí.

³⁹ Směrnice Evropského Parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích s finančními instrumenty (Markets in Financial Instruments Directive, dále jen „MiFID“).

⁴⁰ Článek 56 směrnice MiFID však upravuje výjimky, dle kterých mohou orgány dohledu hostitelského členského státu a orgány regulovaného trhu domovského státu zavést přiměřenou úpravu spolupráce.

- V rámci poskytování svých služeb musí brát obchodník v potaz profil klienta a tak nalézt nejvhodnější způsob investice, která nejlépe odpovídá jeho požadavkům.

Z pohledu ochrany investorů směrnice MiFID I rozlišuje tři kategorie klientů: 1) běžný klient 2) profesionální klient 3) způsobilá protistrana.

2.4.2 Aspekty transpozice směrnice MiFID I

Česká republika je od roku 2004 členem Evropská unie, a proto má povinnost do svého právního řádu transponovat a následně implementovat⁴¹ danou směrnicí (nařízení je přímo použitelné, proto transpozice není nutná). V konečné podobě přijala směrnicí MiFID I dne 21. dubna 2004 s dvouletou transpoziční lhůtou (30. dubna 2006). Později se tato lhůta ukázala jako nereálná, a proto byla povinnost transponovat prodloužena do 31. ledna 2007 (lhůta pro implementaci do 1. listopadu 2007).⁴² Proces uvedení směrnice MiFID I a na ni navazujících předpisů spadalo pod působnost Ministerstva financí ve spolupráci s Českou národní bankou.

Transpozice směrnice MiFID I se v českém právním řádu týkal zejména zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT), ve kterém je upravena podstatná část problematiky. Po prvotním odmítnutí Legislativní radou vlády bylo konečné znění předloženo vládě dne 31. října 2007 a ta návrh schválila dne 16. ledna 2008.⁴³ Velká novelizace ZPKT však nepojme úpravu směrnice a prováděcích předpisů bezezbytku, proto novelami musely projít i další zákony⁴⁴ a prováděcí vyhlášky České národní banky⁴⁵.

⁴¹ *Transpozici* můžeme považovat za určitý „první krok“, tedy dosažení výsledku stanoveného směrnicí po právní stránce. *Implementace*, jako „druhý krok“, je již aplikačně-praktické dosažení výsledku upraveného směrnicí ve vnitrostátním právu. Jedná se tedy již o vlastní aplikaci daných norem vnitrostátního práva, ve kterých se odráží transponovaná směrnice a dále vynucení dodržování a transpozičního předpisu.

⁴² Lhůty pro transpozici se týkali i prováděcí úpravy, konkrétně nařízení Evropské komise č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice a směrnice č. 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

⁴³ Dostupné na: <https://kormoran.vlada.cz/usneseni/usneseni_webtest.nsf/web/cs?Open&2008&01-16> [cit. 15. června 2017]

⁴⁴ č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 40/1964, občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů; zákon č. 254/2000 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů a zákona č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů.

⁴⁵ vyhláška č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky; vyhláška č. 261/2004 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a zásadách pro vedení evidence přijatých a předaných pokynu investičního zprostředkovatele ve znění pozdějších předpisů; vyhláška č. 266/2004 Sb., o hlášení obchodu s investičními nástroji přijatými k obchodování na regulovaném trhu; vyhláška č. 267/2004 Sb., o obsahu informačních povinností obchodníka s cennými papíry a způsobu jejich plnění; vyhláška č. 268/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, vyhláška č. 355/2004

3 Směrnice MiFID II a její transpozice do české právní úpravy

Již směrnice MiFID I přinesla do úpravy kapitálových trhů na našem území naprosto zásadní změny. Pro zákonodárce znamenala základ pro velkou novelu kapitálových trhů v roce 2008, která si dávala za cíl odstranit do jisté míry zmatenou a roztržitou právní úpravu. V této kapitole se budu zabývat úpravou, kterou přináší vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony v souvislosti s „balíkem“ evropských předpisů v rámci směrnice MiFID II.

Rámcová směrnice evropského parlamentu a Rady (EU) 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (MiFID II) byla schválena Evropským parlamentem na svém plenárním zasedání dne 15. dubna 2014 a o měsíc později byla schválena Radou Evropské unie. Společně s ní bylo schváleno i nařízení o trzích finančních nástrojů (MiFIR)⁴⁶. Z pohledu dané problematiky je ale třeba brát v úvahu další komunitární předpisy, které spolu s MiFID II a MiFIR budou zapracovány do českého právního řádu. Jsou jimi nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2003/6/ES a směrnic Evropské komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (dále jen „MAR“) a směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu, CSMAD). Dále nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry (CSD), které reguluje evidenci investičních nástrojů a vypořádací systémy.

Směrnice MiFID II je novelou směrnice MiFID I, která v našem právním řádu vstoupila v platnost dne 1. 11. 2007. Velice brzy na to započaly práce na novém znění. V úředním věstníku Evropské unie byla MiFID II publikována dne 12. 6. 2014⁴⁷. Lhůta pro transpozici byla dle směrnice určena do 3. července 2016, pro implementaci do 3. ledna 2017. Evropská komise však 16. února 2016 zveřejňuje návrh legislativy odkládající platnost o 1 rok, tedy do 3. července 2018. Učinila tak v návaznosti na sdělení Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA), který ji

Sb., kterou se stanoví forma, lhůta a způsob uveřejňování kurzu investičního nástroje přijatého k obchodování na regulovaném trhu a způsob informování Komise pro cenné papíry o využívání vnitřních informací a o manipulaci s trhem; vyhláška č. 429/2004 Sb., kterou se stanoví pravidla jednání investičního zprostředkovatele se zákazníky, administrativní postupy a mechanismus vnitřní kontroly nezbytné pro řádný výkon činnosti investičního zprostředkovatele; vyhláška č. 59/2007 Sb., o druzích odborných obchodních činnostech obchodníka s cennými papíry vykonávaných

⁴⁶ Tato směrnice a nařízení je společně označována jako „*regulace MiFID II*“.

⁴⁷ Úřední věstník EU dostupný na: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=OJ:L:2014:173:TOC>> [cit. 18. května 2017]

informoval o problémech s nastavením technických infrastruktur a systémů, které musí být zprovozněny v souladu s implementovanou směrnicí. Ty jsou podle úřadu ESMA natolik komplikované, že by účastníci ani příslušné regulační orgány nebyli schopni podřídit se novým pravidlům, což by vedlo k právní nejistotě a pravděpodobně i narušení trhu.⁴⁸ Lhůta pro implementaci MAR byla stanovena do 3. července 2016, stejně jako lhůta pro transpozici CSMAD. Ani jednoho z těchto předpisů se nedotkl odklad platnosti směrnice MiFID II.

Směrnice MiFID II a nařízení MiFIR přináší po obsahové stránce celou řadu novinek. Nařízení MiFIR, které nahrazuje nařízení č. 1287/2006, navazující na MiFID I si klade za cíl zavést vyšší míru transparentnosti v přístupu k informacím investorů, usnadnění tvorby cen, provádění transakcí a tím zajistit rovné podmínky pro účastníky trhu.⁴⁹ Dochází k dalšímu zpřesnění a sladění definic „regulovaného trhu“ a „mnohostranného obchodního systému (MTF).⁵⁰ Definice si klade za cíl vyloučit dvoustranné systémy, kdy investiční podnik vstupuje do každé obchodní transakce na vlastní účet, a to i jako protistrana. Vstupuje tedy mezi kupujícího a prodávajícího a nese tak žádné riziko.⁵¹ V tomto směru nová úprava přidává i další převodní místo, které se označuje jako organizovaný obchodní systém (*Organised Trading Facility, OTF*). Tato úprava si klade za cíl regulovat již existující platformy na trhu s dluhopisy a deriváty (např.: ICAP, Broker Crossing Systems) a to tak, že dojde k zásadnímu omezení obchodování s deriváty mimo organizované trhy. Dále budou operátoři moci využít vyšší míru diskrece v umožnění přístupu na svoji platformu a v párování příkazů klientů.⁵² Zásadní změnou z pohledu operátorů, je zákaz obchodování na vlastní účet, což v případě obchodování s dluhopisy může přinést problémy z důvodu jejich sporadického obchodování, kdy v praxi operátoři OTF nakoupí dluhopisy a prodává až ve chvíli, kdy najde kupce. Určitý čas tak operátor drží dluhopisy u sebe a nese tak tržní riziko. Bez této praxe by nebylo možné většinu dluhopisů obchodovat.⁵³

Další regulativní rámec, který přináší MiFID II je algoritmické obchodování, kterému se podrobně věnuji v kapitole 5. Další změnou je snaha o usnadnění přístupu malých a středních

⁴⁸ Dostupné na: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A52016PC0057>> [cit. 18. května 2017]

⁴⁹ Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0084.01.CES> [cit. 18. května 2017]

⁵⁰ ŠINDELÁŘ, J. Směrnice MiFID II přichází. Co přinese distribuci investičních produktů? *Bankovníctví* [online]. 2015, (7), 24 [cit. 15. dubna 2017]. ISSN 12124273.

⁵¹ Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0084.01.CES> [cit. 15. června 2017]

⁵² DOLEŽALOVÁ, Daniela: K návrhu nařízení a novely směrnice o trzích finančních nástrojů, *Obchodněprávní revue* 9/2012, str. 256

⁵³ Tamtéž, str. 257

podniků k finančním zdrojům alokovaných na kapitálových trzích. Dojde k posílení novému založení pravomocí dohledovému orgánu ESMA.

3.1 Subjekty poskytující investiční služby

Směrnice MiFID II pracuje s třemi typy subjektů poskytujících investiční služby. Mezi ně patří obchodník s cennými papíry (OCP), investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce. Základním subjektem poskytujícím investiční služby je OCP, na kterého jsou právní úpravou kladeny nejpřísnější podmínky pro výkon této činnosti a musí splňovat náročné požadavky na organizační a technické zázemí, kapitálové vybavení a odbornost.⁵⁴ Oproti tomu investiční zprostředkovatel je oprávněn poskytovat pouze služby, které spočívají v přijímání a následného předávání pokynů k nákupu investičních nástrojů. Vázaný zástupce je právní institut odvozený od činnosti OCP, investičních zprostředkovatelů, kdy se jedná o závazkový právní vztah mezi zastoupeným na jedné straně a zástupcem na straně druhé, který na základě smlouvy jedná jménem zastoupeného ve sjednaném rozsahu.⁵⁵

3.1.1 Obchodník s cennými papíry

Směrnice MiFID II v čl. 4 definuje obchodníka s cennými papíry (OCP)⁵⁶ jako „[p]rávníckou osobu, jejímž obvyklým předmětem činnosti či podnikání je odborné poskytování jedné nebo více investičních služeb třetí osobě nebo odborný výkon jedné nebo více investičních činností.“ ZPKT vymezuje OCP jako právníckou osobu. Směrnice MiFID II (stejně jako předchozí úprava) umožňuje členským státům do definice investičních podniků zahrnout i fyzické osoby za splnění stanovených podmínek. Dle důvodové zprávy k návrhu zákona implementujícího směrnici MiFID II se dotazované orgány shodly v ponechání stávající úpravy, kdy OCP může být pouze právnícká osoba. ZPKT vymezuje OCP jako právníckou osobu s právní formou akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným, která poskytuje investiční služby na základě povolení ČNB k činnosti OCP.

Podmínky pro udělení povolení pro výkon činnosti OCP jsou definovány v čl. 5 – 7, kde je stanoveno, že povolení uděluje orgán domovského státu v souladu s článkem 67⁵⁷. Orgán členského státu zajistí, aby byly v povolení jasně uvedeny investiční služby a činnosti, ke kterým je OCP oprávněn. Dle čl. 21 a násl. MiFID II je vyžadován pravidelný přezkum podmínek prvního

⁵⁴Dostupné na:

<https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/upozorneni_pro_verejnost/20130802_upozorneni_info_sluzby_fintrh.html#1> [cit. 15. května 2017]

⁵⁵ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 323

⁵⁶ Směrnice MiFID II nazývá obchodníka s cennými papíry „investment firm“ v doslovném překladu „investiční podnik“. ZPKT používá pojem „obchodník s cennými papíry“, kterého se budu ve své práci držet.

⁵⁷ Čl. 67 MiFID II se věnuje určení, pravomocí příslušných domovských orgánů a jejich postupům při zjednávání nápravy.

povolení OCP příslušným orgánem členského státu. Regulační technické normy k upřesnění podmínek pro udělení povolení a pokyny pro sledování OCP vypracovává Evropský orgán pro cenné papíry (ESMA).

3.1.2 Investiční zprostředkovatel

Z výše uvedeného vyplývá, že investiční služby může poskytovat pouze OCP či jiná osoba s patričním povolením jiného členského státu EU, ZPKT vymezuje pouze jednu výjimku, která je upravena v §§ 29 až 32., kde se zabývá postavením investičního zprostředkovatele, a to v souladu s čl. 3 MiFID II, kdy je investiční zprostředkovatel oprávněn poskytovat pouze přijímání a předání pokynů a investiční poradenství.⁵⁸ K tomu, aby mohli investiční zprostředkovatelé vykonávat činnosti uvedené v §29, je třeba získat registraci u České národní banky. V souvislosti s investičními zprostředkovateli je důležité uvést, že mohou vykonávat i jinou podnikatelskou činnost upravenou jinými zákony, a to typicky v oblasti pojišťovnictví. Tyto další dílčí podnikatelské aktivity však nevyžadují uvedené povolení, proto je vždy třeba zkoumat, zda určitá činnost investičního zprostředkovatele spadá do působnosti ZPKT.

V rámci hodnocení dopadů regulace (RIA) bylo uvažováno i o zrušení právní úpravy investičních zprostředkovatelů, s tím, že by se přeměnili na malé OCP nebo vázané zástupce. Po dlouhých diskuzích došlo ke kompromisu a úprava byla zachována s tím, že byl zúžen okruh nástrojů, se kterými mohou investiční zprostředkovatelé obchodovat. Dále je nově stanoveno, že z důvodu lepší kontrolovatelnosti nesmí své služby distribuovat zahraničním subjektům. Zavádí se se krytí garančním schématem nebo adekvátním pojištěním.⁵⁹

Ustanovení §29 ZPKT doznává oproti původní úpravě pouze jednu změnu a tou je nahrazení registrace a nadále se hovoří o povolení, což plyne z článku 5 MiFID II.⁶⁰ V ust. §30 se nově objevuje vyloučení družstva, aby se stalo investičním zprostředkovatelem a oproti úpravě OCP je zde explicitní vyjádření povinnosti být pojištěn, naopak zde nejsou kladeny požadavky na výši počátečního kapitálu.

Investiční zprostředkovatel podává žádost o udělení povolení k ČNB. Toto povolení má roční trvání a prodlužuje se zaplacením příslušného správního poplatku (5 tis. Kč) s tím, že nezaplacení automaticky znamená zánik povolení.⁶¹

⁵⁸ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 302

⁵⁹ Vedla se diskuze ohledně nastavení takového pojištění z pohledu adekvátního krytí na druhou stranu však i z pohledu výše pojištění, které by se pro malé investiční zprostředkovatele mohla stát likvidační.

⁶⁰ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

⁶¹ ČNB má povinnost o této skutečnosti investičního zprostředkovatele informovat.

3.1.3 Vázaný zástupce

Úprava institutu vázaného zástupce je vložena do ust. §32a až 32k ZPKT, přičemž se od původního znění radikálně neodchyluje. Činnosti vázaného zástupce tedy vychází z oprávnění zastoupeného. Jak uvádí směrnice MiFID II, vázaný zástupce může radit ohledně investičních služeb či je propagovat, dále poskytovat rady ohledně investičních nástrojů, aniž by poskytoval investiční poradenství. Nesmí tedy poskytovat více služeb, než ke kterým je oprávněn a musí jednat s odbornou péčí⁶².

Zpravidla bude činnost vázaného zástupce obdobná investičního zprostředkovatele, tedy určitá distribuční činnost. Rozdíl však spočívá v tom, že vázaný zástupce poskytuje své služby vůči jedinému zastoupenému. Zastoupený tak za jeho činnost odpovídá a jeho činnost se odpovědnostně podobá činnosti obchodního zástupce.

Vázaný zástupce je dle ust. §32c je povinen být zapsán v příslušném seznamu. Žádost o povolení nepodává on, ale zastoupený, který je také odpovědný za správnost a úplnost údajů a především za splnění podmínek provozování činnosti vázaného zástupce. Kontrola plnění podmínek činnosti vázaného zástupce je prováděna ČNB v rámci dohledu. Trvání povolení je ZPKT stanoveno jednoroční lhůtou s možností prodloužení zaplacením správného poplatku ve výši 1 tis. Kč.

3.2 Kategorizace zákazníků

Co do obecného třídění zákazníků nepřináší MiFID II žádné změny. Nadále pracuje s dvěma základními kategoriemi zákazníků (profesionální a neprofesionální zákazník). Podmnožinou profesionálního zákazníka je tzv. způsobilá protistrana, která se dále dělí na: způsobilou protistranu, způsobilou protistranu s předchozím souhlasem a způsobilou protistranu na žádost.⁶³

3.2.1 Profesionální zákazník *per se*

Profesionální zákazník je ZPKT vymezen v ust. §2a odst. 1 v taxativním výčtu subjektů, které lze za profesionálního zákazníka považovat bez dalšího. Toto ustanovení pozitivně vymezuje jednu z kategorií, která kontinuálně navazuje na původní úpravu vycházející z nařízení MiFID I⁶⁴. Tento okruh zákazníků považujeme za profesionální zejména vzhledem k jejich odborným znalostem, personálnímu a kapitálovému vybavení či typu činnosti, kterou vykonávají, zpravidla jako podnikání. Za tyto podnikatelské subjekty, které lze řadit mezi profesionální zákazníky považujeme

⁶² Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, str. 60

⁶³ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 37

⁶⁴ Viz. příloha č. II, oddíl I., odst. 1, 3, 4 MiFID.

zejména finanční instituce působící na finančním trhu, mezinárodní organizace a státy. V odstavci 2 nalezneme kategorii, vymezující subjekty, které lze považovat za profesionální zákazníky na základě stanovených kritérií, jako je celková výše aktiv, čistý roční obrat a výše vlastního kapitálu. Na ostatní zákazníky, se musí hledět jako na neprofesionální.

3.2.2 Profesionální zákazník na žádost

Další kategorií je profesionální zákazník na žádost, která je upravena v §2c ZPKT, kde je definován jako osoba, která obchodníka s cennými papíry požádá, aby se s ní zacházelo jako s profesionálním zákazníkem, OCP s tím musí souhlasit a současně musí takový zákazník splňovat alespoň dvě ze tří kritérií, které uvádí zákon.⁶⁵ Úprava navazuje na přílohu č. II MiFID I, nikoliv však doslovně. Naše úprava tedy dovoluje, aby zákazník, který nesplňuje podmínky stanovené v §2a odst. 1 nebo 2 mohl být na výslovnou žádost považován za profesionálního zákazníka. Vzhledem k tomu, že úroveň ochrany zákazníka může být takto snížena, nezakládá zákona žádajícímu zákazníkovi nárok na získání souhlasu od OCP.⁶⁶

3.2.3 Způsobilá protistrana

Další z kategorií zákazníků upravených v ZPKT je tzv. způsobilá protistrana. Cílem taktového vymezení zákazníka je ve vztahu k některým z investičních služeb vyloučit aplikaci ustanovení ZPKT o pravidlech jednání se zákazníky⁶⁷. Takový přístup je odůvodněn situací, kdy je zákazníkem osoba, která je natolik odborně zdatná nebo je natolik etablovaná na finančním trhu a s OCP jsou v podstatě rovnocenným partnerem, takže není důvodné poskytovat ji ochranu, jako jiným zákazníkům. Dle ZPKT je způsobilá protistrana určitou podkategorií profesionálních zákazníků. V novelizovaném znění ZPKT nalezneme vymezení způsobilé protistrany v ust. §2b. Taxativní výčet subjektů je vymezen v odst. 1 s tím, že za způsobilou protistranu lze považovat další osobu, která je stanovena v čl. 77 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/66/EU.⁶⁸ Z dikce odst. 3 lze dovodit, že primární iniciativa je na straně obchodníka s cennými papíry, který je před poskytnutím hlavní investiční služby povinen získat výslovný souhlas s tím, že tato osoba bude považována za způsobilou protistranu. Z praktické hlediska však nelze vyloučit, aby tento

⁶⁵ §2b odst. 1 písm b) 1. provedla za každé z posledních 4 po sobě jdoucích čtvrtletí na příslušném evropském regulovaném trhu nebo v příslušném mnohostranném obchodním systému provozovaném osobou se sídlem v členském státě EU obchody s investičním nástrojem, jehož se žádost týká, ve významném objemu a v průměrném počtu alespoň 10 obchodů za čtvrtletí, 2. objem jejího majetku tvořeného peněžními prostředky a investičními nástroji odpovídá částce alespoň 500 000 EUR, 3. vykonávala po dobu nejméně jednoho roku nebo vykonává v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce činnost v oblasti finančního trhu, která vyžaduje znalost obchodů nebo služeb jichž se žádost týká.

⁶⁶ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 41

⁶⁷ Tamtéž, str. 45

⁶⁸ Platné znění zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a měněných ustanovení dalších zákonů s vyznačením navrhovaných změn a doplnění

souhlas byl udělen z iniciativy takové osoby.⁶⁹ Způsobilá protistrana na žádost. Zde ZPKT vyžaduje výslovnou písemnou žádost včetně specifikace, které obchody nebo investiční služby se žadatele o zařazení do kategorie způsobilé protistrany týká.

3.3 Investiční nástroje a investiční služby

Základním smyslem vymezení investičních nástrojů je „vytvoření vhodného právního rámce pro volné nabízení investičních služeb v rámci jednotného evropského trhu a docílit s tím souvisejícího sladění právních řádů a podmínek v jednotlivých členských státech“.⁷⁰ Pojem „investičních nástroj“⁷¹ se do českého práva dostává s počátkem procesu harmonizace s právem EU v roce 1998. Postupem času dochází k dílčím změnám, nicméně k poslední změně dochází s transpozicí směrnice MiFID II, kdy se v rámci novely mění katalog investičních nástrojů. Základní skupiny investičních nástrojů tedy tvoří investiční cenné papíry, cenné papíry fondu kolektivního investování, nástroje peněžního trhu a deriváty, které zákon dále dělí na 8 dílčích podskupin.⁷²

Z výčtu uvedeném v §3 ZPKT je zřejmé, že ne všechny jsou nástroji kapitálového trhu, ale zahrnují i jiné oblasti finančního trhu, například trhu peněžního. Zde tedy dochází k terminologickému nesouladu s vymezením předmětu úpravy, kdy §1 hovoří pouze o působnosti v oblasti kapitálového trhu, ale fakticky zasahuje i do jiných segmentů finančního trhu v návaznosti na ekonomickou podstatu různých investičních nástrojů. Z tohoto hlediska je nutno dodat, že jednotlivé nástroje nejsou vzájemně odděleny, ale v praxi se mnohdy prolínají a některé investiční nástroje vykazují znaky vícero typů (ust. § 3 odst. 6).

Na základě směrnice MiFID II bylo ust. §3 ZPKT pouze zpřesněno a přiblíženo evropské předloze uvedené v oddílu C přílohy I MiFID II a mezi výčet investičních nástrojů přibyl jeden nový typ, kterým jsou povolenky na emise skleníkových plynů (tzv. emisní povolenky). Emisní obchodování je nástroj, který motivuje subjekty ke snižování emisí skleníkových plynů. V ČR je upraven zákonem č. 383/2012 Sb. o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů z roku 2015.

Kromě investičních nástrojů jsou na kapitálovém trhu poskytovány také investiční služby, které jsou vymezeny v ust. §4 ZPKT. Koncept investičních služeb vychází z komunitárního práva, původně ze směrnice č. 93/22/EHS o investičních službách (ISD) a následně byla nahrazena

⁶⁹ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 45

⁷⁰ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 45

⁷¹ V návaznosti na vydání ZPKT byly v roce 2004 přesunuty příslušná ustanovení CenP do ZPKT a současně došlo k terminologické změně, kdy se upouští od termínu „investiční instrument“ a zavádí se pojem „investiční nástroj“.

⁷² HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 52

směrnici MiFID I. Dle této směrnice vychází institut investičních služeb ze „*zachycení faktického výkonu určitých činností na kapitálovém trhu, a to vždy ve vazbě na investiční nástroj.*“⁷³ V této souvislosti je třeba zmínit, že ZPKT používá pojem „investiční služby“ jako legislativní zkratku, která v sobě obsahuje jednak služby, které OCP provádí ve prospěch třetí osoby, ale provádí i činnosti (*activities*), které z povahy věci nelze považovat za „službu“ jelikož schází subjekt (zákazník), v jehož prospěch by byla činnost vyvíjena a OCP, tak jedná na vlastní účet. Investiční služby ZPKT jsou rozděleny na hlavní a vedlejší.

3.4 Ochrana kapitálového trhu a investorů

Ochrana kapitálového trhu a investorů je v ZPKT upravena v části deváté a provedena v zákoně byla v rámci novelizace z. č. 230/2008 Sb., který v kontextu směrnice MiFID I výslovně přináší výslovnou úpravu ochrany kapitálového trhu a investorů. V obou oblastech lze nalézt spoustu rozličných forem poskytované ochrany, které v této kapitole detailněji rozeberu.

V případě ochrany kapitálového trhu se jedná o tři základní oblasti. V první řadě je to pravidlo tzv. obezřetného obchodování. Ochrana trhu zde spočívá v dodržování určitých základních předpokladů pro činnost a organizace vnitřního provozu a poskytování služeb na kapitálovém trhu. Dalším pravidlem je požadavek na transparentnost a integritu trhu (*Market transparency, Market integrity*). Zde je smyslem těchto opatření zejména dosažení důvěryhodnosti kapitálového trhu, předcházet jeho zneužívání a přispět ke stabilitě kapitálového trhu. Třetím typem jsou normy ZPKT, které upravují informace o investičních nástrojích a jejich emitentech. Opět se zde jedná o zvýšení transparentnosti kapitálového trhu a tím vyšší míra informovanosti. V této oblasti se jedná zejména o obsah zpřístupňovaných informací o investičních cenných papírech a o jejich struktuře. Pravděpodobně nejzásadnějším institutem ochrany kapitálového trhu jsou ustanovení ZPKT o dohledu nad kapitálovým trhem. Tato úprava navazuje na obecnou úpravu obsaženou v zákoně 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů (DohKapTr). Institucionální dohled nad kapitálovým trhem vykonává Česká národní banka (ČNB) jejíž činnost v této oblasti je upravena zejména v zákoně České národní rady č. 6/1993 Sb., o České národní bance (ČNBZ). Ve vztahu k ČNB se jedná zejména o dohled nad dodržováním podmínek při vstupu na kapitálový trh ve formě povolení a schvalování, dále pravidel pro činnost (informační povinnost vůči ČNB at' pravidelná nebo ad hoc) a následné oprávnění ČNB ukládat opatření k nápravě, sankce nebo ukládat nucenou správu.⁷⁴

⁷³ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 6

⁷⁴ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 798

V souvislosti s ČNB v ZPKT najdeme i pravidla pro individuální dohled (§135 – 149d), tak i pravidla pro konsolidovaný dohled nad podnikatelskými uskupeními, do nichž dané osob patří, která navazují na zákon o finančních konglomerátech⁷⁵.

Velice důležitý aspekt v oblasti dohledu je jednotný evropský trh v rámci spolupráce dozorových orgánů jednotlivých členských států, ale také kooperace s evropskými institucemi dohledového a poradními orgány EU jako jsou ESRB, EBA, ESMA nebo EIOPA.⁷⁶ Tyto orgány jsou nadány v určitých oblastech dohledovými pravomocemi. Stěžejní je v tomto ohledu ESMA a její kompetence v oblasti ratingových agentur, kdy jsou jí přenechány veškeré rozhodovací pravomoci a národní orgány členských států mají spíše pomocnou funkci.⁷⁷

Jak uvádí preambule MiFID I oblast ochrany investorů jedním z klíčových faktorů právní úpravy této směrnice. Směrnice MiFID II na to navazuje v recitálu (4), kdy uvádí potřebnost zvýšením úrovně ochrany investorů zvýšením transparentnosti, posílení důvěry, řešení otázky neregulovaných oblastí a zajistit, aby dohledové orgány měly dostatečné pravomoci k plnění svých úkolů. Dále uvádí, že finanční krize odhalila nedostatky ve fungování finančních trhů a poukazuje na nutnost posílení rámce pro regulaci trhu finančních nástrojů a případů obchodování na mimoburzovních trzích (OTC). Ve svém normativním textu se MiFID II zabývá ochranou investora v oddílu druhém v čl. 24 a násl. Základním východiskem je čl. 24 odst. 1 MiFID II, který stanoví, že *„Členské státy vyžadují, aby investiční podnik při poskytování investičních služeb nebo případných doplňkových služeb zákazníkům jednal čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy svých zákazníků, a zejména dodržoval zásady stanovené v tomto článku a v článku 25.“*

Obecně lze chápat pod ochranou investora na kapitálovém trhu určité „narovnání podmínek“ v situacích kdy mohou být některé skupiny účastníků kapitálového trhu znevýhodněny oproti jiným skupinám zejména v důsledku informační asymetrie.⁷⁸ Na tuto informační nevyváženost dále navazuje i schopnost následně zpracovat dané informace a kvalifikovaně rozhodnout. Zde může docházet i asymetrii tržní neboli nevyváženosti ve vyjednávací síle, kdy jsou někteří investoři lepší výchozí pozici ve vyjednávání než ostatní, méně informovaní zákazníci.

Nástroje k ochraně investorů mají mnohdy různou podobu a ochrana je poskytována rozličným způsobem. K ochraně investora tak může docházet buď přímo, nebo zprostředkovaně.

⁷⁵ zákon č. 377/2005 Sb., o doplňkovém dozoru nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, pojišťovny a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech (zákon o finančních konglomerátech)

⁷⁶ Na změny v rámci dohledových orgánů nad finančním trhem v EU reagovala novela provedená zákonem č. 37/2012 Sb.

⁷⁷ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 9

⁷⁸ Tamtéž, str. 10

Prvním typem je ochrana přímá, která se, jak už bylo nastíněno výše, zaměřuje informační nevyváženost. V této souvislosti se úprava zaměřuje zejména na pravidla stanovující způsob jednání OCP se svými klienty (Conduct of Business). Jedná se zejména o poskytování adekvátních informací ohledně příslušného poskytovatele služeb, daných službách a obchodovaných investičních nástrojích tak, aby se byl zákazník schopen informovaně rozhodnout o obchodování.⁷⁹ Zejména ve vztahu k poskytovatelům investičních služeb jsou upravena pravidla pro formu či způsob podávání relevantních informací a upozornění (sem je třeba zařadit i informace o vhodnosti dané služby či investičního nástroje). Druhou kategorií je ochrana nepřímá (zprostředkovaná), která nesměřuje přímo vůči investorům, ale zajišťuje stabilní fungování finančních institucí a tím dochází k ochraně investorů. V této kategorii hovoříme zejména o pravidlu obezřetného podnikání.⁸⁰ Další pravidla významná pro ochranu investorů, jsou požadavky na integritu kapitálového trhu a jeho transparentnost. Hovoříme zde tedy o elementární důvěře investorů ve stabilitu daného trhu.

Významnou součástí ochrany investorů jsou kompenzační a záruční systémy v případě úpadku a jiných finančních problémů, kdy je možno investorům kompenzovat ztráty vzniklé v důsledku porušení povinností poskytovatele služeb.⁸¹ V rámci ZPKT je tento systém upraven v rámci tzv. Garančního fondu obchodníků s cennými papíry, který zabezpečuje vyplacení náhrady zákazníkům OCP v případě platební neschopnosti. V této souvislosti je třeba zmínit i mechanismy při řešení sporů mezi OCP a investory v podobě specializovaných soudních tribunálů či mimosoudních řešení sporů (finanční ombudsman, finanční arbitr).⁸²

Dalším důležitým nástrojem ochrany investorů, je i finanční vzdělávání zákazníků OCP. Finanční gramotnost a vybavenost potřebnými znalostmi a kompetencemi investorů, je významným doplňkem jejich nepřímé ochrany. Současná ani budoucí právní úprava s ustanoveními zabývajícími se touto problematikou či mimosoudním řešením sporu nepočítá.

V neposlední řadě je třeba zmínit v souvislosti s ochranou investorů i existence dostatečná konkurence na trhu, která by měla přispět k rozšíření nabídky služeb a také k zabezpečení kvality poskytovaných služeb.

V rámci právní úpravy podnikání na kapitálovém trhu nechybí část zabývající se dohledem nad subjekty kapitálového trhu a případné správní trestání. Této problematice se věnuji v následující kapitole, jako zvláštní oblasti, nicméně je vhodné ji zmínit i v souvislosti s ochranou

⁷⁹ Tamtéž, str. 11

⁸⁰ Vyhláška č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

⁸¹ HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 12

⁸² Tamtéž, str. 12

investorů, jelikož se jedná o průběžnou kontrolu subjektů poskytujících služby na kapitálovém trhu orgánem veřejné moci (ČNB), čímž je zajištěn permanentní dohled nad řádnou činností obchodníků v souladu s příslušnou legislativou, ale také možnost investorů obrátit se s podněty, stížnostmi nebo upozorněními přímo na ČNB.

3.5 Dohled a správní trestání

Stabilní fungování finančních trhů je jednou ze stěžejních podmínek pro zdravé fungování ekonomiky. Tato stabilita nemůže být zajišťována pouze tržními mechanismy nebo veřejnoprávní zákonnou úpravou, ale je třeba i efektivního dohledu a kontroly dodržování těchto pravidel. Na národní úrovni je základním mocenským orgánem dohledu nad kapitálovým trhem Česká Národní Banka, která své poslání na poli kapitálového trhu definuje takto: „podpora zdravého rozvoje a transparentnosti kapitálového trhu, tržní disciplíny a konkurenceschopnosti poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, předcházení systémovým krizím, podpora emisních aktivit, ochrana investorů a klientů a posilování důvěry veřejnosti v kapitálový trh“⁸³. ČNB je však při výkonu dohledu povinna spolupracovat s dalšími orgány dohledu na evropské úrovni.

Po hospodářské krizi v roce 2008 vznikla reálná a rizika při udržení stability finančního systému v rámci vnitřního trhu EU, proto došlo k vytvoření evropského systému dohledu nad finančním trhem (ESFS) jako decentralizovaný, vícevrstevný systém mikroobezřetnostních a makroobezřetnostních orgánů s cílem zajistit konzistentní a koherentní finanční dohled v EU. Pilířovým orgánem dohledu nad cennými papíry a trhy je Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA), do jehož působnosti spadají trhy s cennými papíry a dále výlučná působnost při registraci ratingových agentur. Na evropské úrovni také vede registr obchodních údajů.⁸⁴ Informační povinnost ČNB k orgánu ESMA vyplývá z ust. §149n ZKPT. V oblasti dohledu nad kapitálovým trhem má dále ČNB informační povinnost taktéž vůči Evropské komisi (prostřednictvím ministerstva)⁸⁵, k agentuře pro spolupráci energetických regulačních orgánů⁸⁶, ale také k orgánům dohledu jiných členských států EU⁸⁷.

Dohled a správní trestání v oblasti kapitálového trhu vychází primárně z DohKapTr, CNBZ a ZKPT. Z pohledu ZKPT lze tuto problematiku rozdělit do tří základních skupin, a to na dohled na individuálním základě, dohled na konsolidovaném základě a správní trestání. ZKPT vymezuje

⁸³Dostupné na:

<https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh/index.html?cnb_css=true> [cit. 18. května 2017]

⁸⁴ Dostupné na: <http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/cs/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html> [cit. 18. května 2017]

⁸⁵ Ust. §149m ZKPT

⁸⁶ Ust. §149o ZKPT

⁸⁷ Ust. §149p ZKPT

taxativně subjekty, na které dopadá dohled v ust. §135 ZKPT a jedná se o obecně o dvě základní skupiny. Jednou jsou subjekty, které působí na kapitálovém trhu na základě povolení ČNB nebo osoby s nimi spolupracující a druhou skupinou je v podstatě každý, kdo nepodléhá povolovacímu režimu, ale dopustí se deliktu na kapitálovém trhu.⁸⁸ Kategorii dohledu na konsolidovaném základě se dle ust. §150 ZKPT rozumí: „[s]ledování a regulace rizik u konsolidačních celků, jejichž součástí je obchodník s cennými papíry, který není bankou, za účelem omezení rizik, kterým je tento obchodník s cennými papíry vystaven na základě své účasti v konsolidačním celku“. Obecně lze říci, že se tedy jedná o sledování a vyhodnocování rizik spojených s účastí OCP v podnikatelském seskupení, které podléhá konsolidaci.⁸⁹ V kategorii dohledu nedochází oproti původní úpravě k významným změnám.

Větších změn však doznala hlava III ZKPT, která se věnuje správnímu trestání. Jak uvádí důvodová zpráva k novele ZKPT bylo třeba přistoupit ke změně systematiky uspořádání dané části zákona, kdy jsou delikty nově uspořádány, tak že přestupky fyzických osob jsou předřazeny správním deliktům právnických osob. V dalších oddílech jsou následně upraveny delikty, které směřují k porušení povinností stanovených nařízením EU. Nová právní úprava nadále vychází ze současné horní hranice výše pokut za správní delikty, pokud tak výslovně nestanoví MiFID II. Byť úprava komunitárního práva stanoví výše pokut dosahující částky v řádech desítek milionů, které jsou na poměry subjektů působících v oblasti kapitálového trhu v České republice velmi vysoké, je ČNB požadavky komunitárního práva respektovat. Při stanovení konkrétní pokuty je však ČNB povinna zohlednit požadavky z ustálené judikatury, kdy sankce nesmí být likvidační a ČNB taktéž musí přihlídnout ke společným ustanovením o správních deliktech⁹⁰, která ukládají povinnost přihlídnout k finanční situaci osoby, která se daného správního deliktu či přestupku dopustila.

⁸⁸ *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9, str. 795

⁸⁹ *Tamtéž*, str. 855

⁹⁰ Ust. §180 ZKPT

4 Problematika algoritmického a vysokofrekvenčního obchodování

Aby mohlo dojít k zamýšlenému obchodu, byla již od vzniku prvních burzovních domů fyzická přítomnost účastníků trhu či jejich zprostředkovatelů nezbytností. Revoluci však přinesla oblast telekomunikační techniky a v posledních desetiletích zejména rozvoj informačních technologií, které fázi procesu obchodování zásadním způsobem automatizují prostřednictvím elektronických systémů.⁹¹ Tato technologická revoluce podstatně zapůsobila na charakter finančních trhů při koncipování obchodních systémů, vyřizování obchodů, zpracování informací, ale také v souvislosti propojení jednotlivých národních trhů v globalizovaný finanční trh.⁹² S elektronizací obchodování s cennými papíry se poprvé setkáváme v USA, kdy americká národní asociace obchodníků s cennými papíry (NASD) začala na trhu pomocí počítače tvořit systém pro automatizované kotace (AQ), známý jako NASDAQ. První evropské burzy začaly s počítačovou podporou v roce 1980.⁹³

V dnešní době je díky internetu možné v podstatě kdykoliv a odkudkoliv získávat a vyhodnocovat informace k uskutečnění transakce, která je okamžitě realizována. V podstatě se tak stírají i geografické hranice, v rámci nichž mohou finanční instituce působit.⁹⁴ V tomto ohledu spočívá výhoda jednak ve snižování transakčních nákladů, a to jak v rovině personální při administraci transakcí, tak i v samotné realizaci obchodních toků mezi účastníky finančních trhů.⁹⁵ S elektronizací taktéž dochází i ke značné diverzifikaci produktů, což v konečném důsledku může znamenat další úspory pro klienty OCP. S elektronizací obchodování na finančních trzích může souviset i zvýšení transparentnosti finančních trhů, nicméně je otázkou, zda je tato hypotéza založena na skutečnosti a neděje se na finančních trzích pravý opak, kdy je těžké určit skutečné rozmístění aktiv investorů.⁹⁶

Na základě těchto sofistikovaných moderních technologií dokáží vysokofrekvenční obchodníci uskutečnit obchod ve zcela minimálních časových úsecích. Díky tomuto náskoku, jsou

⁹¹ YANG, Steve, QIAO, Qifeng, BELING, Peter A., SCHERER, William T., KIRILENKO, Andrei A.. Gaussian process-based algorithmic trading strategy identification. *Quantitative Finance* [online]. 2015, 15(10), 1683-1703 [cit. 12. června 2017]. DOI: 10.1080/14697688.2015.1011684. ISSN 14697688.

⁹² REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. [i.e. 3. vyd.]. Praha: Management Press, 2004. ISBN 978-80-7261-279-6, str. 80

⁹³ Dostupné na: <<http://www.nasdaq.com>> [cit. 20. března 2017].

⁹⁴ POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky a finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009. 415 s. ISBN 978-80-7400-152-9. Str. 15.

⁹⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3.vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2011. 689 s. ISBN 978-80-7418128-3. Str. 662.

⁹⁶ BARANES, Andea, TESE, Mani. Institucionální investoři a jejich role na finančních trzích a vliv na země „globálního Jihu“. Přeložil J. STRAKA. *Glopolis.org* [online]. Poslední změna 7.12.2010. [Cit. 20. března 2017]. Dostupné na: <<http://glopolis.org/cs/clanky/institucionalni-investori/>>

tito obchodníci schopni vystupovat ve vysokém počtu transakcí jako alespoň jedna strana kontraktu a tím operovat s vysokou mírou ziskovosti.

Z tohoto hlediska se zvyšuje i pružnost finančních zprostředkovatelů, kteří jsou schopni rychleji reagovat na potřeby trhu. Náklady na transakci lze snížit v případě velkých objednávek, kdy se tato objednávka rozdělí do několika dílčích, které se zobchodují v různých časech a tím se sníží dopad na trh a lze očekávat výhodnější cenu, než v případě zaslání a vypořádání objednávky jako celku. Dalším podstatným aspektem ve využití algoritmičtého obchodování je vliv na tvorbu trhu. V souvislosti algoritmičtým a zejména vysokofrekvenčním obchodováním zásadní veličinou rychlost. Stále zde funguje standardní model tvorby trhu, kdy je zde někdo, kdo je na trhu v trvale přítomen v průběhu obchodního dne sděluje hloubku trhu (cena za jakou je ochotný finanční instrument koupit nebo prodat), nicméně rychlost (v řádu zlomků sekund), jakou je obchodováno znamená nižší krátkodobou volatilitu a vyšší likviditu. Tato strategie však má i stinné stránky, kdy může na trhu docházet k negativním důsledkům, jako jsou nečekané propady na trhu, které se dějí bez jakýchkoliv relevantních informací.⁹⁷

Využití informačních technologií v burzovním obchodování a tím přenesení investičních rozhodnutí z obchodníka na počítač, resp. naprogramovaný počítačový systém, má několik praktických důvodů. Teorie rozeznává tři základní, jednak je to odstranění vlivu psychiky při rozhodování a vyhodnocování dané situace na trhu. Tento aspekt lze z podstaty věci u počítače bezesbytku vyloučit. Dalším zásadním faktorem je možnost analýzy obrovského množství dat, z velkého množství zdrojů. Třetí výhodou ve využití informačních technologií je rychlost reakce a využití obchodní šance dříve než ostatní obchodníci dokáží zareagovat.

Je třeba si však uvědomit, že algoritmičtá a vysokofrekvenční obchodování na finanční trh nepřináší pouze pozitiva, ale je zde i mnoho negativních stránek a taktéž mnoho aspektů, o kterých dosud nevím, jaké mohou mít v budoucnu dopady. Například dne 6. května 2010 americké finanční trh dosud nevídaný kolaps, který trval pouhých 36 minut a v tomto čase Dow Jonesův index ztratil téměř desetinu své hodnoty s tím, že se následně vrátil na své původní pozice, jakoby se nic nestalo. Tento efekt se začal nazývat „*flash crash*“. S touto situací byli spojováni vysokofrekvenční, kteří způsobili tento náhlý propad na trhu prostřednictvím svých algoritmičtých obchodních strategií řízených počítačem.⁹⁸

⁹⁷ Dostupné na: <<https://www.investujeme.cz/clanky/zaklady-investovani-tvurce-trhu-bid-ask-a-spread/>> [cit. 18. května 2017]

⁹⁸ CRUMP, Lindsey C. Regulating to achieve stability in the domain of high-frequency trading. *Michigan Telecommunications* [online]. 2015, 22(1), 161-189 [cit. 17. června 2017]. ISSN 15288625, str. 42

4.1 Právní úprava ve směrnici MiFID II

Algoritmické, a na něj navazující tzv. vysokofrekvenční obchodování, prochází dynamickým vývojem a snaha evropského zákonodárce o regulaci v této oblasti se odrazila v nové směrnici MiFID II. Za algoritmické můžeme dle této směrnice považovat takové obchodování, „*při němž jsou prodejní a nákupní pokyny zadávány elektronicky, samostatně a bez nutnosti další verifikace ze strany člověka, a to za využití počítačových programů, které mohou zpracovávat velmi širokou škálu informací a dat.*“⁹⁹ MiFID II definuje algoritmické obchodování v článku 4 odst. 39¹⁰⁰. Jako určitou podmnožinu algoritmického obchodování tzv. vysokofrekvenční obchodování vymezuje MiFID II v článku 4 odstavci 40¹⁰¹ Principiálně se stále jedná o algoritmické obchodování, ale v tomto případě se vysokorychlostní obchodníci snaží maximalizovat rychlost připojení k systémům organizovaných trhů a přístupu k relevantním obchodním datům, rychlosti zpracování a následného provedení obchodní transakce na trhu.

Úprava algoritmického a vysokorychlostního obchodování je novinkou, která reaguje na rozmach v této oblasti. Dynamický vývoj informačních technologií a nedostatečná právní úprava vedla evropské zákonodárce k začlenění úpravy těchto metod v komunitárním právu. Úpravu tohoto typu obchodování je ve směrnici odůvodněna právě rychlým rozvojem a hojným využíváním účastníky trhu.¹⁰²

Podstata spočívá ve zřízení nejmodernější síťové infrastruktury a superrychlých serverů, které jsou fyzicky umístěny co nejbližší burzám, aby pokyn do burzy dorazil v co nejkratším časovém úseku. Hovoříme zde o milisekundách, které rozhodují o tom, kdo bude první. MiFID II si klade za cíl vytvořit spravedlivější podmínky, tím, že obchodní systémy budou umístěny nediskriminačním, spravedlivým a transparentním způsobem.¹⁰³ Jedná se tedy o takové prvky, kdy

⁹⁹ Luboš Mazanec: „Neregulované trhy“ dle směrnice MiFID II a nařízení MiFIR, [Obchodněprávní revue 9/2015, s. 260]

¹⁰⁰ „*algoritmickým obchodováním*“ obchodování s finančními nástroji, kdy počítačový algoritmus automaticky určuje jednotlivé charakteristiky pokynů, jako například zda dát pokyn, načasování, cenu nebo množství pokynů nebo jak nakládat s pokynem po jeho podání s omezeným lidským zásahem nebo bez něj; to nezahrnuje systém, který se používá pouze ke směřování pokynů do jednoho nebo více obchodních systémů, zpracování pokynů bez stanovení jakýchkoli parametrů obchodování, potvrzení pokynů či poobchodní zpracování provedených obchodů;

¹⁰¹ „*způsobem algoritmického obchodování s vysokou frekvencí*“ způsob algoritmického obchodování, který se vyznačuje:

a) *infrastrukturou sloužící k minimalizaci síťových a jiných typů latencí, jež zahrnuje přinejmenším jedno z následujících zařízení pro algoritmické zadání pokynů: společné umístění, blízký hosting nebo vysokorychlostní přímý elektronický přístup*; CS L 173/384 Úřední věstník Evropské unie 12.6.2014

b) *systémovým určením zahájení, vytvoření, směřování nebo provedení pokynů bez lidského zásahu pro jednotlivý obchod nebo pokyn a*

c) *vysokým počtem zpráv během dne, jež zahrnují pokyny, kotace nebo zrušení;*

¹⁰² BUSCH, Danny. MiFID II: Regulating High Frequency Trading, Other Forms of Algorithmic Trading and Direct Electronic Market Access null [article]. *Law and Financial Markets Review* [online]. 2016, 10(2), 72 [cit. 12. června 2017]. ISSN 17521440.

¹⁰³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

dochází k vytvoření a provedení pokynu bez lidského zásahu pro každý jednotlivý obchod. Dále se vyznačuje vysokým počtem zpráv během dne směřujícím ke kotaci či jejího zrušení.¹⁰⁴

MiFID II podrobně vymezuje podmínky využívání algoritmického obchodování v čl. 17¹⁰⁵, kdy klade na obchodníky přísné podmínky pro jimi využívané systémy. Ty musí dostatečně odolné, mít vhodnou kapacitu a podléhat příslušným obchodním omezením. Dále musí být vytvořeno takové prostředí, které je schopno efektivně eliminovat zasílání chybných příkazů, které by byly způsobilé k narušení trhu¹⁰⁶. Vnitřní systém kontroly investiční firmy musí taktéž zajistit, aby systém nebyl využíván pro jakýkoliv účel, který je v rozporu s pravidly proti zneužíváním trhu. Dále musí být zajištěna kontinuita provozu při selhání daného systému a z tohoto důvodu je vyžadováno, aby investiční podniky řádně monitorovaly a testovaly využívané systémy.¹⁰⁷

Investiční podnik má oznamovací povinnost vůči příslušnému orgánu domovského členského státu (čl. 17 odst. 2 MiFID II). Příslušným orgánem je v ČR již zmíněná Česká národní banka. Vedení záznamů a poskytování informací ČNB vychází z prováděcího nařízení Komise EU, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU.¹⁰⁸ V případě obchodníka, který používá algoritmické obchodování s vysokou frekvencí, směrnice nařizuje uchovávání věrné a časově posloupné záznamy všech zadaných pokynů, včetně zrušených.

Samostatnou kategorií je obchodník, který využívá algoritmické obchodování za účelem tvorby trhu. Směrnice na takového obchodníka klade vyšší nároky při výkonu jeho činnosti. Dle čl. 17 odst. 3 MiFID II povinen: „*a) vykonávat tuto činnost tvorby trhu nepřetržitě během stanovené části doby obchodování obchodního systému, s výjimkou mimořádných okolností, a danému obchodnímu systému tak pravidelně a předvídatelným způsobem poskytovat likviditu; b) uzavřít závaznou písemnou dohodu s obchodním systémem, v níž jsou uvedeny alespoň povinnosti investičního podniku v souladu s písmenem a), a c) mít zavedeny účinné systémy a kontroly, které zajistí, aby trvale plnil své povinnosti vyplývající z dohody uvedené v písmenu b).*“

¹⁰⁴ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

¹⁰⁵ „Investiční podnik, který se zabývá algoritmickým obchodováním, musí mít účinné systémy a kontroly rizika, jež jsou přiměřené činnosti, kterou provozuje, a umožňují mu tak zajistit, že jeho obchodní systémy jsou odolné, mají dostatečnou kapacitu, podléhají vhodným prahovým hodnotám a limitům obchodování a brání zasílání chybného pokynu nebo fungování systému způsobem, který může způsobit narušení trhu nebo k němu přispět. Tento podnik musí mít rovněž účinné systémy a kontroly rizik, jimiž zajistí, aby obchodní systémy nemohly být využity pro žádný účel, který je v rozporu s nařízením (EU) č. 596/2014 nebo pravidly obchodního systému, s nímž je podnik propojen. Investiční podnik musí mít účinné mechanismy kontinuity činnosti pro případ, že dojde ke selhání jeho obchodních systémů, a zajistit, aby jeho systémy byly plně přezkoušeny a řádně sledovány, tak aby bylo zajištěno, že splňují požadavky stanovené v tomto odstavci.“

¹⁰⁶ Reaguje na případ, který se stal 6. května 2010 na wallstreetské burze, známý jako „flash crash“. Více o tomto jevu, např. zde: <Kirilenko, Andrei; Kyle, Albert S.; Samadi, Mehrdad; Tuzun, Tugkan (May 5, 2014), *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market*, retrieved 24 April 2015>

¹⁰⁷ BUSCH, Danny. MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access. *Law* [online]. DOI: 10.1080/17521440.2016.1200333. [cit. 12. června 2017]. ISSN 17521440, str. 76

¹⁰⁸ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, str. 53

K vysokorychlostnímu obchodování najdeme v odůvodnění k MiFID II v odstavci 61 toto: „Je zvláštní formou algoritmického obchodování je algoritmické obchodování s vysokou frekvencí, při němž obchodní systém vysokou rychlostí analyzuje data nebo signály trhu a v reakci na tuto analýzu poté ve velmi krátké době zašle nebo aktualizuje velký počet pokynů.“¹⁰⁹ Článek 4 odst. 40 MiFID II konkrétně definuje algoritmické obchodování s vysokou frekvencí takto „*způsobem algoritmického obchodování s vysokou frekvencí způsob algoritmického obchodování, který se vyznačuje: a) infrastrukturou sloužící k minimalizaci síťových a jiných typů latencí, jež zahrnuje přinejmenším jedno z následujících zařízení pro algoritmické zadání pokynů: společné umístění, blízký hosting nebo vysokorychlostní přímý elektronický přístup; CS L 173/384 Úřední věstník Evropské unie 12.6.2014 b) systémovým určením zabíjení, vytvoření, směřování nebo provedení pokynu bez lidského zásahu pro jednotlivý obchod nebo pokyn a c) vysokým počtem zpráv během dne, jež zahrnují pokyny, kotace nebo zrušení;*

4.2 Plánovaná úprava v českém právu

Do českého práva proniká úprava algoritmického a vysokorychlostního obchodování v rámci úpravy ZPKT v části druhé v hlavě II dílu 3¹¹⁰. Navrhovaná změna v ust. §2 v odst. 1 písm.

a) ZPKT zní: „...*algoritmickým obchodováním obchodování s investiční nástrojem, kdy počítačový algoritmus automaticky, s omezeným lidským zásahem nebo bez něj, určuje jednotlivé parametry pokynů, například zadání, načasování, cenu nebo objem pokynu nebo způsob nakládání s pokynem po jeho podání; algoritmickým obchodováním však není systém, který se používá pouze ke směřování pokynů do jednoho nebo více obchodních systémů, ke zpracování pokynů bez stanovení jakýchkoli parametrů obchodování, k potvrzení pokynů nebo k poobchodnímu zpracování provedených obchodů...*“. V §2 odst. 1 písm b) ZPKT: „*algoritmickým obchodováním s vysokou frekvencí algoritmické obchodování, při kterém se*

- 1. automaticky bez lidského zásahu zabíjí proces vytvoření pokynu, jeho směřování nebo provedení, a to pro jednotlivé obchody nebo pokyny,*
- 2. během obchodního dne zadává nebo ruší vysoký počet pokynů nebo kotací a*
- 3. využívá infrastruktura sloužící k minimalizaci síťových a jiných typů prodlev, která zahrnuje alespoň umístění spolu s dalšími obdobnými zařízeními v bezprostřední blízkosti obchodního systému, umístění v blízkosti obchodního systému, nebo vysokorychlostní přímý elektronický přístup,“.*

Daná ustanovení transpozičně navazují na článek 17 MiFID II. Ust. §17c ZPKT stanoví konkrétní požadavky na řídicí a kontrolní systémy OCP využívajícího algoritmického obchodování.¹¹¹ V USt. §17d ZPKT je upravená informační povinnost vůči dohledovému orgánu,

¹⁰⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

¹¹⁰ §§ 17c, 17e, 17f, 17g ZPKT

¹¹¹ Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, str. 105

tedy ČNB, a další povinnosti související s vedením záznamů o strategiích, parametrech, kontrolních postupech a dalších informací týkajících se algoritmického obchodování a využívaných systémů. Následující ust. §17e ZPKT upravuje specifiky pro vysokofrekvenční obchodování. Jedná se zejména o pravidla týkající se obsahu a formy záznamů, které vycházejí z prováděcího nařízení Komise (EU). Ust. §17f ZPKT upravuje situaci, kdy je OCP provádějící algoritmické obchodování tvůrcem trhu¹¹² Ust. 17g a 17h ZPKT stanoví požadavky na OCP jako poskytovatele přímého elektronického přístupu k obchodnímu systému (*direct electronic access*). Kladeny jsou zejména požadavky na účinné systémy kontroly. Ustanovení reflektují požadavky stanovené v nařízení MAR, které směřuje k zamezování manipulace s trhy. Ust. § 17i ZPKT se vztahuje clearingovým službám.¹¹³

¹¹² Důvodová zpráva k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, str. 53

¹¹³ Ve směrnici MiFID II definici clearingů nenalezneme. Lze se však inspirovat definicí nacházející se v čl. 2 odst. 1 bodu 3 EMIR, kde se clearingem rozumí „proces určování pozic, včetně výpočtu čistých závazků, a zajišťování toho aby ke zajištění expozic vyplývajících z těchto pozic byly k dispozici nástroje, peněžní prostředky nebo obojí“.

Závěr

V této práci jsem si kladl za cíl popsat a zhodnotit budoucí právní úpravu obchodování na kapitálovém trhu v České republice v kontextu směrnice MiFID II a navazujících předpisů evropského práva. Finanční trh v současnosti prochází dynamickým vývojem a právní úprava, ať na evropské nebo národní úrovni, značně zaostává a je třeba se trendům v této oblasti přizpůsobit a vložit je do relevantního právního rámce. Velké množství změn, které se dějí na poli finančních trhů, je spjato s rychlým nástupem informačních technologií v této oblasti, kdy dochází k postupnému vylučování lidského faktoru při rozhodování o obchodování na finančních trzích a dále také čím dál tím většího propojování finančního světa z pohledu teritoriálního, kdy jsou trhy díky internetu globální a obchodování na finančních trzích už lze jen stěží dělit dle teritoriálních hledisek.

Svoji práci systematicky rozdělují do čtyř stěžejních kapitol, kde se postupně zabývám obecnou problematikou v souvislosti s pojmem „kapitálový trh“, dále přiblížením problematiky evropského kapitálového trhu. Čtvrtá kapitola se již zabývá směrnicí MiFID II a její transpozicí do české právní úpravy a v poslední kapitole se blíže věnuji algoritmickému a vysokofrekvenčnímu obchodování. První dvě kapitoly považuji za určitý teoretický exkurz a náhled na danou problematiku, kdy se postupně věnuji základním pojmům v této oblasti a právní úpravou v České republice. V následující kapitole čtenáři přibližují vývoj evropské integrace na poli kapitálových trhů. Z důvodu rozsahu diplomové práce, jsem se zaměřil pouze na vysvětlení problematiky vnitřního trhu EU a vývojem harmonizace úpravy kapitálových trhů se zabývám od poloviny devadesátých let dvacátého století, a to s přijetím tzv. Bílé knihy o dokončení vnitřního trhu. Stěžejním tématem této kapitoly je tzv. Lamfalussyho koncept, který je základním stavebním kamenem moderní úpravy kapitálových trhů v Evropě s cílem dosáhnout co nejvyšší míry harmonizace právních úprav členských států Evropské unie. Směrnicí MiFID II se věnuji v posledních dvou kapitolách, kdy se zaměřuji na stěžejní změny oproti stávající úpravě. Kapitola je rozdělena systematicky na podkapitoly o subjektech poskytujících investiční služby, dále kategorizací zákazníků (investorů), investičními nástroji a službami, ochranou kapitálového trhu a investorů, dohledem a správním trestáním. V poslední kapitole se zabývá pravděpodobně nejdiskutovanější problematikou a tou je algoritmické a vysokofrekvenční obchodování.

I evropské finanční trh procházejí vývojem a je třeba přizpůsobit relevantní legislativu z důvodu vyšší konkurenceschopnosti, transparentnosti a ochrany investorů. Snahy o jasné definování postoje a strategií Evropské unie v této oblasti v rámci jednotného vnitřního trhu EU přichází v roce 1993 s přijetím směrnice Rady č. 93/22/EHS o investičních službách v oblasti

cenných papírů. Byť tato směrnice přinesla průlomové principy, které do té doby na evropské úrovni chyběly, a taktéž vytyčila dlouhodobé cíle, bohužel vykazovala i řadu nedostatků a z pohledu rychle se rozvíjející ekonomiky brzy nebyla schopna reagovat na potřeby trhu. V následujících letech přichází další ambiciózní projekt (1998), tzv. akční plán finančních služeb, jenž si dal za cíl prohloubit evropskou integraci trhu s finančními službami. V návaznosti na tyto snahy v roce 2000 vzniká tzv. výbor moudrých v čele s Alexandrem Lamfalussyem, který o rok později přichází s prvním výstupem, a to doporučení k vytvoření dvou institucí (Evropský výbor pro cenné papíry a Výbor evropských regulátorů cenných papírů) a také zásadní změnu v přijímání evropské legislativy, kterou rozděluje do čtyř úrovní. Jedná se o proces od přijetí rámcové úpravy včetně tvorby prováděcích předpisů, dále se zaměřuje na efektivní implementaci do právních řádů členských států a v neposlední řadě klade důraz na kontrolní činnost (jak na evropské, tak na národní úrovni).

V souvislosti s Lamfalussyho procesem vzniká první zásadní rámcový předpis komunitárního práva, a to směrnice MiFID I, která nahradila již zastaralou směrnici o investičních službách. Směrnice MiFID I se vyznačovala zejména svým rozsahem, kdy upravovala téměř všechny oblasti kapitálových trhů. Základním smyslem této směrnice bylo další prohloubení integrace a posílení konkurenceschopnosti. Směrnice ponechává režim „evropského pasu“ a nově zavádí princip „maximální harmonizace“, kdy členské státy nesmějí ukládat přísnější opatření, než která stanoví tato směrnice (s výjimkou ustanovení, které to výslovně připouští). Dalším významným posunem byla problematika ochrany investorů. Směrnice zavedla kategorizaci klientů (běžný klient, profesionální klient, způsobilá protistrana) a dále byly stanoveny základní zásady přístupu obchodníků k investorům. Do českého práva byla směrnice MiFID I implementována (se zpožděním) na začátku roku 2008 v rámci novely ZPKT.

Pro tuto práci jsou však důležité změny, které přináší nová směrnice MiFID II, která koncepčně navazuje na MiFID I. Cílem této směrnice bylo zejména sjednotit roztržštěnou právní úpravu a přispět k harmonizaci právních řádů. Směrnice MiFID II pokračuje ve stejném duchu s tím rozdílem, že přináší několik nových institutů, které se vyskytly v souvislosti s vývojem (do jisté míry negativním) na světových trzích. Jedná se zejména o tyto předpisy: Směrnice MiFID II a nařízení MiFIR (o trzích finančních nástrojů), nařízení MAR (o zneužívání trhu) a směrnici CSMAD (o trestních sankcích za zneužívání trhu). Tento „balíček“ evropských právních předpisů reaguje zejména na finanční krizi v roce 2008 a reviduje dosavadní právní rámec. Přichází řada nových institutů, jako je úprava nové obchodní platformy s názvem organizovaný obchodní systém (OTF), zpřesnění definic regulovaného trhu a mnohostranného obchodního systému (MTF), mezi investiční nástroje jsou zařazeny emisní povolenky, velká pozornost je věnována regulaci

algoritmického a vysokofrekvenčního obchodování a taktéž mění přístup k investičním zprostředkovatelům a související ochranu investorů. Zde přichází změny v pravidlech jednání se zákazníky a informační povinnost. Dále dochází k dalšímu posilování pravomocí dohledovému orgánu ESMA.

V mojí práci věnuji směrnici MiFID II a její implementaci největší pozornost. První podkapitola se věnuje subjektům poskytující investiční služby na kapitálových trzích. MiFID II pracuje s třemi skupinami subjektů. Tím základním je investiční podnik, na který jsou právní úpravou kladeny nejpřísnější podmínky, jak po stránce organizační a technické, tak i odborné. Dalším subjektem je investiční zprostředkovatel, který je oprávněn poskytovat služby pouze v omezeném rozsahu, kdy jeho činnost spočívá pouze v přijímání a následném předávání pokynů k nákupu investičních nástrojů. Poslední skupinou je institut vázaného zástupce, který je odvozen od činnosti investičního podniku či investičního zprostředkovatele. V tomto případě se jedná o závazkový právní vztah mezi zastoupeným na jedné straně a zástupcem na straně druhé, který na základě smlouvy jedná jménem zastoupeného v ujednaném rozsahu. Oprávnění vázaného zástupce vychází z rozsahu oprávnění zastoupeného. Obecně lze jeho činnost omezit na poskytování rad ohledně investičních služeb a investičních nástrojů či je propagovat, aniž by poskytoval investiční poradenství.

Další podkapitola je věnována třem kategoriím zákazníků (investorů). Směrnice MiFID II rozeznává dvě základní kategorie zákazníků, kterými jsou profesionální a neprofesionální zákazník. Kategorie profesionálních zákazníků obsahuje jednu podmnožinu, a to tzv. způsobilou protistranu, kterou dále dělíme na: obecnou způsobilou protistranu, způsobilou protistranu s předchozím souhlasem a způsobilou protistranu na žádost. Stěžejní kategorií je tzv. profesionální zákazník, od jehož postavení se odvíjí ostatní typy zákazníků. Za profesionálního zákazníka jsou bez dalšího považovány subjekty, které jsou explicitně vyjmenovány v ZKPT, a dále takoví zákazníci, které můžeme za profesionální považovat vzhledem k jejich odborným znalostem, personálnímu a kapitálovému vybavení nebo také typu činnosti, kterou zpravidla vykonávají jako podnikání. Neprofesionální zákazník, který v ZKPT není samostatně definován, vychází z úpravy profesionálního zákazníka na žádost. Obecně lze konstatovat, že je to takový zákazník, který není ani profesionálním zákazníkem ani způsobilou protistranou. Způsobilá protistrana je podkategorií profesionálních zákazníků, které je, ze strany společnosti poskytující investiční služby poskytována nejnižší míra ochrany. Společnost tak není povinna plnit povinnosti vycházející z §§ 15 až 15z ZPKT, jako například informování zákazníka, provádění pokynů za nejlepších podmínek, komunikace se zákazníkem apod.

V následující podkapitole pojednávám o ochraně kapitálového trhu a investorů. V oblasti ochrany kapitálového trhu lze rozlišovat tři základní kategorie ochrany, které spočívají jednak v dodržování pravidla „obezřetného obchodování“, dále dodržování základních předpokladů pro činnost a organizace vnitřního provozu při poskytování služeb na kapitálovém trhu a v neposlední řadě je to požadavek na transparentnost a integritu trh, kde je základním smyslem je vyšší míra transparentnosti a informovanosti, předcházení zneužívání trhu a dalším pozitivním opatřením, které vedou k vyšší důvěryhodnosti kapitálového trhu. Třetím typem ochrany je oblast zpřístupňování informací o investičních cenných papírech a jejich struktuře. V souvislosti s ochranou investorů existují nástroje různých podob a ochrana je poskytována rozličným způsobem. K ochraně dochází buď přímo, či nepřímo. První z možností se týká informovanosti investora, tedy jakým způsobem, v jakém rozsahu a kvalitě poskytuje adekvátní informace o daných službách nebo investičních nástrojích tak, aby byl investor schopen učinit informované rozhodnutí v souvislosti se svým odchodem. Druhá kategorie se týká ochrany investora nepřímo, tedy jde o ochranu zprostředkovanou, kdy jsou využívány nástroje pro dosahování stabilního fungování finančních institucí a tím dosahování určité elementární důvěry investorů ve stabilitu daného trhu. V této oblasti jsou nejdůležitějším nástrojem kompenzační a záruční systémy v případě úpadku či jiných finančních problémů OCP. V této souvislosti je třeba zmínit i dostatečné finanční vzdělávání investorů.

Navazující podkapitolou je dohled nad kapitálovým trhem a správní trestání. Zde se zabývám zejména rolí ústředního orgánu v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem, kterým je ČNB, a jejími pravomocemi a působností v této oblasti. V poslední kapitole se věnuji problematice algoritmického a vysokofrekvenčního obchodování. Jedná se o zcela novou oblast, kterou česká ani evropská právní úprava dosud neznala a přichází až nyní se směrnicí MiFID II. V této práci hledím na algoritmické obchodování jako na obecný institut, z něhož vychází jako podkategorie vysokofrekvenční obchodování. Z toho důvodu problematiku nerozděluji do jednotlivých kapitol, ale řeším ji společně s tím, že v textu oba instituty rozlišuji a systematicky tak poukazuji na odlišnosti v právní úpravě a praktických přístupech k daným institutům. Kapitulu zabývající se algoritmickým a vysokofrekvenčním obchodování nicméně dělím do dvou podkapitol. První se věnuje směrnici MiFID II, tedy úpravě na evropské úrovni a jejím důsledkům. Druhá podkapitola se zaměřuje na implementaci daných norem evropského práva do ZKPT.

Seznam použité literatury a zdrojů

MONOGRAFIE

ČIŽINSKÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1922-1.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-453-3

KRÁL, Richard. *Směrnice EU z pohledu jejich transpozice a vnitrostátních účinků*. V Praze: C.H. Beck, 2014. Právní instituty. ISBN 978-80-7400-282-3.

LANDOROVÁ, Anděla. *Cenné papíry a finanční trhy*. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2005. ISBN 80-7083-920-1.

LIŠKA, Václav, GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-63-0

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky a finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009. 415 s. ISBN 978-80-7400-152-9

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3.vyd. Ostrava: KEY Publishing, 2011. 689 s. ISBN 978-80-7418128-3

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. [i.e. 3. vyd.]. Praha: Management Press, 2004. ISBN 978-80-7261-279-6

STEHLÍK, Václav, HAMULÁK, Ondrej, PETR, Michal. *Praktikum práva Evropské unie*. Praha: Leges, 2016. Student. ISBN 978-80-7502-159-5

SVOBODA, Pavel. *Úvod do evropského práva*. 5. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckovy mezioborové učebnice. ISBN 978-80-7400-488-9

PŘÍSPĚVKY VE SBORNÍKU

HAMPL, Mojmir, LOUŽEK, Marek. *Nová regulace finančních trhů: záchrana, nebo zkáza? : sborník textů*. Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009. Ekonomika, právo, politika. ISBN 978-80-86547-85-5

ODBORNÉ ČASOPISY

DOLEŽALOVÁ, Daniela: K návrhu nařízení a novely směrnice o trzích finančních nástrojů, [Obchodněprávní revue 9/2012, s. 256].

HARTL, Jan., PIHERA, Vlastimil. Nová právní úprava kapitálového trhu, *Právní rozhledy*, 2004, č. 12

MAZANEC, Luboš: „Neregulované trhy“ dle směrnice MiFID II a nařízení MiFIR, [Obchodněprávní revue 9/2015, s. 260].

ELEKTRONICKÉ ZDROJE

BUSCH, Danny. MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access. *Law* [online]. 2016, 10(2), 72-82 [cit. 2017-06-09]. DOI: 10.1080/17521440.2016.1200333. ISSN 17521440.

CRUMP, Lindsey C. Regulating to achieve stability in the domain of high-frequency trading. *Michigan Telecommunications* [online]. 2015, 22(1), 161-189 [cit. 2017-06-17]. ISSN 15288625.

ŠINDELÁŘ, Jiří. Směrnice MiFID II přichází. Co přinese distribuci investičních produktů? *Bankovníctví* [online]. 2015, (7), 24 [cit. 2017-06-11]. ISSN 12124273.

YANG, Steve Y., QIAO, Qifeng, BELING Peter A., SCHERER William T., KIRILENKO Andrei A.. Gaussian process-based algorithmic trading strategy identification. *Quantitative Finance* [online]. 2015, 15(10), 1683-1703 [cit. 2017-06-12]. DOI: 10.1080/14697688.2015.1011684. ISSN 14697688.

PRÁVNÍ PŘEDPISY

směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. 4. 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. 5. 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. 4. 2014 o zneužívání trhu a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Evropské komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

Vyhláška č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

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

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

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání a kapitálovém trhu

KOMENTÁŘ

HUSTÁK, Zdeněk a kol., *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice komentované zákony. ISBN 978-80-7400-433-9

DALŠÍ ZDROJE

<http://www.cnb.cz/cs/index.html>

<https://www.epravo.cz/top/clanky/nove-narizeni-o-zneužívání-trhu-zaplava-povinnosti-v-parnem-lete-101826.html>

<http://www.eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=OJ:L:2014:173:TOC>

<https://www.investujeme.cz/clanky/zaklady-investování-tvůrce-trhu-bid-ask-a-spread/>

<http://www.nasdaq.com>

Platné znění zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a měněných ustanovení dalších zákonů s vyznačením navrhovaných změn a doplnění

JUDIKATURA

Rozsudek ze dne 31. ledna 1984 Carbone v Ministero del Tesoro, ve spojených věcech 286/82 a 26/83, SbSD 1984, 377

Shrnutí

V oblasti finančnictví se v posledních více než dvaceti letech odehrává bouřlivý vývoj, který je spojen zejména s dvěma fenomény, které od základu mění chápání a přístup k obchodování na finančních trzích. Jednak je to dynamický vývoj v oblasti telekomunikačních a informačních technologií, které mimo jiné nahrazují fyzickou přítomnost obchodníků při uskutečňování jednotlivých obchodů, ale dochází tak i ke vzniku nových investičních nástrojů a obchodních strategií. Druhým faktorem ovlivňujícím finančnictví ve svém základu je globalizace, která úzce souvisí již se zmíněným vývojem informačních technologií a internetu, kdy se postupně mažou hranice mezi jednotlivými trhy, možnostmi a způsoby obchodování.

V mojí diplomové práci se věnuji pouze jednomu sektoru finančního trhu, a to konkrétně trhu kapitálovému. V této oblasti dochází k výrazným změnám na evropské úrovni s výraznými dopady na regulaci českého kapitálového trhu. Středobodem mého zájmu je „balíček“ evropských právních předpisů, jejichž základem je rámcová směrnice MiFID II. V rámci harmonizace právních úprav členských států EU je Česká republika povinna implementovat danou směrnici, a na ni navazující právní předpisy, do českého právního řádu. Promítne se v mnoha zákonných, ale i podzákonných předpisech, nicméně největších změn dozná zákon o obchodování na kapitálovém trhu, který projde rozsáhlou novelou. V době odevzdání této diplomové práce prošla legislativním procesem a byla podepsána prezidentem republiky. Účinnost zákona je stanovena na 3. ledna 2018.

Diplomová práce je systematicky rozdělena do čtyř kapitol. V první z nich se věnuji teoretickému základu problematiky kapitálového trhu a jeho současnou úpravou v České republice. V další kapitole nazvané „Evropský kapitálový trh“ se zabývám vývojem evropské úpravy kapitálového trhu, která vyvrcholila tzv. Lamfalussyho procesem, který je základním stavebním kamenem pro současnou evropskou úpravu kapitálového trhu. Tento koncept přinesl řadu zásadních změn v organizaci přijímání evropské legislativy v oblasti kapitálového trhu a taktéž přinesl stěžejní směrnici MiFID I, kterou se v této kapitole zevrubněji zabývám z toho důvodu, že je základem pro směrnici MiFID II, která je její novelou a principiálně z ní stále vychází. Následující kapitolu již pojednává o zmíněné směrnici MiFID II včetně její transpozice do české právní úpravy. Vzhledem k rozsahu této práce jsem mohl vybrat pouze dílčí okruhy, které doznaly největších změn. První podkapitolu tvoří problematika subjektů poskytujících investiční služby, kde se blíže věnuji obchodníkům s cennými papíry, investičním zprostředkovatelům a vázaným zástupcům. Následující podkapitola je věnována zákazníkům, kteří jsou kategorizováni na profesionálního a neprofesionálního zákazníka, profesionálního zákazníka na žádost a způsobilou

protistranu. V této kapitole se dále věnuji investičním nástrojům a službám, ochraně kapitálového trhu a investorů a dohledu a správnímu trestání v oblasti kapitálového trhu.

Poslední kapitolou je problematika algoritmického a vysokofrekvenčního obchodování, které není úplnou novinkou na finančních trzích, ale jeho dostatečný legislativní rámec (minimálně v Evropě) dosud chybí, což může vyvolat řadu negativních důsledků. Na tuto situaci se snaží reagovat i směrnice MiFID II, ve které je nově upravena tato problematika a přináší pravidla do způsobu obchodování na základě počítačových algoritmů, kdy klade zvýšené nároky na obchodníky využívající čistě algoritmické či vysokofrekvenční obchodování, které se vyznačuje zejména rychlostí, za kterou je obchodník schopen učinit daný obchod aniž by na to zbytek trhu mohl jakkoliv reagovat.

Výstupem této práce je tedy hlubší analýza implementace rámcové směrnice MiFID II do českého práva a její dopady. Musím konstatovat, že daná problematika je natolik rozsáhlá, že z důvodu dodržení maximální délky této práce, bylo nutno se některým oblastem věnovat v menším rozsahu a dát přednost institutům, které autor považoval za důležitější a pro účely této práce je rozsahově i obsahově favorizoval.

Summary

In the past twenty years, in the field of finance, there has been a turbulent development, which is mainly connected with two phenomena that change the understanding and access to trading on the financial markets. On the one hand, it is a dynamic development in the field of telecommunication and information technology, which, among other things, replaces the physical presence of traders in individual transactions, but new investment tools and business strategies are emerging. The second factor affecting finance in its base is globalization, which is closely related to the aforementioned developments in information technology and the Internet, where the boundaries between markets, opportunities and ways of trading are gradually eroding.

In my thesis I deal only with one sector of the financial market, namely the capital market. There are significant changes at European level in this area with significant impacts on the regulation of the Czech capital market. The focus of my interest is the "package" of European legislation based on the MiFID II Framework Directive. Within the framework of the harmonization of the legal regulations of the EU Member States, the Czech Republic is obliged to implement the directive and the related legislation into the Czech legal order. It will be reflected in many statutory and sub-statutory regulations, but the major changes will be passed by the Capital Market Trading Act, which will undergo a major change. At the time of submitting this diploma thesis, it passed the legislative process and was signed by the President of the Republic. The law is effective on January 3, 2018.

The thesis is systematically divided into four chapters. In the first one I deal with the theoretical basis of the capital market issue and its current adaptation in the Czech Republic. In the next chapter titled "The European capital market" I deal with the development of the European capital market regulation, which culminated in the development. Lamfalussy process, which is the cornerstone of the current European capital market adjustment. This concept brought about a number of fundamental changes in the organization of the adoption of European legislation on the capital market and also brought the MiFID I flagship directive, which is dealt with in this chapter in more detail because it is the basis for MiFID II, which is its amendment and, in principle, is still coming out. The following chapter deals with the MiFID II Directive, including its transposition into Czech legislation. Due to the extent of this work, I could only select the sub-circuits that made the biggest changes. The first subchapter is the issue of the entities providing investment services, where I deal more closely with securities dealers, investment intermediaries and tied agents. The following subchapter is dedicated to customers who are categorized as professional and nonprofessional customers, a professional customer on request, and an eligible

counterparty. This chapter also deals with investment tools and services, capital market and investor protection, and supervision and administrative penalties in the capital market area.

The last chapter is the issue of algorithmic and high frequency trading, which is not a complete novelty in the financial markets, but its sufficient legislative framework (at least in Europe) is still lacking, which can have a number of negative consequences. The MiFID II directive also seeks to respond to this situation, which introduces new rules on how to trade based on computer algorithms, where it puts increased demands on traders using purely algorithmic or high frequency trading, which is particularly marked by the speed at which The trader is able to make the deal without the rest of the market being able to respond in any way.

Anotace

Předmětem této diplomové práce je právní úprava obsažena ve směrnici EU MiFID II a její dopady na regulaci českého kapitálového trhu. Směrnice MiFID II nahrazuje směrnici MiFID I, která obsahuje zejména úpravu podmínek obchodování na kapitálovém trhu, definuje finanční nástroje a služby, vymezuje kategorizaci zákazníků apod. Tato směrnice z roku 2004 měla, stručně řečeno, za cíl přinést komplexní úpravu této oblasti, nicméně dynamický vývoj podnikání na kapitálovém trhu v posledním desetiletí ukazuje, že nastavená pravidla již nestačí tuto oblast dostatečně regulovat a je zapotřebí zásadních "aktualizací" této úpravy, proto byla v roce 2014 přijata směrnice MiFID II, včetně přímo aplikovatelného nařízení MiFIR, jehož cílem je dané mezery v regulaci tohoto odvětví vyplnit. Tato diplomová práce jasně a srozumitelně představuje danou problematiku, kriticky rozebírá jednotlivá témata a čtenáři poskytuje ucelený pohled na změny, které se implementací směrnice MiFID II odrazí na českém kapitálovém trhu.

Anotation

The subject of this thesis is the legal regulation contained in the EU MiFID II Directive and its impacts on the regulation of the Czech capital market. MiFID II replaces the MiFID I Directive, which includes in particular the regulation of trading conditions on the capital market, defines financial instruments and services, defines customer categorization, etc. This 2004 directive has, in short, intended to bring about a comprehensive adjustment of this area, Capital market business over the last decade shows that the set rules are no longer sufficient to regulate this area, and that there is a need for major "updates" of the regulation, MiFID II, including the directly applicable MiFIR Regulation, Regulate this sector. This diploma thesis clearly and comprehensively presents the given issue, critically discusses individual themes and provides the reader with a comprehensive view of the changes that will be reflected in the Czech capital market with the implementation of MiFID II.

Klíčová slova

Směrnice MiFID II, kapitálový trh, zákon o podnikání na kapitálovém trhu, algoritmičké obchodování, vysokofrekvenční obchodování, obchodník s cennými papíry, Lamfalussyho proces, investiční nástroje, investiční služby, subjekty poskytující investiční služby, investor.

Key words

MiFID II Directive, Capital Market, Capital Market Business Act, Algorithmic Trading, High Frequency Trading, Securities Dealer, Lamfalussy Process, Investment Instruments, Investment Services, Investment Services Providers, Investor.