

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Jan Losenický**

**Investiční služby a jejich regulace**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce:

JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Katedra:

katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu):

28. 11. 2022

## **Prohlášení**

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

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 228 866 znaků včetně mezer.

V Praze dne 28. 11. 2022

---

Jan Losenický

## **Poděkování**

Rád bych zde poděkoval JUDr. Petru Kotábovi, Ph.D. za jeho odborný přístup a cenné rady, kterých se mi při psaní této práce dostalo. Dále bych rád poděkoval všem mým blízkým, kteří mě při psaní této práce a v průběhu celého studia podporovali.

# Obsah

Úvod.....	1
1. Obecná východiska.....	3
1.1. Finanční systém a finanční trhy .....	3
1.1.2. Dělení finančních trhů .....	4
1.1.3. Funkce finančních trhů.....	5
1.2. Dokonalý (finanční) trh .....	6
1.3. Tržní selhání .....	7
1.3.1. Asymetrie informací.....	7
1.3.2. Omezené poznávací schopnosti .....	9
2. Investiční služby .....	12
2.1. Důvody existence investičních služeb a jejich poskytovatelů .....	12
2.2. Pojem investičních služeb .....	13
2.3. Dělení investičních služeb .....	16
2.3.1. Hlavní a doplňkové investiční služby .....	16
2.3.2. Vyhrazené a nevyhrazené investiční služby .....	18
2.3.3. Jiná dělení investičních služeb .....	18
2.4. Distinkce investičních služeb a služeb skupinového financování.....	18
2.5. Regulace investičních služeb a její cíle .....	20
2.5.1. Úvod.....	20
2.5.2. Ochrana investorů.....	21
2.5.3. Efektivita trhu .....	22
2.5.4. Vytvoření vnitřního trhu EU.....	23
2.5.5. Další cíle .....	24
2.6. Prameny regulace investičních služeb .....	24
2.6.1. Unijní prameny.....	24
2.6.2. Národní prameny .....	27
2.6.3. Zhodnocení stávající struktury pramenů regulace .....	28
3. Poskytovatelé investičních služeb .....	29
3.1. Obchodník s cennými papíry .....	29
3.2. Investiční zprostředkovatel .....	30
3.3. Vázaný zástupce .....	34
3.4. Banka.....	36

<b>3.5. Investiční společnost.....</b>	<b>36</b>
<b>4. Pravidla jednání .....</b>	<b>38</b>
<b>4.1. Úvod a generální klauzule .....</b>	<b>38</b>
<b>4.2. Test vhodnosti a test přiměřenosti.....</b>	<b>39</b>
4.2.1. Test vhodnosti .....	40
4.2.2. Test přiměřenosti.....	43
4.2.3. Soukromoprávní odpovědnost.....	45
4.2.4. Execution only.....	48
<b>4.3. Úprava pobídek .....</b>	<b>49</b>
4.3.1. Obecné vymezení .....	49
4.3.2. Materiální přípustnost pobídek.....	51
4.3.3. Formální přípustnost pobídek.....	55
4.3.4. Pobídky, nezávislé investiční poradenství a obhospodařování majetku zákazníka.....	56
<b>5. Investiční služby .....</b>	<b>58</b>
<b>5.1. Hlavní investiční služby .....</b>	<b>58</b>
5.1.1. Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů.....	58
5.1.2. Provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka .....	64
5.1.3. Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet .....	66
5.1.4. Obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání.....	68
5.1.5. Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů .....	71
5.1.6. Provozování mnohostranného obchodního systému .....	71
5.1.7. Provozování organizovaného obchodního systému .....	74
5.1.8. Upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání .....	74
5.1.9. Umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.....	75
<b>5.2. Doplnkové investiční služby .....</b>	<b>76</b>
5.2.1. Úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem.....	76
5.2.2. Poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí.....	77
5.2.3. Poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností, převodů obchodních závodů nebo nabytí účasti v obchodní korporaci.....	78
5.2.4. Investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji .....	79

5.2.5.	Devizové služby související s poskytováním investičních služeb.....	81
5.2.6.	Služby související s upisováním investičních nástrojů.....	82
5.2.7.	Služba obdobná investiční službě, která se týká věci, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje uvedeného v § 3 odst. 1 písm. g) až k) a která souvisí s poskytováním investičních služeb .....	82
<b>Závěr.....</b>	<b>.....</b>	<b>84</b>
<b>Seznam pojmů a zkratk .....</b>	<b>.....</b>	<b>87</b>
<b>Seznam použitých zdrojů.....</b>	<b>.....</b>	<b>89</b>

# Úvod

Důvodem výběru tématu této diplomové práce je především skutečnost, že navzdory relativně vysokému počtu českých odborných publikací zabývajících se právem finančních trhů se pouze mizivá část těchto publikací do hloubky zabývá vysvětlením důvodů a cílů této regulace, kterými jsou na straně důvodů zejména existence tržních selhání a na straně cílů snaha zákonodárce zajistit stabilitu a efektivitu finančního systému jako celku. Dle mého názoru je však prvotní porozumění těmto důvodům a cílům naprosto zásadní pro správnou interpretaci a následnou aplikaci dotčených právních norem tak, aby těchto cílů bylo i dosaženo. V této práci proto podrobně vysvětlím nejvýznamnější důvody regulace investičních služeb a v částech zabývajících se konkrétními právními normami a charakterem jednotlivých investičních služeb vyložím tyto normy s důrazem na důvody a cíle podmiňující jejich podobu.

V první části definuji základní pojmy neodmyslitelně spjaté s investičními službami, jako jsou pojmy finančního systému a finančního trhu včetně uvedení jejich vzájemné distinkce, pojmy dokonalého a nedokonalého trhu nebo pojem tržních selhání.

Vzhledem ke zvolenému tématu pak charakterizuji investiční služby jako takové, nastíním důvody jejich existence, uvedu jejich funkce a možnosti teoretického dělení a pokusím se i o jejich obecnou definici, neboť v českém právním řádu taková definice absentuje. Dále nabídnu výklad o subjektech oprávněných poskytovat investiční služby, včetně patrného rozporu úpravy investičního zprostředkovatele s unijním právem. Pojednám také o struktuře pramenů regulace investičních služeb, která je dle mého názoru až přehnaně komplexní, což může vést k výkladovým a aplikačním potížím.

Čtvrtá část se bude týkat pravidel jednání se zákazníky při poskytování investičních služeb. Musím však podotknout, že vzhledem k enormnímu množství těchto pravidel a omezenému rozsahu této práce není možné detailně pojednat o každém z nich. Proto se zaměřím zejména na provádění testů vhodnosti a přiměřenosti a zvláštní pozornost bude věnována úpravě pobídek, neboť mi není známa žádná česká literatura, která by se touto problematikou detailněji zabývala, ač se jedná o problematiku navýsost důležitou.

V páté části pak nastíním obecné charakteristiky všech jednotlivých investičních služeb. Pozornost bude upřena na věcný obsah těchto služeb, tedy soubor činností spadajících pod každou investiční službu, a některým pravidlům, které se dané investiční služby týkají.

Cílem této práce je tedy především charakterizovat investiční služby a jejich regulaci z pohledu právně-ekonomického a poskytnout výklad základních právních norem upravujících investiční služby v souvislosti s důvody existence této úpravy, kterými jsou tržní selhání, a jejími cíli, kterými jsou především efektivní a stabilní finanční systém a ochrana zákazníků. Dále se budu snažit poukázat na některé v praxi diskutované i nediskutované problémy či nejasnosti, které lze ve stávající úpravě investičních služeb nalézt, zejména těch, které s sebou přinesla směrnice MiFID II.



# 1. Obecná východiska

Před zahájením výkladu o investičních službách je dle mého názoru nutné nejprve pojednat o pojmech s těmito službami neodmyslitelně spojených, jejichž obsah a podstatu je nutné pochopit ještě před samotným studiem investičních služeb. Proto svoji práci zahájím výkladem pojmů jako je finanční systém, finanční trh, dokonalý trh a vysvětlením tržních selhání. Pochopení dokonalého trhu a tržních selhání je totiž nutné nejen k porozumění regulace investičních služeb, nýbrž i k pochopení samotné podstaty investičních služeb a ekonomického smyslu jejich poskytování.

## 1.1. Finanční systém a finanční trhy

Pojmy finanční systém a finanční trh jsou vzájemně natolik provázány, že jejich vymezení a distinkci vůči sobě samým provedu v rámci jedné kapitoly.

Pojem finanční systém má svoji legální definici v čl. 2 písm. b) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika, podle kterého se „*finančním systémem rozumí veškeré finanční instituce, trhy, produkty a tržní infrastruktury*“. Česká právní teorie tuto definici dále obsahově rozšiřuje o „*subjekty, které se na finančních trzích střetávají s nabídkou a poptávkou po relativně disponibilních peněžních prostředcích*“,<sup>1</sup> tedy v podstatě o zákazníky ve smyslu ZPKT a další přímé účastníky finančních transakcí. Finanční systém tak lze chápat jako strukturu, která je společně tvořena zejména finančními trhy, bankami, pojišťovnami, obchodníky s cennými papíry, organizovanými trhy a dalšími účastníky, peněžními prostředky, investičními nástroji a dalšími finančními produkty.

Legální definice finančního trhu v českém právním řádu absentuje. Teoretickou definici tohoto pojmu však lze nalézt v právní či finanční teorii. Finančním trhem „*se označuje místo střetu nabídky relativně disponibilních peněžních prostředků v různých formách a poptávky po nich, na kterém kromě subjektů nabízejících a poptávajících tyto peněžní prostředky působí celá řada dalších, zvláštních druhů subjektů, které subjektům s relativním přebytkem a s relativním nedostatkem peněžních prostředků poskytují rozmanité služby související s právními vztahy, do kterých tyto subjekty trhu vstupují*“.<sup>2</sup> Jde tedy

---

<sup>1</sup> KARFÍKOVÁ, Marie. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0. s. 205.

<sup>2</sup> KARFÍKOVÁ, M. a kol. Tamtéž. s. 206.

o platformu v nejširším slova smyslu, na které se potkávají subjekty nabízející peněžní prostředky, které lze obecně označit jako investory, a subjekty tyto prostředky poptávající, kteří v těchto vztazích vystupují např. jako dlužníci či emitenti cenných papírů zakládajících účast na obchodní společnosti. Finanční trh je jako jakýkoli jiný trh distribučním kanálem předmětů na něm obchodovaných, který zajišťuje přerozdělování těchto předmětů mezi různé subjekty.

### 1.1.2. Dělení finančních trhů

Z definice finančního systému vyplývá, že lze rozlišovat různé finanční trhy. Finanční teorie tyto trhy dělí podle různých kritérií.

Obecně je v odborné literatuře za primární kritérium považováno délka splatnosti poskytnutých peněžních prostředků. Podle tohoto hlediska se finanční trhy dělí na *trhy peněžní* se splatností kratší jednoho roku a *trhy kapitálové* se splatností delší než jeden rok.<sup>3</sup> Jako produkt peněžního trhu je tak možno zařadit úvěry, dluhopisy emitované soukromými osobami<sup>4</sup> či pokladniční poukázky emitované bankami<sup>5</sup> za předpokladu, že je splněn požadavek splatnosti peněžních prostředků do jednoho roku. Předmětem kapitálového trhu pak jsou např. dlouhodobé úvěry, dluhopisy a účastnické cenné papíry, u nichž z povahy věci nepřipadá splatnost peněžních prostředků v úvahu.<sup>6</sup>

Na tomto místě považuji za vhodné upozornit na skutečnost, že navzdory názvu zákona upravujícího investiční služby, tedy ZPKT (Zákon o podnikání na „kapitálovém“ trhu), nelze z výše uvedeného teoretického dělení pro účely výkladu a aplikace ZPKT vycházet. ZPKT totiž upravuje investiční služby a další instituty, které se týkají přímo či nepřímo investičních nástrojů, které jsou v tomto zákoně taxativně vyjmenovány v § 3 ZPKT.<sup>7</sup> Mezi investiční nástroje jsou dle tohoto ustanovení řazeny také nástroje trhu „peněžního“ (např. již zmíněné pokladniční poukázky<sup>8</sup>) spadající v souladu s teorií na trh peněžní, nikoli kapitálový. Existuje tedy rozpor mezi finanční teorií a věcnou působností

---

<sup>3</sup> Srov. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2016, 384 str. ISBN 978-80-247-5871-8 a KARFÍKOVÁ, Marie. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>4</sup> Tzv. *commercial papers*, přičemž jde o zákonný pojem, viz anglické znění čl. 11 DelReg.

<sup>5</sup> Tzv. *certificates of deposits* či zkráceně CD's. Také zde jde o zákonný pojem, viz anglické znění čl. 11 DelReg.

<sup>6</sup> Akcie, které by byly v budoucnu splatné, nejsou v českém právním řádu přípustné. Specifickou výjimkou jsou investiční akcie akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, s nimiž je dle § 154 odst. 1 ZISIF spojeno právo akcionáře na jejich odkoupení na účet společnosti.

<sup>7</sup> S výhradou uvedenou v kapitole 1.2.2.

<sup>8</sup> Srov. § 3 odst. 1 písm. c) ZPKT ve spojení s § 3 odst. 4 ZPKT.

ZPKT, když do této působnosti spadají i některé nástroje s délkou splatnosti kratší než jeden rok.

Pro úplnost je třeba dodat, že ani legální definice nástrojů peněžního trhu není totožná s produkty obchodovanými na peněžním trhu ve smyslu výše citované a obecně uznávané odborné literatury. Dle čl. 11 písm. c) DelReg se za nástroje peněžního trhu považují nástroje při emisi splatné „397 dní nebo méně“ a může tedy jít i o nástroje se splatností delší než jeden rok.<sup>9</sup>

Dle mého názoru je tak možné, ne-li nutné, identifikovat a od ostatních finančních trhů odlišovat „trh investičních nástrojů“. Definičním znakem tohoto trhu je pochopitelně předmět na tomto trhu obchodovaný, tedy investiční nástroj dle ZPKT a souvisejících právních předpisů.

V literatuře lze samozřejmě nalézt i další způsoby dělení finančních trhů.<sup>10</sup> Pro účely této práce ale nepovažuji za důležité se jimi dále zabývat.

### 1.1.3. Funkce finančních trhů

Z výše uvedeného je zřejmé,<sup>11</sup> že pojem finanční systém je širší než pojem finanční trh, neboť finanční systém v sobě mimo jiné obsahuje všechny myslitelné finanční trhy. Proto se domnívám, že i funkce finančního systému a finančního trhu jsou v zásadě totožné, což nepřímo vyplývá i z odborné literatury, když tyto funkce jsou v některých publikacích uvedeny jako funkce finančního systému<sup>12</sup> a v některých pak jako funkce finančního trhu<sup>13</sup>. Pro zjednodušení budu tyto společné funkce označovat pouze jako funkce finančního trhu.

Pro účely této práce jsou zásadní funkce *mobilizace úspor*, funkce *selektivní* (též *alokační*) a funkce *monitorovací*. *Mobilizace úspor* spočívá v pomyslném shromáždění peněžních prostředků, které jsou následně na finančním trhu nabízeny subjektům s nedostatkem peněžních prostředků, výměnou za odměnu ve formě úroků, dividend či potenciálního zisku z prodeje investičního či jiného nástroje získaného za nabídnuté peněžní prostředky. Funkce *selektivní* spočívá ve výběru konkrétního subjektu, kterému budou peněžní prostředky svěřeny, a to zejména na základě hledisek rizika projektu, na který

---

<sup>9</sup> Je vhodné upozornit na to, že uvedená definice nástrojů peněžního trhu není univerzálně přenositelná do jiných oblastí práva kapitálového trhu. Např. pojem nástrojů peněžního trhu ve vztahu k UCITS je širší než pro účely MiFID II, viz čl. 2 odst. 1 písm. o) UCITS.

<sup>10</sup> Např. finanční trhy primární, sekundární, promptní či termínované.

<sup>11</sup> Viz kapitola 1.1.

<sup>12</sup> Srov. ARMOUR, John. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

<sup>13</sup> Srov. KARFÍKOVÁ, Marie. a kol. Tamtéž.

poptávající subjekt peněžní prostředky zamýšlí vynaložit, a výnosnosti tohoto projektu. Funkce *selektivní* by měla zajistit efektivní využití nabízených peněžních prostředků na projekty s optimálním poměrem rizika a potenciálního výnosu. Funkce *monitorovací* pak monitoruje nakládání s peněžními prostředky ze strany poptávajícího subjektu a v případě relevantních skutečností by měla zajistit snížení či případné zvýšení odměny za poskytnuté peněžní prostředky (např. zvýšením/snížením ceny nástroje). Tato funkce poskytuje nabízejícím subjektům průběžné informace o hospodaření s jimi poskytnutými peněžními prostředky, na základě kterých se tyto subjekty mohou průběžně rozhodovat, zda je pro ně za daných okolností výhodné v pozici investora setrvat, nebo zda svou pozici „vymění“ s jiným investorem (zejména formou prodeje nástroje), pro kterého se i po změně okolností stále jedná o výhodnou investici.<sup>14</sup>

Ostatní funkce finančního trhu, jako např. funkce platební či funkce řízení rizik, ponechám, vzhledem k tématu této práce, bez komentáře.

## 1.2. Dokonalý (finanční) trh

Pro pochopení samotné existence investičních služeb a potřebě jejich regulace je třeba pojednat o ekonomické teorii *dokonalého* a *nedokonalého* trhu.

Obecně je v ekonomii *dokonalý* trh definován jako trh, na němž panuje dokonalá informovanost kupujících a prodávajících, změna dodavatele si nežadá žádné dodatečné náklady, na trhu se obchodují homogenní (totožné) produkty a existuje velké množství prodávajících i kupujících. Za těchto podmínek je trh dokonale efektivní, neboť subjekty na tomto trhu přesně vědí, co kupují či prodávají, nepotřebují k realizaci transakcí žádné zprostředkovatele a žádná strana nemůže jednostranně určovat cenu.<sup>15</sup> Dokonalou efektivitu si v tomto případě lze představit jako situaci, kdy náklady na realizovaný nákup tvoří pouze sjednaná cena odpovídající skutečné hodnotě předmětu transakce, tedy absencí transakčních nákladů<sup>16</sup> (v kontextu investičních služeb např. odměna investičnímu poradci), a tato cena není ovlivněna případnou neznalostí jedné ze stran transakce. Na jakoukoli transakci je tedy vynaloženo pouze nezbytné množství peněžních prostředků.

---

<sup>14</sup> ARMOUR, John. a col. Tamtéž.

<sup>15</sup> HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011, 723 s. ISBN 978-80-7400-006-5.

<sup>16</sup> Transakčními náklady se rozumí „náklady na vyhledání a získání informací, vyjednávání a rozhodování, a monitorování a vynucení plnění“ viz COASE, Ronald. *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University Press. 1988. s. 6. ISBN 978-02-2611-101-8.

Tento tzv. Arrow-Debreu model dokonalé konkurence<sup>17</sup> je co do svých vlastností ve finanční teorii dále precizován. Nejenže musí existovat dokonalá informační symetrie mezi všemi subjekty na trhu před i po realizaci transakce, ale tato informační symetrie musí být bezplatně dosažitelná, což znamená, že tržní subjekty nemusejí na její dosažení vynaložit jakékoli náklady (např. peněžní či časové). Další podmínkou, kterou je vhodné v tomto kontextu uvést je ta, že na dokonalém trhu nelze dosáhnout úspor z rozsahu.<sup>18</sup>

Již z pouhého výčtu podmínek definujících *dokonalý* trh je zřejmé, že takový trh v reálném světě nemůže existovat. Jak trefně uvádí B. Scholtens a D. van Wensveen, „*dokonalý trh je jako ráj, teleologická perspektiva, ideální standard, se kterým je srovnávána realita*“.<sup>19</sup> Všechny myslitelné trhy, včetně trhu finančního, jsou v praxi *nedokonalé*, neboť u nich není naplněna alespoň jedna z výše uvedených podmínek. Tyto odchylky se v ekonomické teorii označují jako tržní selhání, o kterých bude pojednáno v následující kapitole.

### 1.3. Tržní selhání

Vzhledem k rozsahu a cíli této práce se budu zabývat pouze takovými selháními, které se dle mého názoru přímo a nejvýznamněji dotýkají investičních služeb a jejich poskytování. Stranou mé pozornosti tak zůstanou např. pozitivní externality.

#### 1.3.1. Asymetrie informací

Nejvýznamnějším tržním selháním je tzv. asymetrie informací, tedy situace, kdy jedna strana smlouvy ví o jejím předmětu více než strana druhá. Praktické důsledky této skutečnosti popsal G. Akerlof na příkladu trhu s ojetými vozidly. Podle něj se prodejci ojetých vozidel přirozeně snaží prodat tato vozidla za co nejvyšší cenu a často tak činí na úkor kupujícího, kterému zatají určité vlastnosti vozidla s cílem inkasovat více, než činí jeho skutečná hodnota. Kupující jsou si této možnosti samozřejmě vědomi a bez ohledu na to, zda jednají s prodávajícím čestným či nikoli, mají tendenci kupovat auta za cenu odpovídající průměrné kvalitě vozidel na trhu. Na toto pak zareagují nečestní prodejci a za cenu průměrně kvalitního vozidla budou nabízet vozidla kvality podprůměrné. Důsledkem této asymetrie nemusí být

---

<sup>17</sup> Pojmenovaný podle ekonomů Kennetha Arrowa a Gérarda Debreua.

<sup>18</sup> SCHOLTENS, Bert a VAN WENSVEEN, Dick., *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*. Vídeň: SUERF (*SUERF Studies: 2003/1*) ISBN 3-902109-15-7. Dostupné z WWW: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/163455/1/suerf-study-2003-1.pdf>. 60 s.

<sup>19</sup> SCHOLTENS, B. a VAN WENSVEEN D. Tamtéž. s. 10.

pouze neefektivní užívání prostředků kupujících, ale může jím být i totální zhroucení trhu, kdy nebude z výše uvedených důvodů dostatek kupujících ani prodávajících.<sup>20</sup>

Totožnému problému samozřejmě čelí i subjekty na finančních trzích. Lze to demonstrovat na banálním příkladu spotřebitele uvažujícího o koupi dluhopisu. Za předpokladu, že dluhopis není obchodován v obchodních systémech a není ani dána povinnost emitenta vyhotovit prospekt, budou jediným zdrojem informací takového zákazníka zveřejněné účetní závěrky, informace uvedené v emisních podmínkách a případně marketingová sdělení samotného emitenta. Takovému zákazníkovi nezbyvá nic jiného než věřit tomu, že emitentem zveřejňované účetní závěrky poskytují věrný a poctivý obraz jeho hospodaření, že emisní podmínky byly řádně vydány a že management emitenta disponuje takovými schopnostmi, že jím použité peněžní prostředky budou generovat zisk alespoň na splacení všech úroků a nominální hodnoty dluhopisu. I v případě, že by byl tento zákazník schopen na základě řádně vyhotovených účetních závěrek dostatečně analyzovat hospodaření emitenta, byla by asymetrie informací na jeho straně enormní. Tento zákazník totiž nemusí rozpoznat nesprávně vedené účetnictví, nemusí mít dokonalý přehled o trhu, na kterém je emitent aktivní, nemusí vědět o soudních sporech, ve kterých je nebo v budoucnu bude emitent účastníkem na straně žalovaného, a v neposlední řadě zákazníkovi nemusí být známa ani likvidní situace emitenta, tedy zda emitentovi nehrozí úpadek ve formě platební neschopnosti.

Asymetrii informací a nejistotu na trhu investičních nástrojů navíc umocňuje fakt, že cenu a výkon konkrétního investičního nástroje nelze porovnat s jinými investičními nástroji, neboť tyto nejsou homogenní<sup>21</sup> a ve většině případů ani vzájemně porovnatelné. Retailový zákazník si pak může klást otázku, zda je negativní cenový vývoj investičního nástroje způsoben pouhým nedostatkem štěstí, chybami managementu emitenta, věcně nesprávným doporučením investičního poradce nebo důvody jinými.<sup>22</sup>

Regulace investičních služeb na toto tržní selhání reaguje stanovením široce vymezených povinností poskytovat informace různého druhu, zejména o charakteristikách

---

<sup>20</sup> AKERLOF, George Arthur, *The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. 1978 Academic Press, 14 s. Dostupné

z WWW: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B978012214850750022X>.

<sup>21</sup> Tato skutečnost je sama o sobě definičním znakem nedokonalého trhu, viz kap. 1.1.3.

<sup>22</sup> ARMOUR, John. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

poskytované investiční služby a investičního nástroje, o nákladech a poplatcích souvisejících s investiční službou nebo o samotném poskytovateli investiční služby.<sup>23</sup>

### 1.3.2. Omezené poznávací schopnosti

Asymetrie informací není jediným faktorem, který může vést k neoptimálním rozhodnutím. Psychologové a posléze také behaviorální ekonomové se od druhé poloviny 20. století intenzivně věnují procesům myšlení člověka a zjistili, že za určitých podmínek tyto procesy podléhají různým typům zjednodušování,<sup>24</sup> které jsou obecně vzato užitečné, protože vedou k rychlému a často i správnému závěru. Druhou stranou mince však je, že v určitých případech taková zjednodušování vedou k systémovým a předvídatelným chybám.<sup>25</sup> Je tomu tak zejména při posuzování rizik, pravděpodobnosti a rozhodování ohledně alternativ s nejistými důsledky.<sup>26</sup> Je nasnadě, že posledně uvedená skutečnost je mimořádně relevantní pro aktéry působící na finančních trzích, kde posuzování rizika a pravděpodobnosti je doslova denním chlebem.

Příkladem takového typu zjednodušování může být tzv. *representativeness heuristic*, jejímž jedním z mnoha projevů je důvěra ve výsledky získané zkoumáním příliš malého vzorku předmětů, přičemž tyto výsledky jsou poté považovány za odpovídající i ve vztahu k celé množině předmětů, ze které byl zkoumaný vzorek vybrán.<sup>27</sup> Jinými slovy, lidé mají tendenci zobecňovat pozorované vlastnosti vybraného vzorku na celek bez ohledu na to, zda byl tento vzorek ve skutečnosti dostatečně reprezentativní či ne. Problémem je, že čím menší je zkoumaný vzorek, tím vyšší je pravděpodobnost odchylky od průměru zkoumaného celku. Toho by si měli být vědomi obchodníci s cennými papíry mimo jiné i při zjišťování potřeb konečných zákazníků v rámci určování cílového trhu pro jimi vytvářené či nabízené investiční nástroje v souladu s § 12ba a § 12bb ZPKT a čl. 24 odst. 2 MiFID II. Alespoň částečnou snahou zmírnit dopady tohoto zjednodušování je např. čl. 44 odst. 4 písm. b) DelReg, který ukládá při informování o výkonnosti investičního nástroje dosažené v minulosti počítat tuto výkonnost za období alespoň pěti předchozích let.<sup>28</sup>

---

<sup>23</sup> Podrobněji viz kapitola III oddíl 1 DelReg.

<sup>24</sup> V anglickojazyčné literatuře označovány jako „*heuristics*“.

<sup>25</sup> V anglickojazyčné literatuře označovány jako „*biases*“.

<sup>26</sup> TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D. *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. 1974. Science, 185(4157), 1124–1131. Dostupné z WWW: <https://www.science.org/doi/10.1126/science.185.4157.1124>

<sup>27</sup> KAHNEMAN, D. *Thinking, Fast and Slow*. 2012. Penguin Books. 504 s. ISBN 978-01-4103-357-0

<sup>28</sup> Zde však lze namítat, že doba pěti let může být ve vztahu k některým investičním nástrojům příliš krátká na to, aby na jejím základě bylo možné dovozovat dostatečně spolehlivé závěry.

Jiné typy zjednodušování mohou vést k tzv. *overconfidence bias*,<sup>29</sup> tedy nadhodnocování vlastních schopností. Osoby podléhající tomuto zkreslení z povahy věci často podstupují nepřiměřená rizika. O to závažnější je skutečnost, že přemíru sebejisté osoby bývají ve společnosti kladně hodnoceny. Je to dáno představou, že profesionál by si měl být jistý ohledně závěrů učiněných v souvislosti se svým oborem. Pochybování je pak často chápáno jako znak slabosti či nekompetence.<sup>30</sup> Sebejistý investiční poradce tak může být pro potenciální zákazníky paradoxně přijatelnější variantou než jeho kolega, který je, vědom si své omylnosti a latentní nejistoty na finančních trzích, střízlivě upozorní na to, že se jeho předpovědi nemusí za každých okolností naplnit. Za jistou formu ochrany před *overconfidence bias* může být považována povinnost informovat zákazníka o všech rizicích týkajících se doporučovaných investičních nástrojů včetně jejich vysvětlení v takovém rozsahu, aby zákazník mohl učinit informované rozhodnutí v souladu s čl. 48 odst. 1 a odst. 2 DelReg. U určitých investičních služeb může podobnou roli hrát tzv. *test přiměřenosti* dle čl. 25 odst. 3 MiFID II a § 15i ZPKT, na jehož základě má být zákazník informován o tom, že jím zvolený investiční nástroj neodpovídá jeho znalostem a zkušenostem, viz níže.

Dalším relevantním zkreslením či chybou myšlenkového procesu v kontextu finančních trhů je tzv. *endowment effect*, spočívající v tom, že člověk má sklon přiřazovat vlastním věcem vyšší hodnotu než věcem, které mu nepatří. To pak vede k tomu, že osoba je ochotná totožnou věc koupit za cenu menší, než za kterou je ochotna ji následně prodat, neboť subjektivní prospěch ze získání věci je menší než negativní pocit z její ztráty. Tím to efektem je někdy vysvětlován jev, kdy neprofesionální investoři tendují k prodeji akcií, jejichž cena se od jejich nabytí zvětšila, a naopak k držení těch akcií, jejichž cena klesla. Toto chování též souvisí s averzí ke ztrátě, kdy prodejem akcie za nižší než nabývací cenu investor realizuje ztrátu, slovy behaviorální ekonomie uzavírá mentální účet.<sup>31</sup> Je zřejmé, že i tento efekt může vést k iracionálním a neoptimálním rozhodnutím a všichni účastníci finančních trhů by si ho proto měli být vědomi.

Neméně závažným zjištěním je to, že za určitých podmínek lidé činí o v jádru stejném problému odlišná rozhodnutí v závislosti na tom, jak je problém popsán či jakým způsobem je daná otázka formulována.<sup>32</sup> Příkladem může být studie, která se zabývala atraktivitou

---

<sup>29</sup> Lze volně přeložit jako „efekt nadměrné sebedůvěry“.

<sup>30</sup> KAHNEMAN, D. Tamtéž.

<sup>31</sup> SHEFRIN H. a STATMAN M., *The disposition to sell winners early and ride losers too long: Theory and Evidence*. 1985. *Journal of Finance*, 40, 777-790. Dostupné z WWW: <https://www.jstor.org/stable/2327802>

<sup>32</sup> TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D., *Choices, Values, and Frames*. 1984. *American Psychologist*, vol. 34, 341-350. Dostupné z WWW: <https://psycnet.apa.org/record/1985-05780-001>



operativní léčby rakoviny v závislosti na formě podání informace o pravděpodobnosti jejího výsledku. Lidé favorizovali operativní řešení v případě, že pravděpodobnost byla vyjádřena jako procentuální úspěšnost operace (*survival rate*) oproti jejímu vyjádření jako procentuální neúspěšnosti (*mortality rate*).<sup>33</sup> Zřejmě šlo, mimo jiné, i o negativní konotace spojené s druhou formulací. Podobný vztah byl nalezen i mezi pojmy ztráta (*loss*) a náklad (*cost*). Účastníci pokusu byli ochotnější pozbyt totožnou peněžní částku, pokud byla označena jako náklad (*cost*), než v kontextu, kdy částka připomínala *prima facie* pouhou peněžní ztrátu.<sup>34</sup>

Je nasnadě, že tyto formulační triky lze v rámci nabízení zboží či služeb zneužít za účelem ovlivnění zákaznickovi volby. To, že si toho jsou marketingoví tvůrci vědomi dokazuje i případ z USA, kde se lobbisté poskytovatelů kreditních karet snažili ovlivnit podobu související legislativy tak, aby rozdíly mezi cenami zboží a služeb vyplývající z odlišného způsobu úhrady (hotové peníze versus platba kreditní kartou) byly formulovány jako „*cash discount*“<sup>35</sup> a nikoli jako „*credit card surcharge*“.<sup>36</sup> Trik spočívá v tom, že při první variantě je cena při platbě kreditní kartou prezentována jako „normální“ či „základní“ cena a platba hotovostí jako způsob platby se slevou. V druhém případě je pak základní cenou ta placená hotově a platba kreditní kartou je prezentována jako karta s dodatečným poplatkem. Vzhledem k tomu, že náklady jsou subjektivně hodnoceny jako vyšší než ekvivalentní příjmy, je pravděpodobné, že zákazníci dají přednost platbě kreditní kartou bez „*cash discount*“ než totožnému způsobu platby s „*credit card surcharge*“.<sup>37</sup>

Částečným řešením těchto účelových formulačních strategií může být uložení povinnosti poskytovat informace ve striktně předepsané podobě. Jako příklad lze uvést povinnost v rámci informování o nákladech a souvisejících poplatcích vyjádřit tyto náklady a poplatky souhrnným způsobem tak, aby zákazník porozuměl celkovým nákladům a jejich souhrnnému dopadu na návratnost investice, přičemž je nutno vytvořit i ilustraci tento dopad znázorňující.<sup>38</sup> Náklady a poplatky tak nejsou prezentovány pouze jako náklady (*costs*), ale také jako ztráta (*loss*), která v konečném důsledku ovlivňuje návratnost investované částky. V souladu s výše uvedeným tak lze předpokládat, že v takovém případě budou zákazníci

---

<sup>33</sup> McNEIL B.J., PAUKER S.G., SOX H.C. Jr., TVERSKY A. *On the Elicitation of Preference for Alternative Therapies*. 1982. *New England Journal of Medicine*, 306, 1259-62.

<sup>34</sup> TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D., *Choices, Values, and Frames*. 1984. *American Psychologist*, vol. 34, 341-350. Dostupné z WWW: <https://psycnet.apa.org/record/1985-05780-001>

<sup>35</sup> Doslova „*sleva za platbu hotovostí*“.

<sup>36</sup> Doslova „*poplatek za platbu kreditní kartou*“.

<sup>37</sup> THALER R., *Toward a positive theory of consumer choice*. 1980. *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 1, 39-60. Dostupné z WWW:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0167268180900517>

<sup>38</sup> Viz čl. 24 odst. 4 MiFID II ve spojení s čl. 50 odst. 10 DelReg. Obdobně viz § 15d odst. 4 ZPKT.

obecně citlivější a pozornější ve vztahu k výši nákladů a poplatků, protože o nich budou uvažovat i jako o ztrátě (*loss*).

Výše nastíněná tematika je natolik široká, že ji v této práci nelze uspokojivě rozebrat a poukázat na veškeré souvislosti s finančními trhy. Cílem této kapitoly bylo spíše demonstrovat, že rozhodování subjektů na trzích obecně není nepříznivě ovlivněno pouze informační asymetrií, ale také uvedenými defekty myšlenkových procesů a z nich plynoucích chyb.

## 2. Investiční služby

### 2.1. Důvody existence investičních služeb a jejich poskytovatelů

Laik by si mohl při prvním setkání s investičními službami klást otázku, z jakého důvodu jsou tyto služby poskytovány a proč jsou jejich uživatelé ochotní za jejich poskytování zaplatit.

Vysvětlení je prosté, investiční služby jsou poskytovány zkrátka proto, že *trh s investičními nástroji*<sup>39</sup> je ze své podstaty nedokonalý. Důvodem je v tomto případě zejména asymetrie informací a existence transakčních nákladů, která zčásti plyne ze zmíněné asymetrie a zčásti i z jiných faktorů.<sup>40</sup> Asymetrie informací nutí investory chybějící informace získávat a následně analyzovat, což se samozřejmě bez dodatečně vynaložených (transakčních) nákladů neobejde.

Potenciální úspory z rozsahu pak motivují některé subjekty tyto získané informace za úplatu poskytnout jiným, např. ve formě investičního poradenství nebo obhospodařování zákaznickova majetku. Tato úplata bude pro adresáty investičních služeb zpravidla nižší než náklady, které by jinak museli sami vynaložit. Pro poskytovatele investičních služeb však tato činnost může být zisková, neboť mohou veškeré své náklady rozložit mezi velké množství adresátů svých služeb.<sup>41</sup> Podobný princip sdílení nákladů lze nalézt i u poskytování ostatních investičních služeb, i když existence informační asymetrie nemusí být vždy výlučnou příčinou jejich poskytování. Realita finančních trhů totiž může do jisté míry bránit jejich účastníkům uzavírat transakce přímo mezi sebou i v případě, že konkrétní transakce není zatížena

<sup>39</sup> Jak byl definován v kapitole 1.1.2.

<sup>40</sup> SCHOLTENS, Bert a VAN WENSVEEN, Dick., *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*. Vídeň: SUERF (*SUERF Studies: 2003/1*) ISBN 3-902109-15-7. Dostupné z WWW: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/163455/1/suerf-study-2003-1.pdf>. 60 s.

<sup>41</sup> ALLEN, Franklin a SANTOMERO, M. Anthony. *The theory of financial intermediation*. Journal of Banking & Finance 21. 1997. s. 1461-1485. Dostupné z WWW: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426697000320>.

informační asymetrií. Příkladem může být využívání investičních *služeb přijímání a předávání pokynů* zákazníka či *provádění pokynů* zákazníka v situaci, kdy je ze strany zákazníka potřeba provést velké množství různých transakcí, přičemž tento není dostatečně personálně vybaven účastnit se kontraktačního procesu každé z nich nebo by to pro něj znamenalo vynaložení transakčních nákladů v neúnosné míře. Představit si lze i situaci, kdy prodávající ani kupující nejsou a nemohou být členy regulovaného trhu, na kterém je daný investiční nástroj přijat k obchodování, a proto jim nezbývá nic jiného než zadat členům daného trhu příslušný pokyn k uzavření transakce.

Jak jsme se přesvědčili výše, funkcí a smyslem investičních služeb je zmírňování dopadů tržních selhání na *trhu s investičními nástroji*, především asymetrií informací a existencí transakčních nákladů, což ve svém důsledku vede k efektivnějšímu nakládání s peněžními i jinými zdroji, tedy zvyšování efektivity jako takové. Těmto selháním však v praxi nelze zcela předejít ani v celém rozsahu reparovat jejich následky, proto je vhodné hovořit pouze o jejich zmírňování.

Lze tedy shrnout, že investiční služby a jejich poskytovatelé mohou existovat právě proto, že existují tržní selhání. Na dokonalém trhu s investičními nástroji by pro ně nebylo místo, neboť účastníci takového trhu by spolu mohli jednat přímo bez jakýchkoli překážek a souvisejících transakčních nákladů.<sup>42</sup>

## 2.2. Pojem investičních služeb

Právní institut investičních služeb byl do českého právního řádu zaveden zákonem č. 362/2000 Sb. ze dne 23. října 2000, kterým byl novelizován zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Šlo o novelu, která reagovala na budoucí přistoupení k Evropské unii a transponovala ISD, včetně vymezení a další úpravy investičních služeb.<sup>43</sup>

Jak již bylo uvedeno výše, pojem „*investiční služby*“ není v unijní legislativě obecně definován. MiFID II obsahuje v příloze 1 pouze výčet činností, které se za investiční služby považují, a na tuto přílohu pak ve svém čl. 4 odst. 1 bod 2 odkazuje. V této souvislosti lze dodat, že některé konkrétní investiční služby jsou v témže článku ustanovení definovány.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> ALLEN, F. a SANTOMERO, A. Tamtéž.

<sup>43</sup> HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>44</sup> Např. provádění pokynů na účet zákazníka či investiční poradenství, jehož definice je dále rozvedena v čl. 9 DelReg.

Podobně skoupý je i ZPKT, který v § 4 odst. 1 stanoví, že „*Investičními službami jsou hlavní investiční služby a činnosti (dále jen „hlavní investiční služby“)* a *doplňkové investiční služby poskytované podnikatelsky.*“ V následujících odstavcích pak toto ustanovení, obdobně jako MiFID II, obsahuje výčet jednotlivých investičních služeb. Oproti úpravě v MiFID II však ZPKT navíc obsahuje důležitou vlastnost investičních služeb, a sice, že jsou poskytovány podnikatelsky.<sup>45</sup>

Z § 4 odst. 1 ZPKT je zřejmé, že pod pojem investiční služby spadají nejen *služby* v užším smyslu, ale i *činnosti*. *Službami* v užším smyslu by se v tomto případě měly rozumět aktivity realizované jako služba konkrétní třetí osobě, typicky investiční poradenství či provádění pokynů zákazníka. *Činností* jsou naopak takové aktivity, které z povahy věci nejsou službou konkrétním třetím osobám.<sup>46</sup> Takovou *činností* může být v některých případech např. hlavní investiční služba dle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT, tedy *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*. Sousedství „*v některých případech*“ v předchozí větě je třeba zdůraznit. *Činností* bude tato investiční služba pouze tehdy, pokud tato aktivita spočívá v pouhém nakládání s vlastním majetkem poskytovatele investiční služby bez jakéhokoli přímého či nepřímého užítku pro třetí osoby. Naopak o *službu* v užším slova smyslu se v tomto kontextu bude jednat tehdy, kdy z obchodování poskytovatele investiční služby s vlastním majetkem bude nepřímo profitovat třetí osoba. Takovou třetí osobou je např. emitent investičních nástrojů, vůči kterým se poskytovatel investiční služby zavázal „*vytvářet trh*“, tedy zajišťovat likviditu těchto nástrojů tím, že je bude nakupovat od nabízejících a prodávat poptávajícím, a tím celou emisi zatraktivnit pro potenciální investory.<sup>47</sup>

Z výše uvedeného lze seznat, že institut investičních služeb je založen na faktickém výkonu určitých činností, přičemž není důležité, *jaká* osoba tyto služby poskytuje, ale *co* a *jak* osoba poskytuje.<sup>48</sup> Absence povolení k poskytování investičních služeb tak samozřejmě neznamená, že služby poskytované osobou bez takového povolení není možné považovat za investiční služby. To vyplývá mimo jiné i z § 162 odst. 1 písm. a) ZPKT, na jehož základě vzniká přestupková odpovědnost té právnické a podnikající fyzické osobě, která „*neoprávněně vykonává činnost podle tohoto zákona, ke které je třeba povolení České*

---

<sup>45</sup> MiFID II tuto vlastnost investičních služeb explicitně nestanoví, lze však dovodit z definice investičního podniku (slovy ZPKT obchodníka s cennými papíry) dle čl. 4 odst. 1 pododst. 1 MiFID II.

<sup>46</sup> HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>47</sup> Poskytovatel investiční služby je v takovém případě označován jako *tvůrce trhu* či anglickým výrazem *market maker*.

<sup>48</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

*národní banky*“.<sup>49</sup> Ve vztahu k investičním službám je zákaz jejich poskytování bez povolení České národní banky obsažen v § 4a ZPKT. Lze tak uzavřít, že faktické služby a činnosti naplňující znaky MiFID II, DelReg a ZPKT jsou investičními službami bez ohledu na to, jaká osoba je poskytuje.

Ze ZPKT vyplývá, že dalším pojmovým znakem investičních služeb, vedle jejich povahy *služeb* v užším smyslu nebo *činností*, je jejich poskytování podnikatelským způsobem. Při charakteristice tohoto znaku je třeba vycházet z definice podnikatele dle § 420 odst. 1 OZ, na jehož základě je za podnikatele považován ten, „*kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku*“. Interpretací otázky tohoto ustanovení jsou mimo cíl této práce, proto se jim zde nebudu věnovat.

Odborná literatura dále dovodila další pojmový znak investičních služeb, kterým je nezbytný vztah těchto služeb k investičnímu nástroji.<sup>50</sup> Např. Husták a Smutný jsou toho názoru, že „*pokud by určitá činnost naplnila znaky některé z činností podřazených pod investiční služby, ale přitom by nebyla poskytována ve vztahu k investičnímu nástroji, nejednalo by se o investiční službu ve smyslu ZPKT*“.<sup>51</sup> S tímto tvrzením nemohu zcela souhlasit. V souvislosti s hlavními investičními službami je tento výrok v pořádku, což plyne již ze samotné dikce čl. 4 odst. 1 bod 2 MiFID II, který ve vztahu k hlavním investičním službám stanoví, že se jedná o „*služby a činnosti, jež jsou uvedeny v oddíle A přílohy I a týkají se kteréhokoli z nástrojů uvedených v oddíle C přílohy I*“.<sup>52</sup> Vztah k investičním nástrojům plyne i z výčtu jednotlivých hlavních investičních služeb dle § 4 odst. 2 ZPKT, když předmětem těchto služeb je v každém případě právě investiční nástroj. V případě doplňkových služeb dle § 4 odst. 3 ZPKT sice investiční nástroj nemusí být přímo jejich předmětem, ale zpravidla s těmito službami přímo souvisí.

Posledně uvedené tvrzení však dle mého názoru neplatí pro doplňkovou investiční službu „*poradenské činnosti týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností, převodů obchodních závodů nebo nabytí účasti v obchodní korporaci*“.<sup>53</sup> V případě převodu

---

<sup>49</sup> Obdobně bude za materiálně totožný přestupek odpovědná nepodnikající fyzická osoba, viz § 157 odst. 1 písm. a) ZPKT.

<sup>50</sup> Zejm. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. Tamtéž; a dále in HOBZA M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7.

<sup>51</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. Tamtéž. 79 s.

<sup>52</sup> Oddíl C směrnice MiFID II obsahuje taxativní výčet investičních nástrojů.

<sup>53</sup> Viz § 4 odst. 3 písm. c) ZPKT.

obchodního závodu totiž nemusí vztah k investičnímu nástroji vůbec existovat. Obchodní závod je dle § 502 OZ „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti“. Ve jmění obchodního závodu však žádný investiční nástroj být nemusí a obchodní závod z povahy věci není investičním nástrojem.<sup>54</sup> A dále, poskytování porad v oblasti nabytí účasti v obchodních korporacích či jejich přeměn se též nemusí investičních nástrojů vůbec dotýkat. Podíly v družstvu, veřejné obchodní společnosti, komanditní společnosti (nikoli na investiční listy) či společnosti s ručením omezením, která nevydala kmenové listy, nelze za investiční nástroje považovat. Vyplývá to *a contrario* z § 3 ZPKT, který za investiční nástroje nepovažuje nevtělené podíly v obchodních korporacích. Z toho dovozují, že podíly na právnických osobách, které nebyly inkorporovány do cenného papíru, nejsou investičními nástroji.

Dovolím si tedy tvzení, že předmětem investičních služeb jsou vždy investiční nástroje nebo že tyto služby vždy s investičními nástroji souvisí, korigovat tak, že uvedené platí s výjimkou doplňkové investiční služby vymezené v § 4 odst. 3 písm. c) ZPKT.<sup>55</sup>

Lze tedy shrnout, že investiční služby jsou služby a činnosti uvedené v předpisech práva kapitálového trhu vykonávané podnikatelským způsobem (čili podnikateli) a které souvisí, s výjimkou doplňkové investiční služby uvedené v § 4 odst. 3 písm. c) ZPKT, s investičními nástroji.

## **2.3. Dělení investičních služeb**

Pozitivní právo i teorie finančního práva rozlišuje jednotlivé investiční služby podle svých charakteristických znaků do několika skupin.

### **2.3.1. Hlavní a doplňkové investiční služby**

MiFID II a ZPKT rozlišuje investiční služby hlavní<sup>56</sup> a doplňkové<sup>57</sup>. V pozitivním právu jejich definice absentuje, ovšem obě skupiny jsou vymezeny taxativními výčty v § 4 odst. 2 a odst. 3 ZPKT.<sup>58</sup> Jde o jediný případ, kdy samotné právní předpisy explicitně rozlišují určité skupiny investičních služeb. Hobza definuje doplňkové služby tak, že tyto „představují pro poskytovatele investičních služeb určitou vedlejší doplňkovou činnost při

---

<sup>54</sup> S výjimkou případu, kdy by byl obchodní závod mateřské společnosti tvořen pouze akciemi společností dceřiných atp.

<sup>55</sup> Viz úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry.*

<sup>56</sup> V anglickém znění právních předpisů jako „investment services“.

<sup>57</sup> V anglickém znění právních předpisů jako „ancillary services“.

<sup>58</sup> Resp. v čl. 4 odst. 2 a odst. 3 MiFID II.

*poskytování služeb hlavních*“.<sup>59</sup> Některé doplňkové investiční služby navíc předpokládají to, že jejich poskytnutí přímo souvisí s poskytnutím hlavní investiční služby tímž poskytovatelem.<sup>60</sup> Jde o služby dle § 4 odst. 3 písm. b); písm. e) a písm. g) ZPKT.<sup>61</sup>

Hobzova definice ovšem není zcela přesná. Některé doplňkové investiční služby totiž mohou být poskytovány osobami, které žádnou hlavní investiční službu neposkytují. Pro tyto osoby tak nemůže být doplňková investiční služba „*vedlejší doplňkovou činností při poskytování služeb hlavních*“. Jde o doplňkové investiční služby dle § 3 odst. 3 písm. a)<sup>62</sup>, písm. c)<sup>63</sup> a písm. d)<sup>64</sup> ZPKT. Tyto doplňkové investiční služby z povahy věci nemusí být poskytovány osobou, která by poskytovala některou hlavní investiční službu, a mohou být poskytovány bez jakékoli souvislosti s jinými investičními službami.

V této souvislosti je možné znovu poukázat na zvláštní charakter doplňkové investiční služby dle § 4 odst. 3 písm. c) ZPKT. Tato doplňková investiční služba může být poskytována dokonce bez jakékoli souvislosti s investičními nástroji, viz kapitola 2.2.

Praktický význam rozlišování investičních služeb hlavních a doplňkových spočívá v tom, že hlavní investiční služby lze poskytovat, až na výjimky, z nichž některé budou předmětem výkladu u jednotlivých investičních služeb, pouze se zvláštním povolením ČNB vydaným podle ZPKT, ZoB a ZISIF. Totéž ovšem platí i o doplňkové službě dle § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT,<sup>65</sup> která by se ze systematického hlediska hodila spíše do výčtu hlavních investičních služeb.<sup>66</sup>

Dalším významným rozdílem je to, že některá pravidla jednání se zákazníkem se uplatní pouze při poskytování hlavních investičních služeb. Lze uvést povinnost provést *test*

---

<sup>59</sup> HOBZA, M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vydání. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7, s. 52.

<sup>60</sup> Tamtéž.

<sup>61</sup> Poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí; Devizová služba související s poskytováním investičních služeb. služba obdobná investiční službě, která se týká věci, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje uvedeného v § 3 odst. 1 písm. g) až k) a která souvisí s poskytováním investičních služeb. Viz níže.

<sup>62</sup> Úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem.

<sup>63</sup> Poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností, převodů obchodních závodů nebo nabytí účasti v obchodní korporaci.

<sup>64</sup> Investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji.

<sup>65</sup> Úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem.

<sup>66</sup> Viz § 4a ZPKT.

*vhodnosti* či *přiměřenosti*<sup>67</sup> nebo povinnost poskytnout zákazníkům ilustraci, která znázorňuje souhrnný dopad nákladů na návratnost při poskytování hlavních investičních služeb.<sup>68</sup>

### **2.3.2. Vyhrazené a nevyhrazené investiční služby**

Hobza dále rozlišuje investiční služby vyhrazené a nevyhrazené, kdy k poskytování služeb posledně uvedených není třeba povolení udělované podle předpisů finančního práva.<sup>69</sup> Jak plyne z předchozí podkapitoly, vyhrazenými investičními službami v tomto smyslu jsou všechny hlavní investiční služby a doplňková investiční služba „*úschovy a správy investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem*“ dle § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT.

Skutečnost, že k poskytování nevyhrazených investičních služeb není třeba povolení podle předpisů finančního práva ovšem neznamená, že tyto služby lze poskytovat bez dalšího. V první řadě je třeba upozornit na to, že nevyhrazená služba, která je současně vždy doplňkovou investiční službou (viz výše), je v některých případech poskytována tím, kdo nabízí též investiční službu hlavní, tedy službu vyhrazenou, k jejímuž poskytování je povolení podle předpisů finančního práva nutné. V ostatních případech takové zvláštní povolení třeba není. Pak ale nevyhrazená služba typicky naplní pozitivní i negativní definici živnosti dle § 2 a § 3 ŽZ, a její poskytovatel tak bude povinen získat živnostenské oprávnění.<sup>70</sup>

### **2.3.3. Jiná dělení investičních služeb**

V teorii se lze setkat i s dalšími způsoby rozlišování investičních služeb, např. dělení na služby s poradenským prvkem a bez tohoto prvku či dělení na investiční služby poskytované investorům, nebo emitentům.<sup>71</sup> Tyto další způsoby jsou ovšem často nejednoznačné, když některé služby nelze spolehlivě zařadit do jedné ani druhé skupiny. Pro praxi jsou tato další dělení bez velkého významu, a proto se jimi dále nebudu zabývat.

## **2.4. Distinkce investičních služeb a služeb skupinového financování**

Přijetím ECSPR dne 20. října 2020 vyvstala potřeba odlišit v ní upravené služby skupinového financování od investičních služeb dle MiFID II. Služby skupinového

---

<sup>67</sup> Viz § 15h a § 15i ZPKT.

<sup>68</sup> Viz čl. 50 odst. 10 DelReg.

<sup>69</sup> HOBZA, M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vydání. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7.

<sup>70</sup> HOBZA, M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vydání. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7.

<sup>71</sup> Tamtéž.



financování souvisí s tzv. *platformami skupinového financování*,<sup>72</sup> jimiž se ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. d) ECSPR rozumí „*veřejně přístupný internetový informační systém, který provozuje nebo řídí poskytovatel služeb skupinového financování*“. Obecně lze říct, že jde o internetové platformy umožňující investovat do převoditelných cenných papírů ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 44) MiFID II<sup>73</sup> a nabízející projekty, do kterých lze investovat poskytnutím peněžních prostředků formou úvěru či zápůjčky.<sup>74</sup>

ECSPR rozlišuje dvě služby skupinového financování. První z nich je podle čl. 2 odst. 1 písm. a) pododst. (i) ECSPR „*párování zájmů investorů a vlastníků projektů na financování podnikání prostřednictvím využití platformy skupinového financování, které zahrnuje umožnění poskytování úvěrů*“. Tuto službu lze snadno rozeznat od investičních služeb dle MiFID II, resp. ZPKT. Předmětem této služby je párování zájmů různých osob týkajících se úvěrů. Neexistuje tu tedy žádná souvislost s investičními nástroji ani poradenský prvek týkající se struktury kapitálu atd., a tudíž se nemůže jednat o investiční službu, viz kapitolu 1.2.2.

Druhou službou skupinového financování je podle čl. 2 odst. 1 písm. a) odst. (ii) ECSPR „*párování zájmů investorů a vlastníků projektů na financování podnikání prostřednictvím využití platformy skupinového financování, které zahrnuje umístování převoditelných cenných papírů a nástrojů přijatých pro účely skupinového financování vydaných vlastníky projektů nebo zvláštní účelovou jednotkou bez pevného závazku převzetí podle bodu 7 oddílu A přílohy I směrnice 2014/65/EU<sup>75</sup> a přijímání a předávání pokynů klientů týkajících se těchto převoditelných cenných papírů a přijatých nástrojů pro účely skupinového financování podle bodu 1 uvedeného oddílu*“. Z uvedené definice je zřejmé, že tato služba materiálně zahrnuje hlavní investiční službu *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů* podle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT a hlavní investiční službu *umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání* podle § 4 odst. 2 písm. i) ZPKT. V praxi mohou vznikat nesnáze v tom, zda vykonávanou činnost posoudit jako službu skupinového financování podle ECSPR, či zda jde pouze o dvě nezávisle poskytované investiční služby ve smyslu ZPKT. Rozhodujícím kritériem je to, zda jsou obě uvedené činnosti materiálně odpovídající investičním službám poskytovány *společně* ve vztahu

---

<sup>72</sup> V anglickém znění ECSPR jde o „*crowdfunding platforms*“.

<sup>73</sup> Pojmu převoditelných cenných papírů odpovídá pojem investičních cenných papírů dle § 3 odst. 2 ZPKT.

<sup>74</sup> Z českého prostředí lze uvést platformy [www.fundlift.cz](http://www.fundlift.cz) a [www.zoonky.cz](http://www.zoonky.cz).

<sup>75</sup> Pozn. autora: MiFID II.

k převoditelným cenným papírům nabízeným na dané platformě.<sup>76</sup> V případě, že by na platformě skupinového financování byly převoditelné cenné papíry pouze umístěny, aniž by k nim provozovatel této platformy *přijímal a předával* pokyny, nebude se o službu skupinového financování jednat. To samé platí i *vice versa*, pokud osoba provozující platformu skupinového financování *přijímá a předává pokyny* ve vztahu k některým převoditelným cenným papírům bez jejich současného umístění na platformě, bude se jednat pouze o investiční službu a taková osoba bude povinna mít vedle povolení k činnosti poskytovatele služeb skupinového financování i povolení k poskytování investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT.

Důsledné rozlišování služeb investičních a služeb skupinového financování má na výsost praktické důvody, neboť podléhají odlišné regulaci. Zatímco služby skupinového financování podléhají regulaci obsažené v ECSPR a jsou výslovně vyloučeny z působnosti MiFID II,<sup>77</sup> služby investiční podléhají pouze regulaci v MiFID II. Navíc, služby skupinového financování mohou být, na rozdíl od služeb investičních, poskytovány pouze právnickou osobou.<sup>78</sup>

## 2.5. Regulace investičních služeb a její cíle

### 2.5.1. Úvod

Regulací lze rozumět „*limitování určité činnosti za předem vytyčených, stanovených pravidel*“.<sup>79</sup> Jinými slovy jde o činnost, jejímž předmětem je tvorba vynutitelných pravidel jednání. Cílem regulace by obecně mělo být dosažení lepšího fungování dané oblasti v porovnání s jejím fungováním bez této regulace. Nejinak je tomu i v případě trhů finančních.<sup>80</sup>

Jak bylo uvedeno v kapitole 2.1, existence a poskytování investičních služeb jako takových je (pouze) částečným řešením tržních selhání, která *trh s investičními nástroji* postihují. Z toho plyne, že je nutné regulovat tento trh v rozsahu, ve kterém investiční služby nejsou s to související tržní selhání vyřešit. Dále je třeba připustit, že i na *trhu s investičními*

---

<sup>76</sup> Viz recitál č. 10 ECSPR.

<sup>77</sup> Viz čl. 2 odst. 1 písm. b) MiFID II.

<sup>78</sup> Viz čl. 2 odst. 1 písm. e) ECSPR.

<sup>79</sup> KARFÍKOVÁ, Marie. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0. s. 92.

<sup>80</sup> ARMOUR, John. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

*službami*<sup>81</sup> dochází k tržním selháním jako na kterémkoli jiném trhu. Asymetrie informací se může stejně dobře jako investičního nástroje týkat i investičních služeb, zejména jejich poskytovatele, kdy může být nesnadné ověřit stupeň jeho erudice či zda jedná v zájmu zákazníka. Obdobné platí i pro ostatní tržní selhání. Z tohoto důvodu je nutné regulovat i *trh s investičními službami*, tedy poskytování investičních služeb samotných.

Z hlediska ryze teoretického tak lze rozlišovat nejen výlučnou regulaci *trhu investičních služeb* (např. úpravu povolení k výkonu těchto služeb nebo povinnosti spjaté s konkrétní investiční službou), ale i regulaci *trhu investičních nástrojů* (např. úpravu regulovaných trhů<sup>82</sup> či služby hlášení údajů<sup>83</sup>). Je však možné nalézt i úpravu, kterou nelze podle předchozí věty jednoznačně zařadit, neboť napravuje tržní selhání obou zmíněných trhů současně. Mám na mysli např. povinnost provádět tzv. *test vhodnosti* dle čl. 25 odst. 2 MiFID II a povinnost informovat o všech nákladech a souvisejících poplatcích dle čl. 50 DelReg, neboť tyto povinnosti se bezprostředně týkají nejen zmírňování důsledků asymetrie informací a omezených poznávacích schopností ve vztahu k investičním službám, ale i investičních nástrojů samotných.

Přiznávám, že výše uvedené striktní rozlišování *trhu investičních nástrojů* a *trhu investičních služeb* včetně souvisejících oblastí regulace nemá v praxi významnou relevanci a je zde zmíněno pouze za účelem demonstrace komplexní povahy investičních služeb a s nimi souvisejících investičních nástrojů. Nakonec cíle a smysl regulace, jejichž rozbor bude následovat, jsou pro obě tyto oblasti v zásadě totožné.

### **2.5.2. Ochrana investorů**

Pravděpodobně nejdůležitějším cílem regulace (trhu) investičních služeb a *trhu investičních nástrojů* je ochrana investorů.<sup>84</sup> Výše uvedená tržní selhání, tedy asymetrie informací a omezené poznávací schopnosti, a související transakční náklady odůvodňují ochranu zákazníka před sebou samým i před jednáním třetích osob, zejména poskytovatelů investičních služeb.

Zajištění ochrany zákazníka před sebou samým je nezbytné proto, že samotný zákazník často nebude s to přijmout optimální rozhodnutí a následně se jimi řídit. Tato

---

<sup>81</sup> *Trhem investičních služeb* rozumím trh, jehož předmětem jsou investiční služby jako takové. Jde tedy o trh odlišný od *trhu s investičními nástroji*, který byl definován v kapitole 1.1.2.

<sup>82</sup> Viz čl. 4 odst. 1 bod 21) MiFID II ve spojení s čl. 44 a násl. MiFID II.

<sup>83</sup> Viz čl. 59 MiFID II.

<sup>84</sup> V dalším výkladu používám zákonný pojem zákazník užívaný v českém překladu MiFID II a ZPKT.

rozhodnutí se mohou týkat mnoha otázek, např. výběru vhodného investičního nástroje, investiční služby či jejího poskytovatele.<sup>85</sup>

Dále je nutné chránit zákazníka před nevhodným jednáním poskytovatelů investičních služeb. Je třeba si uvědomit, že na poskytovatele investičních služeb jsou zpravidla delegovány rozhodnutí a úkony, které by jinak činil zákazník. Tito poskytovatelé mohou učinit špatné rozhodnutí ze stejných důvodů jako investor sám. Neméně významným problémem je to, že poskytovatelé mohou podlehnout pokušení jednat ve svém vlastním zájmu či v zájmu třetí osoby na úkor zájmu zákazníka.<sup>86</sup>

Tyto konflikty zájmů mohou mít mnoho podob. Při obhospodařování majetku zákazníka může dojít k situaci, kdy bude pro poskytovatele výhodné na vlastní účet nabýt investiční nástroj zákazníka, neboť se očekává růst hodnoty tohoto nástroje; poskytovateli může být nabídnuta pobídka od emitenta investičního nástroje, aby doporučoval tento nástroj svým zákazníkům; poskytovatel upřednostní zájem významného zákazníka na úkor méně významného a provede pokyny těchto zákazníků v rozporu s jejich pořadím apod.

Specifický střet zájmů může vznikat mezi zaměstnanci poskytovatele investičních služeb a zákazníky. Z tohoto důvodu je dle § 15c odst. 3 ZPKT zakázáno odměňovat zaměstnance a jiné zástupce poskytovatelů investičních služeb způsobem, který by mohl vést k porušení povinnosti jednat v nejlepším zájmu zákazníka.

Bez příslušné regulace by pro zákazníka samotného bylo velice obtížné monitorovat jednání poskytovatele investiční služby a reagovat na jeho nedostatky a současně by v této souvislosti docházelo ke vzniku enormně vysokých transakčních nákladů svého druhu, v anglické literatuře označovaných jako „agency costs“.<sup>87</sup>

### 2.5.3. Efektivita trhu

V podkapitole 1.1.3. jsme se přesvědčili, že smyslem finančních trhů je, zejména skrze funkci *selektivní* (též *alokační*), efektivní nakládání s peněžními prostředky, které pak vede k optimálnímu ekonomickému růstu. Jinak řečeno, finanční trhy by měly ideálně docílit toho, aby v každém okamžiku byly peněžní prostředky alokovány tam, kde je jich nejvíce zapotřebí.

---

<sup>85</sup> WOOD, P. *Law and Practice of International Finance*. Sweet & Maxwell Ltd., 2008, 632 s. ISBN 978-1-84703-255-3.

<sup>86</sup> ARMOUR, John. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

<sup>87</sup> KRAAKMAN R. a col. *The Anatomy of Corporate Law*. Third edition. Oxford: Oxford University Press, 2017, 281 s. ISBN 978-0-19-872431-5.

Regulace *trhu investičních služeb a trhu investičních nástrojů* by měla vést k tomu, aby se subjekty s přebytkem peněžních prostředků neobávaly tyto prostředky poskytnout těm, kteří v dané chvíli trpí jejich nedostatkem. Účelem této regulace je proto vytvářet a posilovat důvěru veřejnosti ve finanční trhy,<sup>88</sup> přičemž hlavním nástrojem v tomto ohledu je právě ochrana investorů, viz výše.

#### 2.5.4. Vytvoření vnitřního trhu EU

Vzhledem k členství České republiky v Evropské unii je vhodné krátce pojednat o regulaci, jejímž cílem je vytvořit a podporovat vnitřní *trh investičních služeb* tím, že harmonizuje pravidla pro jejich poskytování, zejména pravidla pro jednání se zákazníkem, a odstraňuje právní<sup>89</sup> i faktické překážky vstupu na trhy jednotlivých členských států. Harmonizace pravidel pro poskytování investičních služeb<sup>90</sup> je zásadní, neboť v případě její absence by poskytovatelé museli splňovat mnohdy odlišné požadavky každého členského státu zvláště, což by významně snižovalo jejich možnosti na jednotlivé národní trhy vstupovat,<sup>91</sup> a o vnitřním trhu by tak nebylo možné vůbec hovořit.

MiFID II upravuje volný pohyb investičních služeb a související svobodu usazování speciálně, tedy (zčásti) odlišně oproti obecné úpravě těchto svobod v právu sekundárním.<sup>92</sup> Tak v případě výkonu svobody usazování prostřednictvím pobočky je speciální úprava v čl. 35 MiFID II pro poskytovatele investičních služeb příznivější než úprava obecná, neboť tomuto poskytovateli stačí získat povolení pouze v domovském členském státě (nemusí tak získat povolení v hostitelském členském státě), zatímco podle obecné úpravy usazení poskytovatelé služeb musí získat příslušné povolení i v hostitelském členském státě.

V případě volného pohybu investičních služeb je speciální úprava v čl. 34 MiFID II oproti obecné úpravě naopak přísnější, protože poskytovatel investiční služby musí nejprve domovskému orgánu dohledu oznámit, že hodlá poskytovat investiční služby v dalším členském státě. Domovský orgán dohledu následně oznámí tuto skutečnost orgánu dohledu tohoto dalšího členského státu a až poté zde poskytovatel investičních služeb může zahájit

---

<sup>88</sup> WOOD, P. *Law and Practice of International Finance*. Sweet & Maxwell Ltd., 2008, 632 s. ISBN 978-1-84703-255-3.

<sup>89</sup> Zejm. povinnost získat veřejnoprávní povolení k poskytování služby v hostitelském členském státě v rámci výkonu svobody volného pohybu služeb a práva na usazení prostřednictvím pobočky.

<sup>90</sup> Hlavním pramenem této harmonizace je samozřejmě MiFID II a DelReg.

<sup>91</sup> Zejm. kvůli vysokým nákladům na monitoring a implementaci pravidel jednotlivých států EU.

<sup>92</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/123/ES ze dne 12. prosince 2006 o službách na vnitřním trhu.

činnost. Obecná úprava volného pohybu služeb žádný takový postup nevyžaduje a služby mohou být v rámci výkonu této svobody poskytovány (zásadně) bez dalšího.<sup>93</sup>

### **2.5.5. Další cíle**

V literatuře lze nalézt další možné cíle, např. ochrana stability finančního systému nebo prevenci trestné činnosti.<sup>94</sup> Je důvodné se domnívat, že stabilitu finančního systému lze regulací *trhu investičních služeb* ovlivnit jen v omezené míře, když tato se zaměřuje především na jednání poskytovatelů investičních služeb se zákazníky, zatímco hlavním nástrojem pro zachování stability finančního systému jsou spíše kapitálové požadavky na banky a pojišťovny či úprava fondů pojištění vkladů.<sup>95</sup> Obdobné platí i pro prevenci trestné činnosti. Proto se těmito cíli nebudu více zabývat.

## **2.6. Prameny regulace investičních služeb**

Před detailnějším studiem regulace investičních služeb je vhodné zorientovat se ve struktuře jejích pramenů<sup>96</sup>, která je dle mého soudu relativně nepřehledná a matoucí. Porozumění této struktuře, zejména z hlediska původu a právní síly jednotlivých pramenů, je nezbytné pro správný výklad a následnou aplikaci konkrétní právní normy. Pro snadnější porozumění bude následující výklad rozdělen na výklad unijních a výklad národních pramenů práva investičních služeb.

### **2.6.1. Unijní prameny**

Výklad je vhodné zahájit prameny unijními, protože na této úrovni mají obvykle pravidla investičních služeb svůj původ a také proto, že prameny unijního práva mají slovy SDEU aplikační přednost před prameny práva národního, jinými slovy požívají vyšší právní síly.<sup>97</sup> Na úrovni EU lze rozlišovat několik vrstev pramenů týkajících se investičních služeb.

První vrstvou jsou legislativní akty EU ve smyslu čl. 288 a čl. 289 odst. 3 SFEU, tedy akty přijaté legislativním postupem dle SFEU. Na této úrovni jsou pravidla týkající se

---

<sup>93</sup> Viz zejména čl. 16 odst. 2 písm. a) a písm. b) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/123/ES ze dne 12. prosince 2006 o službách na vnitřním trhu.

<sup>94</sup> Srov. WOOD, P. *Law and Practice of International Finance*. Sweet & Maxwell Ltd., 2008, 632 s. ISBN 978-1-84703-255-3.

<sup>95</sup> Přednášky prof. Michela Tisona v rámci předmětu EU Banking and Capital Market Law, akademický rok 2020/2021, Ghent University.

<sup>96</sup> Ve smyslu formálního pramene práva, tedy „*formy, které obsahují právní normy a dodávají v nich obsaženým pravidlům charakter práva*“. Viz GERLOCH, A. *Teorie práva*. 5. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 308. s. ISBN 978-80-7380-233-2. s. 69.

<sup>97</sup> Za všechna rozhodnutí ohledně této otázky lze odkázat na rozsudek SDEU ze dne 15. července 1964 Flaminio Costa proti E.N.E.L., 6-64.

investičních služeb harmonizována především směrnicí MiFID II, tedy aktem, který „je závazný pro každý stát, kterému je určen, pokud jde o výsledek, jehož má být dosaženo, přičemž volba formy a prostředků se ponechává vnitrostátním orgánům“,<sup>98</sup> a proto nemá sám o sobě přímé účinky. Přímé účinky mají až transpoziční právní normy každého členského státu. Některé otázky týkající se investičních služeb provozování MTF a OTF jsou upraveny v MiFIR, legislativním aktu ve formě nařízení, tudíž „závazném v celém rozsahu a přímo použitelném ve všech členských státech.“<sup>99</sup> Nařízení tak ke své účinnosti nepotřebuje žádnou legislativu na úrovni členských států.

Druhou a pro právo investičních služeb neméně významnou vrstvou jsou tzv. nelegislativní akty vydávané Komisí. Z výše uvedeného je zřejmé, že se jedná o akty, které nejsou přijímány legislativním postupem dle SFEU. Formy těchto nelegislativních aktů jsou totožné jako u aktů legislativních, jde tedy opět o nařízení, směrnice nebo rozhodnutí dle čl. 288 SFEU. Na tomto místě si dovoluji znovu upozornit na to, že unijní právo má vyšší právní sílu než právo národní, což platí i pro akty nelegislativní.<sup>100</sup> SFEU zná dva typy nelegislativních aktů, prvním z nich jsou tzv. akty v přenesené pravomoci, druhým pak tzv. prováděcí akty.

Akt v přenesené pravomoci lze vydat pouze tehdy, pokud legislativní akt explicitně zmocní Komisi k jeho vydání a současně vymeze cíle, obsah, rozsah a dobu trvání přenesení pravomoci.<sup>101</sup> Akty v přenesené pravomoci doplňují a v některých případech i mění legislativní akty v jejich nepodstatných prvcích.<sup>102</sup> Klasickým příkladem takového aktu je DelReg, který velice detailně rozvádí jednotlivé povinnosti v MiFID II a některé povinnosti přidává (viz níže). Zvláštní kategorií aktů v přenesené pravomoci jsou RTS<sup>103</sup>, jejichž návrhy jsou připravovány v ESMA, přičemž Komise tyto návrhy následně schvaluje jako akty v přenesené pravomoci (obvykle jde o nařízení v přenesené pravomoci).<sup>104</sup> Pro úplnost lze zmínit, že Komise může návrhy připravené v ESMA měnit, nicméně možnost tak učinit je značně omezená.<sup>105</sup>

---

<sup>98</sup> Viz čl. 288 SFEU.

<sup>99</sup> Tamtéž.

<sup>100</sup> I v případě nelegislativních aktů se lze opřít o jeden z nosných argumentů v rozsudku SDEU ze dne 15. července 1964 Flaminio Costa proti E.N.E.L., 6-64, jehož podstata tkví v tom, že samotný smysl EU a unijního práva by byl popřen, pokud by členský stát mohl jednostranně vyloučit užití unijní normy normou národní.

<sup>101</sup> Viz čl. 290 odst. 1 SFEU.

<sup>102</sup> Tamtéž.

<sup>103</sup> Regulatory Technical Standards.

<sup>104</sup> Viz čl. 10 ESMAReg.

<sup>105</sup> Tamtéž.

Druhým typem nelegislativních aktů jsou již zmíněné prováděcí akty. Tyto jsou vydávány Komisí na základě čl. 291 SFEU a explicitního zmocnění v legislativním aktu a jejich úkolem je legislativní akty pouze provádět, tedy nikoli je měnit či doplňovat, jako je tomu u aktů v přenesené pravomoci. I v rámci tohoto typu nelegislativních aktů nacházíme zvláštní kategorii. Jde o ITS<sup>106</sup>, jejichž návrhy jsou připravovány v ESMA a které jsou následně schvalovány Komisí jako prováděcí akty (obvykle ve formě prováděcího nařízení).<sup>107</sup> Na rozdíl od návrhů RTS, návrhy ITS může Komise měnit v podstatě bez omezení.<sup>108</sup>

Pro úplnost zmiňuji i tzv. *Guidelines*<sup>109</sup>, právně nezávazné pokyny a doporučení, které vypracovává ESMA v případě, kdy je třeba „zavést jednotné, účinné a efektivní postupy dohledu a zajistit společné, důsledné a jednotné uplatňování práva Unie“.<sup>110</sup> Zjednodušeně lze říct, že *Guidelines* obsahují výklad určitých ustanovení a institutů práva *trhu investičních nástrojů*.<sup>111</sup> Jedná se o právně nezávazný výklad orgánu ESMA, tudíž nezavazuje soudní orgány včetně SDEU, a tito tak mohou ve své judikatuře dojít k odlišným závěrům. K vydání *Guidelines* není třeba zvláštního zmocnění v unijních právních aktech, generální zmocnění dle čl. 16 ESMAReg zcela postačuje. Adresáty jsou zpravidla orgány dohledu členských států, ovšem v některých případech jimi mohou být i samotní účastníci finančních trhů.<sup>112</sup>

To, že *Guidelines* nejsou právně závazné ovšem neznamená, že mohou být jejich adresáty jednoduše ignorovány.<sup>113</sup> Pokud tak konkrétní *Guidelines* stanoví, účastníci finančních trhů jsou povinni „jasným a podrobným způsobem podávat zprávu o tom, zda se těmito obecnými pokyny nebo doporučením řídí“.<sup>114</sup> Naproti tomu orgány dohledu členských států jsou vždy povinni orgánu ESMA sdělit, zda se budou *Guidelines* řídit. V případě, že se jimi řídit nebudou, musí toto rozhodnutí odůvodnit. V takovém případě ESMA může zveřejnit informaci o tom, že orgán dohledu se *Guidelines* neřídí.<sup>115</sup> Tento postup se v literatuře někdy

---

<sup>106</sup> Implementing Technical Standards.

<sup>107</sup> Např. Prováděcí nařízení Komise (EU) 2017/988 ze dne 6. června 2017, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o standardní formuláře, šablony a postupy pro ujednání o spolupráci s ohledem na obchodní systém, jehož činnost má značný význam v hostitelském členském státě.

<sup>108</sup> Viz čl. 15 ESMAReg.

<sup>109</sup> V českém znění ESMAReg jde o Obecné pokyny a doporučení. Pro zjednodušení budu užívat termín *Guidelines*.

<sup>110</sup> Viz čl. 16 odst. 1 ESMAReg.

<sup>111</sup> Za všechny lze zmínit *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*. 2018. ESMA35-43-1163, které vysvětlují, jak má být postupováno při provádění testu vhodnosti dle čl. 25 odst. 2 MiFID II.

<sup>112</sup> Např. obchodníci se cennými papíry, regulované trhy či investiční společnosti, viz čl. 4 odst. 1 ESMAReg.

<sup>113</sup> BUSUIOC, M. *Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*. *European Law Journal*, Vol. 19, No. 1, 2013, pp. 111-125.

<sup>114</sup> Viz čl. 16 odst. 3 ESMAReg.

<sup>115</sup> Tamtéž.



označuje jako „*naming and shaming*“ a jeho cílem je motivovat orgány dohledu členských států řídit se vydávanými *Guidelines*, a vyhnout se tak negativní publicitě spojené se zveřejněním informace o záměru dané *Guidelines* ignorovat.<sup>116</sup> Lze jistě jen kvitovat, že ČNB se v současné době až na jedinou výjimku řídí všemi *Guidelines* vydanými orgánem ESMA.<sup>117</sup>

## 2.6.2. Národní prameny

Struktura právních pramenů ČR je pro odbornou veřejnost notoricky známá, a proto nepovažuji za nezbytné se jejím popisem zabývat v rozsahu, v jakém jsem tak učinil u pramenů unijních výše.

Základním stavebním kamenem regulace investičních služeb na národní úrovni je samozřejmě ZPKT, který je transpozicí MiFID II do českého právního řádu. Tím se ovšem obsah ZPKT nevyčerpává, dále je zde možno nalézt mimo jiné úpravu evidence investičních nástrojů<sup>118</sup> či úpravu garančního fondu obchodníků s cennými papíry.<sup>119</sup> V ZISIF je upravena možnost investičních společností poskytovat některé investiční služby a v ZoB totéž pro činnost bank (viz níže). Dále lze zmínit zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu<sup>120</sup>, který obsahuje zejména speciální úpravu správního řízení<sup>121</sup> ve vztahu k obecné úpravě v SR.

Podzákoné právní předpisy jsou v naprosté většině vydávány ČNB. Jako nejdůležitější lze zmínit vyhlášku ČNB o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb<sup>122</sup> upravující ochranu majetku zákazníka, pobídky a tzv. *product governance*.<sup>123</sup> Spíše výjimečně se lze setkat s vyhláškami vydanými Ministerstvem financí, příkladem může být vyhláška č. 570/2020 Sb.<sup>124</sup> Pro úplnost lze dodat, že v současnosti není v platnosti žádné nařízení vlády, jehož předmětem by byla úprava investičních služeb.

---

<sup>116</sup> BUSUIOC, M. *Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*. *European Law Journal*, Vol. 19, No. 1, 2013, pp. 111-125.

<sup>117</sup> Seznam všech *Guidelines* vydaných orgánem ESMA včetně souvisejících stanovisek dohledových orgánů členských států je dostupný z WWW: <https://www.esma.europa.eu/convergence/guidelines-and-technical-standards>.

<sup>118</sup> Část osmá ZPKT.

<sup>119</sup> Viz § 128 až 134 ZPKT.

<sup>120</sup> Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>121</sup> Např. § 10 a § 11 téhož zákona týkající se předběžných opatření ve smyslu SR.

<sup>122</sup> Vyhláška č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů; jde o téměř doslovnou transpozici DelDir.

<sup>123</sup> Vytváření a nabízení investičního nástroje zákazníkům dle čl. 24 odst. 2 MiFID II.

<sup>124</sup> Vyhláška Ministerstva financí č. 570/2020 Sb., o informačních povinnostech některých osob podnikajících na kapitálovém trhu vůči Garančnímu fondu obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů.

### 2.6.3. Zhodnocení stávající struktury pramenů regulace

Z výše podaného výkladu je zřejmé, že struktura pramenů práva investičních služeb je relativně roztržštěná a vrstevnatá. Tuto strukturu lze zjednodušeně popsat tak, že směrnice MiFID II jako legislativní akt EU stanoví členským státům povinnost přijmout ve svých právních rádech určitou úpravu (u nás ZPKT), přičemž tato národní úprava je dále prováděna a doplňována právními akty (opět) unijního původu, které jsou svou povahou sice nelegislativní, ale přesto s vyšší právní silou, než má jimi prováděný ZPKT, a dokonce s přímým účinkem (DelReg).

Tato struktura dle mého názoru není ideální, protože regulaci investičních služeb činí nepřehlednou, a může tak přispívat k výkladovým a aplikačním nesnázím, přičemž pro adresáty často ani není jednoduché seznámit se se všemi svými právy a povinnostmi.<sup>125</sup> K aplikaci jednotlivých norem jsou totiž obvykle potřeba hned tři právní předpisy.

Prvním z nich je samozřejmě ZPKT, který transponuje MiFID II, a tím adresátům právních norem zakládá přímo účinné povinnosti. V některých případech dokonce stanoví povinnosti nad rámec MiFID II. Jde např. o povinnost obchodníka s cennými papíry pořizovat záznamy telefonických hovorů a elektronické komunikace týkající se poskytování všech investičních služeb zákazníkovi.<sup>126</sup> MiFID II naproti tomu stanoví obdobnou povinnost pouze v souvislosti s některými investičními službami.<sup>127</sup>

Druhým z nich je DelReg, který doplňuje a provádí MiFID II a ZPKT. I tento předpis v některých případech stanovuje povinnosti nad rámec MiFID II.<sup>128</sup> Zmínit lze povinnost informovat o volatilitě ceny investičního nástroje dle čl. 48 odst. 2 písm. b) DelReg či povinnost informovat o existenci prospektu dle čl. 48 odst. 3 DelReg, zatímco MiFID II v čl. 24 odst. 4 explicitně stanoví povinnost informovat pouze o rizicích a nákladech souvisejících s investičním nástrojem. Vzhledem k tomu, že DelReg má vyšší právní sílu než ZPKT, v případě rozdílu mezi dikcí DelReg a ZPKT bude nutné dát přednost ustanovení v DelReg.

Posledním je MiFID II, který sice sám o sobě není přímo účinný (jde o směrnici), ale při nejasnostech ohledně výkladu a aplikace ZPKT či DelReg bude třeba přihlídnout i k němu. Výjimečně však i ustanovení MiFID II může být přímo účinné a osoba, které má

---

<sup>125</sup> K podobnému závěru dochází i Hobza in HOBZA, M., *Distribuce investičních nástrojů*. Rigorózní práce. 2015.

<sup>126</sup> Viz § 17 odst. 2 ZPKT.

<sup>127</sup> Viz čl. 16 odst. 7 MiFID II.

<sup>128</sup> A prostřednictvím MiFID II i nad rámec ZPKT.

toto ustanovení založit právo se jej může přímo dovolat vůči členskému státu, který dané ustanovení dosud netransponoval nebo transponoval po stanovené lhůtě.<sup>129</sup>

Domnívám se, že vhodnější by bylo regulovat investiční služby formou nařízení jako legislativního aktu EU, a ze stávající struktury tak zcela vyloučit transpozici členskými státy, tedy zbavit onu strukturu jedné, dle mého soudu zbytečné, vrstvy a ulehčit tím aplikační praxi. EU v některých oblastech práva kapitálového trhu takto již postupovala, např. pro výše zmíněné služby skupinového financování (prostřednictvím ECSPR) či úpravy prospektu v Nařízení o prospektu.<sup>130131</sup> K tomu i Tison dodává, že dnes by se již pravidla investičních služeb pravděpodobně harmonizovala prostřednictvím nařízení.<sup>132</sup>

### 3. Poskytovatelé investičních služeb

Vzhledem k předmětu této práce považuji za vhodné alespoň stručně pojednat o nejvýznamnějších poskytovatelích investičních služeb. Následující výklad bude omezen na základní charakteristiku a případné odlišnosti mezi jednotlivými kategoriemi poskytovatelů. Výjimkou bude úprava investičních zprostředkovatelů, kde je dle mého názoru na místě kritika dosavadní úpravy pro zřejmý rozpor s právem EU.

#### 3.1. Obchodník s cennými papíry

Institut obchodníka s cennými papíry je podrobně upraven v ZPKT. Jde o právnickou osobu ve formě akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným, „*kteřá je na základě povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry uděleného Českou národní bankou oprávněna poskytovat hlavní investiční služby*“.<sup>133</sup> Vedle banky jde o jediného poskytovatele, který může poskytovat všechny investiční služby. ZPKT zvláště upravuje požadavky na základní kapitál, přičemž jeho výše je závislá na typu poskytovaných služeb. Nejvyšší částka předepsaného základního kapitálu je 730 000 EUR pro případ, že obchodník hodlá poskytovat službu *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet nebo upisování nebo umístování*

---

<sup>129</sup> V podrobnostech viz podkapitola 5.1.1.

<sup>130</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES.

<sup>131</sup> V obou případech bylo nařízení vydáno na základě zmocnění v čl. 114 odst. 1 SFEU, které umožňuje vydat nařízení za účelem „*sblížení ustanovení právních a správních předpisů členských států, jejichž účelem je vytvoření a fungování vnitřního trhu*“.

<sup>132</sup> Přednášky prof. Michela Tisona v rámci předmětu EU Banking and Capital Market Law, akademický rok 2020/2021, Ghent University.

<sup>133</sup> Viz § 5 odst. 1 ZPKT a § 6 odst. 1 ZPKT.

*investičních nástrojů se závazkem jejich upsání.*<sup>134</sup> Tyto služby (oproti službám ostatním) s sebou nesou riziko vzniku vysokých expozic vůči třetím stranám a normotvůrce se tímto způsobem snaží chránit věřitele před kreditním rizikem obchodníka s cennými papíry a také chránit finanční systém jako takový před systémovým rizikem. Systémově významných obchodníků se navíc týkají požadavky na kapitálovou přiměřenost a zavedení systému kapitálových rezerv dle § 9a až § 9b ZPKT.

ZPKT a jiné předpisy upravují i další požadavky na organizaci a činnost obchodníků s cennými papíry. Tato materie je však natolik rozsáhlá, že s ohledem na téma této práce se jí dále nebudu zabývat.

### **3.2. Investiční zprostředkovatel**

Institut investičního zprostředkovatele je využitím výjimky předvídané v čl. 3 MiFID II, která členskými státy za stanovených podmínek umožňuje ve svých právních řádech vedle obchodníků s cennými papíry a vázaných zástupců upravit další specifický typ poskytovatele investičních služeb, kterým může být jak osoba právnická, tak osoba fyzická. Je samozřejmostí, že i investiční zprostředkovatel je povinen při poskytování investičních služeb postupovat s odbornou péčí a v nejlepším zájmu zákazníka a plnit další povinnosti s nimi související, např. provést posouzení vhodnosti či dostát požadavkům ohledně pobídek.<sup>135</sup>

MiFID II stanoví, že poskytovatelé podle výše uvedené výjimky mohou poskytovat pouze investiční službu *přijímání a předávání pokynu a investiční poradenství*, přičemž obě tyto služby mohou poskytovat pouze ve vztahu k převoditelným cenným papírům a podílovým jednotkám subjektů kolektivního investování.<sup>136</sup> ZPKT tuto množinu způsobilých investičních nástrojů dále redukuje na cenné papíry kolektivního investování, hypoteční zástavní listy, dluhopisy vydané ČR a dluhopisy, ke kterým byl vydán prospekt nebo jiný srovnatelný dokument.<sup>137</sup> Oproti MiFID II tak ZPKT neumožňuje investičním zprostředkovatelům přijímat a předávat pokyny týkající se akcií a jiných účastnických cenných papírů ani ohledně těchto investičních nástrojů poskytovat investiční poradenství.<sup>138</sup>

Poslední omezení činnosti investičního zprostředkovatele, kterému se zde budu věnovat, spočívá v tom, že tento může předávat pokyny pouze omezenému okruhu osob.

---

<sup>134</sup> Viz § 8a ZPKT.

<sup>135</sup> Viz § 32 odst. 6 ZPKT.

<sup>136</sup> Viz čl. 3 odst. 1 písm. b) MiFID II.

<sup>137</sup> Viz § 29 odst. 3 ZPKT.

<sup>138</sup> Lze dodat, že před rokem 2018 investiční zprostředkovatel mohl poskytovat služby i ve vztahu k akciím a dalším účastnickým cenným papírům, které spadaly pod definici investičních cenných papírů. Změna přišla se zákonem č. 204/2017 Sb., který tuto možnost vyloučil a přinesl nynější podobu předmětného ustanovení.

Jmenovitě jde o obchodníky s cennými papíry, banky, investiční společnosti, samosprávné fondy kolektivního investování a konečně obhospodařovatele fondů kolektivního investování nebo srovnatelné zahraniční fondy.<sup>139</sup> ZPKT tak překvapivě neumožňuje obchodníkům s cennými papíry z jiných členských států EU (pro účely této kapitoly dále jen „EUOCP“) využít služeb investičních zprostředkovatelů, a to dokonce ani tehdy, pokud mají v ČR zřízenou pobočku.<sup>140</sup> Uvedená úprava je dle mého názoru nedůvodná a především flagrantním porušením práva EU. Vzhledem k tomu, že v rozhodovací praxi ČNB je tento zákaz přísně vynucován,<sup>141</sup> považuji za nezbytné se k tomuto problému podrobně vyjádřit.

Důvodová zpráva je v souvislosti s daným zákazem skoupá a jako jediný důvod pro tuto úpravu zmiňuje obtížné provádění výkonu dohledu nad zahraničními subjekty.<sup>142</sup> K tomu lze učinit dvě poznámky. Zaprvé lze odkázat na odlišnou úpravu vázaného zástupce, která tomuto zástupci výslovně umožňuje zastupovat i zahraniční subjekt s pobočkou v ČR (včetně banky).<sup>143</sup> Totéž platí i pro českého obchodníka s cennými papíry, který předává pokyny EUOCP, včetně těch bez pobočky v ČR. V těchto případech zákonodárci ztížený výkon dohledu nad zahraničním subjektem, pro mě z neznámého důvodu, nevádí. Proto se domnívám, že zákaz lze považovat za arbitrární a v rozporu s principem neakcesorické rovnosti, tedy zákazem nedůvodného rozlišování (též zákaz libovůle) tak, jak tento princip vykládá Ústavní soud ČR.<sup>144</sup>

Zadruhé je nutné si uvědomit, že osobou, která jedná se zákazníkem a je povinna dbát pravidel jednání s ním, je investiční zprostředkovatel ve smyslu ZPKT, tedy osoba české státní příslušnosti vykonávající činnost výlučně v ČR, a která tak plně podléhá dohledu ČNB, který není nijak obtížnější než dohled nad kterýmkoli jiným českým poskytovatelem. Jinými slovy, zákazník investičního zprostředkovatele není zákazníkem EUOCP. Zákazníkem EUOCP je pouze investiční zprostředkovatel, který přijímá a předává pokyn původního zákazníka.<sup>145</sup> Dle mého názoru tak není nutné příliš lpět na dohledu ČNB nad jednáním EUOCP, neboť jeho zákazníkem je v právním smyslu investiční zprostředkovatel, tedy podnikatel a odborník, přičemž EUOCP plně podléhá dohledu členského státu svého původu,

---

<sup>139</sup> Viz § 29 odst. 4 ZPKT.

<sup>140</sup> Před rokem 2018 tomu tak nebylo a investiční zprostředkovatel pokyny obchodníkům s cennými papíry z jiných členských států předávat mohl. Změna nastala opět s již zmíněným zákonem č. 204/2017 Sb.

<sup>141</sup> Např. rozhodnutí č. j. 2020/57765/570 ze dne 5. 5. 2020, sp. zn. S-Sp-2019/00509/CNB/573 či rozhodnutí č. j. 2021/6589/570 ze dne 18. 1. 2021 S-Sp-2020/00137/CNB/573.

<sup>142</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 204/2017 Sb.

<sup>143</sup> Viz § 32a odst. 3 písm. d) ZPKT.

<sup>144</sup> Např. nález Ústavního soudu České republiky ze dne 28. 6. 2016, sp. zn. Pl. ÚS 18/15.

<sup>145</sup> Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005.

a co se týče EUOCP s pobočkou v ČR, tak tento částečně podléhá i dohledu ČNB, viz čl. 35 odst. 8 MiFID II. Tento argument je dále umocněn skutečností, že ve vztahu EUOCP a investičního zprostředkovatele je předmět dohledu ve velké míře omezen, neboť investiční zprostředkovatel je tzv. způsobilou protistranou, a EUOCP tak bude zásadně zavázán pouze k obecné povinnosti jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě, aniž by musel plnit podrobné informační povinnosti či provádět posouzení přiměřenosti atd.<sup>146</sup>

Je tedy možné uzavřít, že každý poskytovatel usazený v EU je dohlížen minimálně orgánem dohledu svého domovského státu a jednání investičního zprostředkovatele s původním českým zákazníkem je dohlíženo přímo ČNB. V tomto ohledu tak není důvodné zakazovat investičnímu zprostředkovateli předávat pokyny EUOCP.

Nejvážnějším problémem této úpravy je však jeho rozpor s právem EU, konkrétně porušení volného pohybu služeb a práva usazování.<sup>147</sup> Subjekty těchto práv jsou jak EUOCP, tak investiční zprostředkovatelé. Nelze dle mého názoru souhlasit s výkladem čl. 3 odst. 3 MiFID II přijatým ČNB v rozhodnutí č.j. 2021/6589/570 ze dne 18. 1. 2021 S-Sp-2020/00137/CNB/573 (pro účely této kapitoly dál jen „Rozhodnutí“), podle něhož investičním zprostředkovatelům tato práva nenáleží. Čl. 3 odst. 3 MiFID II totiž nezabavuje investiční zprostředkovatele obecných práv volného pohybu ve smyslu SFEU, nýbrž je zbavuje pouze práv volného pohybu a usazování „ve smyslu“ čl. 34 a čl. 35 MiFID II. „Smysl“ těchto článků MiFID II je přitom odlišný od obecné úpravy volného pohybu dle SFEU.

Dle čl. 35 MiFID II obchodník s cennými papíry, který hodlá založit pobočku v jiném členském státě, není povinen v tomto hostitelském státě získat povolení (v literatuře se hovoří o tzv. *jednotné licenci*).<sup>148</sup> Charakter práva svobodného usazování dle čl. 49 SFEU je však odlišný, neboť subjekt, který zakládá pobočku v jiném členském státě, je naopak povinen získat povolení k činnosti dle práva hostitelského státu.<sup>149</sup> Čl. 3 odst. 3 MiFID II tak zbavuje investičního zprostředkovatele pouze práva svobodného usazování na základě *jednotné licence*. Rozdíly lze nalézt i v úpravě volného pohybu služeb dle čl. 34 MiFID II a obecné úpravy v čl. 56 SFEU.<sup>150</sup> Čl. 3 odst. 3 MiFID II proto nelze vykládat tak, že by investičního

---

<sup>146</sup> Viz § 2d ZPKT.

<sup>147</sup> Viz čl. 56 SFEU a čl. 49 SFEU.

<sup>148</sup> KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0.

<sup>149</sup> Viz stěžejní rozsudek SDEU ze dne 30. 11. 1995, Reinhard Gebhard proti Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano, C-55/94. Totéž platí i pro služby, které jsou ve věcné působnosti směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/123/ES ze dne 12. 12. 2006 o službách na vnitřním trhu.

<sup>150</sup> Viz podkapitola 2.5.4.

zprostředkovatele zbavovala práv svobodného usazování a volného pohybu služeb garantovaných přímo SFEU.

Výše jsem dovedl, že subjektem práva volného pohybu služeb i práva svobodného usazování je jak investiční zprostředkovatel, tak EUOCP. Dále se budu zabývat důvody, pro které je nynější česká úprava v rozporu s právem EU, z perspektivy EUOCP, ovšem některé důvody lze přiměřeně vztáhnout i na investiční zprostředkovatele.

Dotyčná úprava je v rozporu s právem EU, protože EUOCP jsou při výkonu svých práv volného pohybu služeb a usazování vystaveni diskriminaci na základě své státní příslušnosti, neboť na rozdíl od českých poskytovatelů investičních služeb nemohou spolupracovat s investičními zprostředkovateli. S EUOCP je tak zacházeno méně příznivě než se subjekty s českou státní příslušností.<sup>151</sup> Zákaz takové diskriminace plyne z čl. 49 SFEU, čl. 56 SFEU ve spojení s čl. 18 SFEU. Posledně uvedené ustanovení výslovně zakazuje „*jakoukoli diskriminaci na základě státní příslušnosti*“. V žádném případě nelze souhlasit se závěry ČNB učiněnými v Rozhodnutí, podle nichž se o diskriminaci nejedná proto, že EUOCP stále může využít služeb českých obchodníků s cennými papíry či vázaných zástupců. Tato skutečnost nic nemění na tom, že s EUOCP je zacházeno méně příznivě, neboť jim je upírán jeden z distribučních kanálů pro poskytování investičních služeb.

Ovšem i v případě, že by závěry Rozhodnutí ohledně absence diskriminace byly správné, by ČNB musela při zjišťování rozporu dané úpravy s právem volného pohybu služeb a právem svobodného usazování provést tzv. *access market test*<sup>152</sup> tak, jak jej v podobných situacích provádí SDEU. V Rozhodnutí lze jisté náznaky tohoto testu nalézt, ale ani v těchto náznacích nebyl dle mého názoru proveden správně. Podstatu tohoto testu lze vyjádřit tak, že „*jakékoli opatření, které je způsobilé zamezit či zabránit výkonu práva volného pohybu služeb či výkonu práva svobodného usazování nebo které výkon těchto práv činí méně atraktivním, je zakázáno*“.<sup>153</sup> Otázkou tedy je, zda zákaz spolupráce s investičními zprostředkovateli brání EUOCP ve výkonu práva volného pohybu služeb či práva svobodného usazování nebo tento výkon činí méně atraktivním. Domnívám se, že tomu tak je.

---

<sup>151</sup> Přímá diskriminace je v právu EU tradičně definována jako situace, kdy se s osobou zachází z určitého důvodu (v našem případě je tímto důvodem státní příslušnost) méně příznivě, než by se zacházelo s jinou osobou v jinak srovnatelné situaci. Srov. čl. 2 odst. 1 písm. a) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/54/ES ze dne 5. července 2006 o zavedení zásady rovných příležitostí a rovného zacházení pro muže a ženy v oblasti zaměstnání a povolání.

<sup>152</sup> Lze přeložit jako „*test přístupu na trh*“.

<sup>153</sup> V kontextu volného pohybu služeb viz např. rozsudek SDEU ze dne 9. 7. 1997, Société civile immobilière Parodi proti Banque H. Albert de Bary et Cie, C-222/95 a v kontextu svobody usazování viz např. rozsudek SDEU ze dne 5. 10. 2004, CaixaBank France proti Ministerstvo ekonomiky a průmyslu Francie, C-442/02.

V případě, že EUOCP hodlá poskytovat investiční službu *investičního poradenství* nebo *přijímání pokynu* v České republice, může tak činit prostřednictvím svých vlastních zaměstnanců, které bude muset sám získat a proškolit, nebo prostřednictvím vázaných zástupců, u nichž platí totéž, co u zaměstnanců, nebo navázat spolupráci s českými obchodníky s cennými papíry. V prvních dvou případech bude EUOCP muset investovat nezanedbatelné náklady na vybudování vlastní sítě zaměstnanců či vázaných zástupců činných na území ČR, zatímco čeští obchodníci s cennými papíry se vynaložení takových nákladů mohou vyhnout tím, že využijí služeb investičního zprostředkovatele, který síť zaměstnanců či vázaných zástupců již vybudoval a který tuto síť může českému obchodníkovi s cennými papíry poskytnout.<sup>154155</sup> Je tedy zřejmé, že čeští obchodníci s cennými papíry mají oproti EUOCP znatelnou konkurenční výhodu, která je dle mého názoru způsobilá učinit výkon odpovídajících práv dle SFEU méně atraktivní a v některých případech tomuto výkonu zcela zamezit. V tomto kontextu lze odkázat na již zmíněný rozsudek C-442/02, ve kterém SDEU dovodil, že zbavení možnosti efektivně konkurovat domácím subjektům je v rozporu s právem svobodného usazování dle čl. 49 SFEU, protože činí vstup na daný trh obtížnějším.

Lze tedy uzavřít, že přístup EUOCP na trh v ČR je v důsledku zákazu spolupráce s investičními zprostředkovateli obtížnější, než by tomu bylo bez takového zákazu, a proto je takový zákaz v rozporu s právem EU.

Pro úplnost dodávám, že ve světle výše uvedeného nemůže být pochyb o tom, že tato úprava je v rozporu i s právem volného pohybu služeb a svobodného usazování investičního zprostředkovatele, neboť tento může předávat pokyny pouze českým subjektům, a vstup na trhy cizí je tak v podstatě vyloučen.

### **3.3. Vázaný zástupce**

Vázaným zástupcem je fyzická nebo právnická osoba, která je oprávněna za zastoupeného poskytovat *investiční poradenství* a *propagovat investiční služby, které je zastoupený oprávněn poskytovat*.<sup>156</sup> Dále může vázaný zástupce pro zastoupeného *zařídít, a popřípadě i uzavřít, obchody týkající se hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů nebo umísťovat investiční nástroje bez závazků jejich upsání*, ovšem opět pouze tehdy

---

<sup>154</sup> Částečně podobnou argumentaci předkládal i účastník řízení, které vedlo k vydání Rozhodnutí.

<sup>155</sup> Někteří investiční zprostředkovatelé dokázali vytvořit vskutku úctyhodnou síť vázaných zástupců. Pro představu lze uvést tyto: Broker Trust, a.s. (2 126 vázaných zástupců); Partners Financial Services, a.s. (1 674 vázaných zástupců); OVB Allfinanz, a.s. (1 771 vázaných zástupců).

<sup>156</sup> Viz § 32a odst. 1 písm. b) a písm. c) ZPKT.



je-li zastoupený k jejich poskytování oprávněn.<sup>157</sup> Dikce posledně citovaného ustanovení může vzbuzovat otázku, zda je vázaný zástupce oprávněn pouze zprostředkovat obchody týkající se *přijímání a předání pokynu*, nebo zda je oprávněn tuto službu i sám poskytnout, tedy *pokyn přijmout a předat*. Odpověď lze nalézt v čl. 29 odst. 1 MiFID II, který výslovně připouští *přijmout a předat pokyn* samotným vázaným zástupcem. Je to i logické, pokud by vázaný zástupce nemohl *pokyn přijmout a předat*, z jeho zástupčího oprávnění by mnoho nezbylo. Bylo by velmi nepraktické, kdyby vázaný zástupce po poskytnutí investičního poradenství nemohl zákazníkův navazující pokyn ihned *přijmout a předat* k provedení. Bylo by to proti samému smyslu poskytování investičních služeb, neboť v takovém případě by se transakční náklady bezdůvodně zvyšovaly, nikoli snižovaly.

Vázaný zástupce může zastupovat pouze jednoho zastoupeného, kterým může být pouze obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel, investiční společnost nebo zahraniční osoba, která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím pobočky.<sup>158</sup> Např. banka se sídlem v ČR služeb vázaného zástupce využít nemůže.<sup>159</sup> Naopak, banka jiného členského státu, která je usazena v ČR prostřednictvím pobočky, vázaného zástupce využít může, neboť se jedná o zahraniční osobu, která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím pobočky, ve smyslu § 32a odst. 3 písm. d) ZPKT.

Pozoruhodné je, že vázanému zástupci jako takovému nevzniká přestupková odpovědnost v případě, že poruší pravidla jednání se zákazníky.<sup>160</sup> V takovém případě vzniká přestupková odpovědnost pouze zastoupenému.<sup>161</sup> Nepovažují to za vhodné řešení. Především je nutné si uvědomit, že vázaný zástupce není zaměstnancem zastoupeného, nýbrž samostatným podnikatelem, a z formálního hlediska tak není důvod vést přestupkové řízení pouze se zastoupeným. Přestupkové řízení a případná pokuta zde navíc neplní funkci individuální prevence, neboť přímý viník zůstává nepotrestán, a není tak motivován pravidla jednání se zákazníky dodržovat.<sup>162</sup> Navíc může dojít k situaci, kdy se zastoupený zproští odpovědnosti za přestupek tím, že prokáže vynaložení „*veškerého úsilí, které bylo možno*

---

<sup>157</sup> Viz § 32a odst. 1 písm. a) ZPKT.

<sup>158</sup> Viz § 32a odst. 2 a odst. 3 ZPKT.

<sup>159</sup> Odlišný přístup se týká investičního zprostředkovatele, který může předávat pokyny bance se sídlem v ČR (viz výše).

<sup>160</sup> Viz § 157 až § 159 ZPKT *a contrario*.

<sup>161</sup> Viz § 164 odst. 3 písm. d) ZPKT ve spojení s § 32k odst. e) ZPKT, resp. § 166 odst. 2 písm. d) ve spojení s § 32k odst. e) ZPKT.

<sup>162</sup> Tento argument může být do jisté míry oslaben skutečností, že vázanému zástupci může vzniknout povinnost k náhradě újmy zastoupenému v případě, že bude možné dovodit porušení smlouvy o zastoupení mezi zastoupeným a vázaným zástupcem.

požadovat, aby přestupku zabránila“.<sup>163</sup> V takovém případě nebude potrestán ani zastoupený. Může tak docházet k nežádoucím a absurdním situacím, kdy vázaný zástupce úmyslně poruší pravidla jednání se zákazníkem v přesvědčení, že ani zastoupenému nehrozí veřejnoprávní postih, neboť vzhledem k obezřetnému přístupu zastoupeného bude důvodně předpokládat jeho zproštění odpovědnosti za přestupek. Vzhledem k tomu, že vázaný zástupce je samostatným podnikatelem, a někdy dokonce právnickou osobou, je tento přístup poněkud zvláštní. V tomto kontextu lze poukázat na odlišnou úpravu vázaného zástupce v právu pojišťovacím, kdy tomuto zástupci přestupková odpovědnost za nedodržení pravidel jednání se zákazníky vzniká.<sup>164</sup>

### 3.4. Banka

Banky mohou poskytovat všechny investiční služby vypočtené v § 4 ZPKT, pokud jsou k jejich poskytování oprávněny na základě licence dle § 1 odst. 3 písm. h) ZoB. O tomto dílčím oprávnění se nevede správní řízení dle ZPKT, nýbrž řízení o vydání (bankovní) licence dle ZoB, přičemž účastník tohoto řízení musí prokázat, že vedle požadavků ZoB splňuje také požadavky ZPKT související s danou investiční službou.<sup>165</sup>

Banka samozřejmě musí při poskytování investičních služeb dodržovat všechna související pravidla dle MiFID II.<sup>166</sup> Za všechny lze uvést pravidla týkající se jednání se zákazníky dle čl. 24 a čl. 25 MiFID II, resp. § 15 až 15r ZPKT.

### 3.5. Investiční společnost

Na rozdíl od obchodníků s cennými papíry a bank, investiční společnosti jako obhospodařovatelé investičních fondů ve smyslu ZISIF mohou poskytovat pouze některé investiční služby. Ani takto omezená možnost se však netýká samosprávných investičních fondů, kterým je poskytování investičních služeb zapovězeno zcela.<sup>167</sup>

V kontextu investičních služeb kurentní úprava dále odlišně zachází s obhospodařovateli standardních fondů<sup>168</sup> oproti obhospodařovatelům fondů ostatních.

---

<sup>163</sup> Viz § 21 odst. 2 a § 23 odst. 1 zákona č. 250/2016 Sb., Zákon o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>164</sup> Viz § 114 odst. 1 zákona č. 70/2018 Sb., zákon o distribuci pojištění a zajištění, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>165</sup> Viz § 1 odst. 5 ZoB. Tento přístup plně odpovídá i recitálu č. (38) MiFID II.

<sup>166</sup> Viz čl. 1 odst. 3 a odst. 4 MiFID II.

<sup>167</sup> Viz § 11 odst. 1 ZISIF. Uznávám, že z dikce daného ustanovení není uvedený výklad zcela zřejmý, ovšem z čl. 6 odst. 3 AIFMD pro účely fondů kvalifikovaných investorů a z čl. 27 až čl. 31 UCITS *a contrario* pro účely fondů kolektivního investování již tento výklad bezpečně vyplývá. Totožný záměr zákonodárce je deklarován i v důvodové zprávě k ZISIF (konkrétně k § 480 ZISIF).

<sup>168</sup> Ve smyslu § 94 odst. 1 ZISIF. Jde o fondy splňující požadavky UCITS, tedy s jistou mírou zjednodušení o otevřené fondy kolektivního investování.

Obhospodařovatelé fondů jiných než standardních mohou poskytovat služby *obhospodařování majetku zákazníka, jehož součástí je investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání; přijímání a předávání pokynů týkající se investičních nástrojů; poskytování investičního poradenství týkající se investičních nástrojů a službu úschovy a správy investičních nástrojů včetně souvisejících služeb, avšak pouze ve vztahu k cenným papírům a zaknihovaným cenným papírům vydávaným investičním fondem nebo zahraničním investičním fondem.*<sup>169</sup> Obhospodařovatelé standardních fondů naproti tomu nemohou poskytovat investiční službu *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů.*<sup>170</sup>

Pro obě skupiny výše uvedených obhospodařovatelů však platí, že pokud hodlají poskytovat investiční služby, musí v každém případě získat povolení k poskytování investiční služby *obhospodařování majetku zákazníka, jehož součástí je investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání.*<sup>171</sup> Oprávnění k této investiční službě je tak *condicio sine qua non* poskytování ostatních investičních služeb, které mohou investiční společnosti poskytovat.

Správní řízení o oprávnění poskytovat investiční služby se vede podle ZISIF a investiční společnost musí prokázat „*splnění stejných předpokladů jako obchodník s cennými papíry při poskytování investiční služby obhospodařování majetku zákazníka, a to ve vztahu k charakteru, rozsahu a složitosti těchto činností*“.<sup>172</sup>

Je samozřejmé, že obhospodařovatel poskytující investiční služby je povinen dodržovat obdobná pravidla jako obchodník s cennými papíry poskytující tytéž služby. Týká se to zejména pravidel jednání se zákazníky dle § 15 až 15r ZPKT, ale v neposlední řadě i některých požadavků kapitálové přiměřenosti dle téhož zákona.<sup>173</sup>

Závěrem bych rád upozornil na § 33 odst. 2 ZISIF, jehož cílem je korigovat střet zájmů mezi zákazníkem obhospodařovatele, kterému je poskytována investiční služba obhospodařování majetku, a tímto obhospodařovatelem či jím obhospodařovaným fondem. Obhospodařovatel fondu by za určitých okolností mohl mít zájem na provedení investice do tohoto fondu<sup>174</sup> a využít k tomu majetek zákazníka bez ohledu na to, zda je to pro zákazníka

---

<sup>169</sup> Viz § 11 odst. 1 ZISIF.

<sup>170</sup> Viz § 11 odst. 4 ZISIF.

<sup>171</sup> Viz § 11 odst. 2 ZISIF.

<sup>172</sup> Viz § 507 odst. 1 ZISIF ve spojení s § 479 odst. 1 písm. j) ZISIF.

<sup>173</sup> Viz § 33 odst. 1 písm. b) a písm. c) ZISIF.

<sup>174</sup> Zejména tehdy, je-li odměna obhospodařovatele závislá na hodnotě fondového kapitálu. Zde by se navíc zřejmě jednalo o pobídku ve smyslu § 15 odst. 3 ZPKT a obhospodařovatel by byl oprávněn tuto pobídku

vhodné. Uvedené ustanovení proto dovoluje učinit investici do tohoto fondu ze zákaznickova majetku jen se zákaznickovým předchozím souhlasem.<sup>175</sup> Ani takový souhlas ovšem nezabavuje obhospodařovatele jednat s odbornou péčí a v nejlepším zájmu zákazníka dle § 15 a násl. ZPKT.

## 4. Pravidla jednání

### 4.1. Úvod a generální klauzule

Patrně nejvýznamnější a nejrozsáhlejší součástí regulace investičních služeb jsou pravidla jednání se zákazníky, která mimo generální klauzule zahrnují např. povinnost provádět testy *vhodnosti* a *přiměřenosti*, úpravu pobídek, povinnost provést pokyn za nejlepších podmínek (tzv. *best execution*)<sup>176</sup> či rozsáhlé informační povinnosti týkající se mnoha aspektů souvisejících s poskytováním investičních služeb.

V této kapitole nejprve obecně pojednám o generální klauzuli jednání se zákazníkem. Poté bude následovat výklad podstaty testů *vhodnosti* a *přiměřenosti*. Velký prostor bude věnován úpravě pobídek, neboť mám pocit, že česká literatura se této úpravě, navzdory enormnímu významu pro praxi, spíše vyhýbá. Z důvodu omezeného rozsahu této práce se nebudu blíže zabývat jednotlivými informačními povinnostmi, jejichž výklad by byl stejně omezen pouze na výčet konkrétních informací, které mají být poskytovány.

Generální klauzule jednání se zákazníky je upravena v § 15 odst. 1 ZPKT a říká, že „obchodník s cennými papíry poskytuje investiční služby s odbornou péčí. Poskytování investičních služeb s odbornou péčí zejména znamená, že obchodník s cennými papíry jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků...“. Kvalifikovanost jednání literatura obecně charakterizuje jako jednání prováděné odborně způsobilými osobami.<sup>177</sup> Pojmy *čestnost* a *spravedlivost* naopak nejsou v literatuře vykládány jednotně, což ale dle mého názoru nepředstavuje velký problém, neboť jde o neurčité právní pojmy, a je tedy na

---

přijmout pouze tehdy, pokud by byly splněny podmínky formální i materiální přípustnosti pobídky, viz Kapitola 4.

<sup>175</sup> Bylo by možné argumentovat, že v uvedeném případě není třeba zvláštní úpravy, protože obhospodařovatel investičního fondu je stále povinen jednat v nejlepším zájmu zákazníka a před investicí do fondu provést *test vhodnosti* (viz níže). To je samozřejmě pravda, ale hrozba střetu zájmů je zde natolik zřejmá a akutní, že se normotvůrce rozhodl posílit ochranu zákazníka nad rámec obecné úpravy v ZPKT.

<sup>176</sup> Srov. anglické znění recitálu č. 91 MiFID II nebo čl. 64 DelReg.

<sup>177</sup> Srov. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

ČNB a soudech, jaký smysl jim bude v konkrétní věci přiznán.<sup>178</sup> Význam imperativu jednat v nejlepší zájmu zákazníků, je dle mého názoru zřejmý a nepotřebuje další výklad.

Generální klauzule představuje základní pravidlo, které se subsidiárně užije v případech, které nejsou v právu investičních služeb<sup>179</sup> částečně nebo vůbec upraveny. V takových případech by skutečné jednání poskytovatele se zákazníkem mělo být poměřováno touto generální klauzulí s přihlédnutím ke konkrétním okolnostem případu.<sup>180</sup>

Lze uvést následující příklad. Jednou z praktik poskytovatelů investičních služeb, která není v právu investičních služeb explicitně zakázána, a tudíž je její nezákonnost dovozována právě z generální klauzule, je tzv. *churning*, tedy nadměrné obchodování se zákaznickým majetkem bez jakéhokoli ekonomického smyslu, jehož jediným účelem je generování poplatků inkasované poskytovatelem investiční služby. ČNB i správní soudy ustáleně dovozují, že nadměrné obchodování, které neodpovídá zájmům zákazníka, a které tak sleduje pouze zájem poskytovatele investiční služby na inkasování poplatků za jednotlivé transakce, je v rozporu s povinností jednat v nejlepší zájmu zákazníka dle § 15 odst. 1 ZPKT.<sup>181</sup>

Ovšem i tehdy, kdy je určitý případ upraven konkrétní normou, je nutné, pokud dojde k výkladovým problémům, přihlédnout ke generální klauzuli a výkladovou nejasnost vyřešit v souladu s ní. V tomto kontextu lze generální klauzuli chápat jako výkladový korektiv.

Závěrem se sluší dodat, že na rozdíl od některých konkrétně vymezených pravidel jednání<sup>182</sup> se generální klauzule uplatní vždy<sup>183</sup> a při jednání s kterýmkoli zákazníkem bez ohledu na to, zda jde o tzv. způsobilou protistranu (v podrobnostech níže), profesionálního zákazníka nebo o zákazníky ostatní.<sup>184</sup>

## 4.2. Test vhodnosti a test přiměřenosti

Jedním z klíčových aspektů pravidel jednání se zákazníky je povinnost provést tzv. test *vhodnosti* nebo test *přiměřenosti* v závislosti na poskytované hlavní investiční službě.

---

<sup>178</sup> ŠOVAR in HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>179</sup> Zejm. v ustanoveních § 15a až § 15r ZPKT.

<sup>180</sup> ŠOVAR in HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>181</sup> Srov. rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 21. 6. 2016, sp. zn. 4 As 29/2016 nebo rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 10. 4. 2018, sp. zn. 3 Afs 168/2016.

<sup>182</sup> Např. povinnost provést test *přiměřenosti*, která se neuplatní tehdy, pokud je zákazník způsobilou protistranou. Viz § 2d odst. 1 ZPKT.

<sup>183</sup> Buď jako přímo aplikovatelná právní norma, nebo jako výkladový korektiv.

<sup>184</sup> Viz § 2d odst. 4 ZPKT.

V případě poskytování doplňkových investičních služeb obdobná povinnost stanovena není,<sup>185</sup> ovšem v případě, že je doplňková investiční služba poskytována spolu s hlavní investiční službou, je nutné posuzovat vhodnost či přiměřenost obou těchto služeb dohromady a ve vzájemné souvislosti.<sup>186</sup>

Tato povinnost není v právu investičních služeb novinkou, neboť byla stanovena již v čl. 19 MiFID I. V širším smyslu je účelem obou testů ochrana zákazníků<sup>187</sup> a skrze tuto ochranu zvyšování důvěryhodnosti v *trh s investičními nástroji i investičními službami*. Vzhledem k tomu, že oba testy mají *stricto sensu* odlišnou funkci,<sup>188</sup> neboť chrání zákazníka před jinými aspekty poskytování investičních služeb, jsou prováděny v souvislosti s jinými investičními službami a následný postup po jejich provedení je odlišný, bude jejich výklad rozdělen do dvou podkapitol.<sup>189</sup> Třetí podkapitola bude věnována soukromoprávní odpovědnosti související s nesprávným provedením testů a čtvrtá podkapitola se bude týkat tzv. *execution only services*, při jejichž poskytování není třeba testy provádět.

#### 4.2.1. Test vhodnosti

Test vhodnosti jsou poskytovatelé povinni provádět při poskytování investiční služby *obhospodařování majetku* a služby *investičního poradenství*.<sup>190</sup> Jak se přesvědčíme níže u výkladu jednotlivých investičních služeb, při poskytování zmíněných dvou služeb vzniká značné riziko střetu zájmů, neboť v případě *obhospodařování majetku* je rozhodování o investici a její samotné provedení zákazníkem delegováno na třetí osobu a v případě *investičního poradenství* může být zákazníkovo rozhodnutí o konkrétní investici třetí osobou ve značné míře ovlivněno. Dále lze poukázat i na skutečnost, že v některých případech nemusí mít poskytovatel dostatek incentív poskytnout službu řádně, a hrozí tak z jeho strany nedbalost. Hlavním účelem testu vhodnosti je proto ochrana zákazníka před poskytovateli investičních služeb.<sup>191</sup> Právě skutečná vhodnost investice či doporučení je významným

---

<sup>185</sup> Viz doslovná znění čl. 25 odst. 2 a odst. 3 MiFID II a § 15h a § 15i ZPKT.

<sup>186</sup> Z ustanovení ZPKT to sice explicitně nevyplývá, ovšem z čl. 25 odst. 2 a odst. 3 MiFID II ano, a je tak nutné odpovídající ustanovení ZPKT vykládat v souladu s uvedenými ustanoveními MiFID II.

<sup>187</sup> Oba testy jsou upraveny v MiFID II v Kapitole II oddíl 2 s názvem „Ustanovení k zajištění ochrany investorů“.

<sup>188</sup> Viz recitál č. 84 DelReg.

<sup>189</sup> Z těchto důvodů nesouhlasím s tvrzením některých autorů, že test *přiměřenosti* je pouze zjednodušenou variantou testu *vhodnosti*. Srov. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>190</sup> Viz § 15h ZPKT a čl. 25 odst. 2 MiFID II.

<sup>191</sup> V souladu s tímto tvrzením je i skutečnost, že test vhodnosti má být prováděn i tehdy, kdy je zákazníkem způsobila protistrana ve smyslu § 2d ZPKT, tedy odborník v oblasti finančního trhu. Jak bude rozvedeno v následující kapitole, účelem testu přiměřenosti je především ochrana zákazníků před nimi samotnými, a proto

indikátorem toho, že poskytovatel služby sledoval především zájem zákazníka a splnil svůj primární úkol, který spočívá v alespoň částečném překonání tržních selhání na *trhu investičních nástrojů*. Detailně vymezená povinnost provedení testu vhodnosti skvěle doplňuje obecně vymezenou povinnost jednat s odbornou péčí a v nejlepším zájmu zákazníka dle § 15 odst. 1 ZPKT. Je však třeba upozornit na to, že řádné provedení testu vhodnosti nemusí vždy znamenat současné splnění povinnosti jednat v nejlepším zájmu zákazníka. Lze si jistě představit situaci, kdy lze na trhu nalézt několik dostupných investičních nástrojů, přičemž všechny tyto nástroje splní kritéria vhodnosti daného zákazníka. Je zřejmé, že v takové situaci bude poskytovatel povinen vybrat ze skupiny těchto investičních nástrojů ten, který odpovídá zákaznickovu profilu nejlépe, tedy je v dané situaci tou nejlepší volbou. V opačném případě by porušil povinnost jednat v zákaznickově nejlepším zájmu.<sup>192</sup>

Test spočívá v získání a následném hodnocení nezbytných informací o zákaznickových *odborných znalostech v oblasti investic; zkušenostech v oblasti investic; finančním zázemí, včetně schopnosti nést ztráty a investičních cílech, včetně tolerance k riziku*.<sup>193</sup> Výsledkem následného hodnocení by mělo být v první řadě zjištění, zda je vůbec poskytnutí služby *obhospodařování majetku* nebo *investičního poradenství* pro zákazníka vhodné, a v řadě druhé zjištění, zda konkrétní investiční nástroj je pro zákazníka vhodný.<sup>194</sup> Je s podivem, že MiFID II ani ZPKT neobsahuje pravidlo, která by stanovila postup pro případ, že investiční služba nebo investiční nástroj vhodný není. Takové pravidlo je třeba hledat v čl. 54 odst. 10 DelReg, podle kterého v takovém případě nesmí být zákazníkovi služba poskytnuta a daný investiční nástroj nesmí být zákazníkovi doporučen ani zakoupen do jeho portfolia. Obdobné platí i tehdy, pokud se nepodaří zjistit všechny relevantní informace nebo zákazník poskytnutí nezbytných informací sám odmítne.

Z povahy testu vhodnosti je zřejmé, že musí být proveden před poskytnutím investiční služby, přičemž při poskytování *investičního poradenství* je poskytovatel povinen předat

---

se v případě, kdy je zákazníkem způsobilá protistrana (odborník), jeho provedení v některých případech nevyžaduje.

<sup>192</sup> V této souvislosti lze doplnit, že porušení povinnosti jednat v nejlepším zájmu zákazníka nebo porušení pravidel pro provedení testu *vhodnosti* bude v obou případech znamenat porušení odborné péče ve smyslu § 15 odst. 1 ZPKT a zakládat odpovědnost za týž přestupek dle § 164 odst. 1 písm. r) ZPKT.

<sup>193</sup> Viz § 15h ZPKT a čl. 25 odst. 2 MiFID II.

<sup>194</sup> Tedy odpovídá investičním cílům dotyčného zákazníka včetně rizikové tolerance zákazníka; je takový, že zákazník dokáže finančně unést související investiční rizika odpovídající jeho investičním cílům a je takový, že zákazník má potřebné zkušenosti a znalosti, aby mohl porozumět rizikům spojeným s tímto obchodem nebo se správou jeho portfolia. Viz čl. 54 odst. 2 DelReg.

zákazníkovi na trvalém nosiči dat<sup>195</sup> tzv. *prohlášení o vhodnosti*.<sup>196</sup> MiFID II a ZPKT v této souvislosti pamatují na případy, kdy v návaznosti na poskytnutí *investičního poradenství* je „uzavírána smlouva o koupi nebo prodeji investičního nástroje prostřednictvím prostředku komunikace na dálku a není možné poskytnout prohlášení o vhodnosti podle odstavce 3 před uzavřením této smlouvy“. V takových případech „může obchodník s cennými papíry poskytnout toto prohlášení na trvalém nosiči dat bezodkladně poté, co je zákazník touto smlouvou zavázán, jsou-li splněny tyto podmínky...“.<sup>197</sup> Díkce tohoto ustanovení by teoreticky mohla svádět k výkladu, že v tomto uvedeném případě lze provést test vhodnosti až následně, tedy po poskytnutí služby a nákupu investičního nástroje. Nemůže tomu tak být. Účelem testu vhodnosti je poskytnout takovou radu, ohledně níž poskytovatel na základě posouzení určitých informací dospěl k závěru, že je pro zákazníka vhodná, a zákazník byl o vhodnosti této rady vyrozuměn předtím, než učinil investiční rozhodnutí. Test vhodnosti proto musí být proveden před poskytnutím poradenství, přičemž prohlášení o vhodnosti poskytované rady musí být zákazníkovi sděleno současně s touto radou (alespoň ve zkrácené podobě).<sup>198</sup> Pouze odeslání prohlášení o vhodnosti *zachycené na trvalém nosiči dat* smí být za splnění podmínek zmíněného ustanovení poskytnuto až po uzavření doporučené transakce.

Prohlášení o vhodnosti nesmí být jen formalitou, ale musí obsahovat pečlivé odůvodnění, proč je poskytnutá rada pro zákazníka vhodná vzhledem k jeho investičním cílům, finanční situaci, znalostem a zkušenostem a jeho přístupu k riziku.<sup>199</sup> Takto učiněné prohlášení plní dle mého názoru tři základní funkce. Zaprvé jde o vysvětlení, které zákazníkovi umožňuje pochopit smysl doporučení a ujistit se o jeho vhodnosti (v rámci toho lze hovořit i o edukativní stránce této funkce); zadruhé, v případě sporu o náhradu újmy mezi zákazníkem a poskytovatelem, jde o důkazní prostředek, který by měl do jisté míry zákazníkovi usnadnit unesení důkazního břemene; zatřetí usnadňuje orgánům dohledu přezkum, zda byly splněny pravidla jednání se zákazníky.

Výše bylo uvedeno, že je třeba získat a hodnotit *nezbytné* informace týkající se zákazníka. Rozsah prováděného testu vhodnosti tak nemusí být ve všech případech stejný, nýbrž postačí jeho provedení v rozsahu *nezbytném* v závislosti na okolnostech každého

---

<sup>195</sup> Dle § 2 odst. 1 písm. q) ZPKT jde o „*listinu nebo jiný nosič informací, který umožňuje zákazníkovi uchování informací určených jemu osobně tak, aby mohly být využívány po dobu přiměřenou účelu těchto informací, a který umožňuje reprodukci těchto informací v nezměněné podobě*“. Jde tedy např. o e-mail nebo fax.

<sup>196</sup> V anglických pramenech jako *statement on suitability* (MiFID II) nebo *suitability report* (DelReg).

<sup>197</sup> Viz § 15e odst. 4 ZPKT.

<sup>198</sup> V případě použití telefonu by tak prohlášení o vhodnosti mělo být učiněno alespoň ústně prostřednictvím tohoto prostředku.

<sup>199</sup> Viz čl. 54 odst. 12 DelReg.



případu.<sup>200</sup> Lze souhlasit s orgánem ESMA, že v případě poskytování *investičního poradenství* je obecně potřeba klást větší důraz na získání informací ohledně zákaznickových zkušeností a znalostí, než je tomu v případě služby *obhospodařování majetku*. Je tomu tak proto, že v případě *investičního poradenství* konečné rozhodnutí ohledně investičního nástroje náleží zákazníkovi, a měl by tak rozumět jeho základním charakteristikám, zatímco v případě *obhospodařování majetku* toto rozhodnutí náleží poskytovateli této služby. Dalšími relevantními aspekty jsou samozřejmě vlastnosti investičního nástroje (riziko, likvidita, výnosnost apod.), poměr hodnoty investované částky a zákaznickova jmění a v neposlední řadě i zákaznickovy investiční cíle.<sup>201</sup> Čl. 54 DelReg nabízí demonstrativní výčty potenciálně relevantních informací, např. relevantními informacemi o finanční situaci zákazníka mohou být informace o výši a druhu příjmu, výši a druhu dluhů nebo likviditě jeho majetku. Vzhledem k tomu, že jde o demonstrativní výčty, relevantními informacemi mohou být i ty zde neuvedené, např. věk zákazníka nebo rodinný stav (zejména počet dětí a související vyživovací povinnost).<sup>202</sup>

Lze uzavřít, že je vždy na samotném poskytovateli služby, aby v každém případě posoudil, jaké informace jsou *nezbytné*.

#### 4.2.2. Test přiměřenosti

Povinnost provést test přiměřenosti vzniká tehdy, je-li poskytována hlavní investiční služba jiná než služba *investiční poradenství* nebo *obhospodařování majetku*.<sup>203</sup> Předmětem testu je jak samotná služba, tak investiční nástroj s poskytovanou službou související. Účel testu je třeba opět hledat v podstatě jednotlivých investičních služeb, které tomuto testu podléhají. Tyto služby jsou téměř výlučně poskytovány tehdy, kdy zákazník sám učinil investiční rozhodnutí a následně předává pokyn k jeho provedení (např. nákup nebo prodej investičního nástroje). Případné riziko závadného jednání poskytovatele investiční služby včetně střetu zájmů mezi ním a zákazníkem je tak relativně nízké<sup>204</sup> nebo žádné, a smyslem testu přiměřenosti proto není ochrana před poskytovatelem jako třetí osobou. Účelem tohoto testu je totiž ochrana zákazníka před sebou samým. Jak bylo v předchozích kapitolách několikrát zmíněno, zákaznickovo rozhodování a jednání je často negativně ovlivněno všudypřítomnou asymetrií informací a omezenými poznávacími schopnostmi, v důsledku

---

<sup>200</sup> ESMA. *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*. 2018. ESMA35-43-1163., bod 33 a násl.

<sup>201</sup> Tamtéž, bod 38.

<sup>202</sup> Tamtéž, bod 27.

<sup>203</sup> Viz § 15i ZPKT a čl. 25 odst. 3 MiFID II.

<sup>204</sup> Ve srovnání se službami *investiční poradenství* a *obhospodařování majetku*.

čehož zákazník může učinit rozhodnutí, které neodpovídá jeho znalostem a zkušenostem, a tudíž potenciálně nesprávné.<sup>205</sup>

V souladu s výše uvedeným je i postup následující po provedení testu přiměřenosti. Pokud je jeho výsledkem to, že je daná služba či investiční nástroj nepřiměřený zákaznickým znalostem a zkušenostem, poskytovatel služby na tuto skutečnost zákazníka pouze upozorní, přičemž je oprávněn službu poskytnout a pokyn provést, pokud na tom zákazník trvá.<sup>206</sup> Ochrana zákazníka před sebou samým tudíž nejde tak daleko, aby mu znemožnila jednat dle vlastní vůle. Je to tak správné, zákazník v těchto případech jedná na vlastní odpovědnost a případné ztráty nese zásadně sám.<sup>207</sup>

ESMA však připouští i možnost službu neposkytnout a pokyn neprovést, pokud se tak poskytovatel rozhodne.<sup>208</sup> Ani proti tomu nelze nic namítat. Jde o další významný rozdíl oproti testu vhodnosti, jehož nepříznivý výsledek závazně předurčuje další poskytovatelův postup.

Test přiměřenosti spočívá v získání a hodnocení nezbytných informací o znalostech a zkušenostech zákazníka s danou investiční službou a investičním nástrojem.<sup>209</sup> Konkrétně je třeba zjistit zejména vzdělání a povolání zákazníka; povahu, objem a frekvenci obchodů s finančními nástroji, které zákazník v minulost prováděl; znalosti týkající se konkrétních investičních nástrojů (jejich základní charakteristika včetně souvisejících rizik).<sup>210</sup> Opět se jedná o získání a hodnocení informací *nezbytných*, proto jejich rozsah bude vždy záviset na okolnostech každého případu, zejména na složitosti daného investičního nástroje (v podrobnostech viz předchozí kapitolu).

Pokud je investiční služba poskytována tzv. *způsobilé protistraně*<sup>211</sup>, tedy odborníkovi v oblasti finančních trhů, pak povinnost provést test přiměřenosti vzniká pouze tehdy, pokud o to způsobilá protistrana ohledně určitého obchodu požádá.<sup>212</sup> Důvod je zřejmý, normotvůrce zcela správně předpokládá znalost i zkušenost těchto osob, a test přiměřenosti je proto

---

<sup>205</sup> Testem přiměřenosti tedy není ekonomické ani finanční *ratio* daného investičního rozhodnutí. V praxi také mohou nastat situace, kdy je investiční rozhodnutí věcně správné, ale přesto bude pro zákazníka nepřiměřené.

<sup>206</sup> Viz § 15i ZPKT.

<sup>207</sup> Na rozdíl od investičního poradce či poskytovatele služby *obhospodařování majetku*.

<sup>208</sup> Viz ESMA. *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*. 2022. ESMA35-43-2938, bod 75.

<sup>209</sup> Viz § 15i odst. 1 a odst. 2 ZPKT.

<sup>210</sup> Viz čl. 55 DelReg a dále pokyny ESMA. *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*. 2022. ESMA35-43-2938.

<sup>211</sup> Viz čl. 30 odst. 2 MiFID II, kterému v zásadě odpovídá § 2d odst. 1 ZPKT. Jde zejm. o banky, investiční společnosti, pojišťovny a obchodníky s cennými papíry.

<sup>212</sup> Viz § 2d odst. 1 a odst. 3 ZPKT.

zbytečný. Pokud způsobilá protistrana má pochybnosti ohledně investičního nástroje, může využít službu *investičního poradenství* nebo *obhospodařování majetku*. V takovém případě bude vždy prováděn test *vhodnosti*.

Na závěr považuji za vhodné znovu upozornit na to, že test *přiměřenosti* není pouhou zjednodušenou variantou testu *vhodnosti*. Dle mého názoru jde o kvalitativně zcela odlišné testy, jejichž jedinou podobností je to, že se v jejich rámci hodnotí znalosti a zkušenosti zákazníka. V ostatních aspektech se však testy liší. Opačné tvrzení by bylo způsobilé pravou podstatu obou testů zastřít a vést k její nepochopení.

### 4.2.3. Soukromoprávní odpovědnost

Zajímavým a navýsost praktickým tématem je vznik povinnosti k náhradě újmy v důsledku porušení pravidel při provádění obou uvedených testů. Je třeba odpovědět na otázku, zda tato povinnost vůbec vzniká a zda se jedná o porušení zákonné či smluvní povinnosti.<sup>213</sup>

MiFID II ani jiný pramen práva investičních služeb výslovně nestanoví, zda porušení pravidel jednání se zákazníky má vést ke vzniku soukromoprávní povinnosti k náhradě újmy. Nepřímo vznik této povinnosti předvídá čl. 69 MiFID II, který stanoví, že „*ve vztahu k jakékoli finanční ztrátě či jiné škodě utrpěné v důsledku porušení této směrnice členské státy zajistí zavedení mechanismů pro to, aby byla v souladu s vnitrostátním právem vyplacena náhrada*“. I v případě absence tohoto ustanovení by však bylo nutné dojít k závěru, že povinnost k náhradě újmy vzniká. Ustálená judikatura SDEU totiž říká, že „*v případě neexistence unijní právní úpravy v dané oblasti přísluší vnitrostátnímu právnímu řádu každého členského státu upravit podmínky k zajištění ochrany práv, která jednotlivcům vyplývají z unijního práva, za předpokladu, že tyto podmínky nejsou méně příznivé než ty, které se týkají obdobných situací na základě vnitrostátního práva (zásada rovnocennosti), a že v praxi neznemožňují nebo nadměrně neztěžují výkon práv přiznaných unijním právním řádem (zásada efektivity)*“.<sup>214</sup> Závěry této judikatury se uplatňují i v oblasti náhrady újmy vzniklé porušením norem práva kapitálového trhu.<sup>215</sup>

V kontextu této podkapitoly lze uvedenou judikaturu zjednodušeně shrnout tak, že porušení povinností týkajících se testů *vhodnosti* a *přiměřenosti* by mělo vyvolávat

---

<sup>213</sup> Odpověď na tuto otázku určuje, zda se jedná o odpovědnost subjektivní či objektivní.

<sup>214</sup> Viz např. rozsudek SDEU ze dne 12. 7. 2012, VALE Építési kft, C-378/10.

<sup>215</sup> Viz rozsudek SDEU ze dne 19. 12. 2013, Alfred Hirman proti Immofinanz AG, C-174/12. V této věci šlo o náhradu újmy, která vznikla uvedením nepravdivých a zavádějících údajů v prospektu investičního nástroje.

rovnocenné právní následky, jaké v českém právním řádu vyvolává porušení povinností obdobné povahy.

Pokud přijmeme tezi, že povinnost provést test vhodnosti či přiměřenosti je čistě zákonnou povinností (a nikoli povinností smluvní), pak přichází v úvahu vznik povinnosti k náhradě újmy pro porušení zákona dle § 2910 věty druhé OZ.<sup>216</sup> Tato povinnost vzniká v případě, že do práva poškozeného bylo zasaženo zaviněným porušením zákonné povinnosti stanovené na ochranu takového práva.<sup>217</sup> Jinými slovy, účelem porušené zákonné povinnosti musí být předcházení újmy, která vznikla v příčinné souvislosti s porušením této zákonné povinnosti.<sup>218</sup> Jsem si jistý, že účelem obou testů je ochrana zákazníků, mimo jiné předcházet újmě, která zákazníkovi může vzniknout v případě, že investiční služba či investiční nástroj pro něj nebyl vhodný nebo přiměřený. Toto odpovídá i recitálu 86 MiFID II, podle kterého je jedním z účelů této směrnice právě ochrana investorů (zákazníků), přičemž ve vztahu k testům samotným tento účel potvrzuje i Nejvyšší soud ČR, který nadto existenci povinnosti nahradit újmu v případě nesprávně provedeného testu vhodnosti výslovně uznává.<sup>219</sup>

Lze ovšem najít i argumenty pro tezi, že povinnost provádět testy je svou povahou povinností smluvní. Jak bylo uvedeno výše, otázka, jakou povahu daná povinnost má, je významná pro určení, zda její porušení zakládá odpovědnost subjektivní (pro porušení zákonné povinnosti), jejímž předpokladem je zavinění, nebo odpovědnost objektivní (pro porušení smluvní povinnosti), jejímž předpokladem zavinění naopak není.

V případě, že poskytovatel se zákazníkem vtělí povinnost provést jeden z testů přímo do smlouvy, pak je zřejmé, že jde o povinnost smluvní, a uplatní se tak § 2913 OZ včetně případné objektivní odpovědnosti. V tomto kontextu je třeba zabývat se otázkou, zda je možné tuto povinnost do smlouvy nevtělit. Řešení této otázky není snadné a sám se zdráhám zaujmout jednoznačné stanovisko, i když se opatrně kloním k závěru, že porušení povinnosti provést testy by mělo zakládat odpovědnost objektivní. Proto se domnívám, že by tato povinnost měla mít smluvní charakter bez ohledu na to, zda je explicitně vyjádřena ve smlouvě.

Prvně lze poukázat na to, že odpovědnost za újmu způsobenou radou poskytnutou v rámci *investičního poradenství* bude zásadně objektivní, neboť § 2950 OZ pro tento případ

---

<sup>216</sup> Úmyslně pomímám možnost vzniku povinnosti k náhradě újmy dle věty první daného ustanovení, neboť se domnívám, že v praxi obvykle nebude porušením pravidel obou testů zasaženo do absolutního práva zákazníka.

<sup>217</sup> Viz § 2910 věta druhá OZ.

<sup>218</sup> ČECH, P. *Škoda a její náhrada v novém občanském zákoníku*. Metodické aktuality Svazu účetních. Svaz účetních České republiky, z.s., 2017, č. 6. ISBN: 978-80-87367-78-0.

<sup>219</sup> Viz usnesení Nejvyššího soudu ze dne 30. 9. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013.

stanoví zvláštní skutkovou podstatu civilního deliktu „škoda způsobená informací nebo radou“. Jednou z podmínek vzniku této odpovědnosti je to, že rada byla poskytnuta za odměnu. Tato podmínka bude v případě *investičního poradenství* zpravidla splněna, neboť úplata bude mít formu buď přímé úplaty ze strany zákazníka, nebo formu pobídky od třetí osoby, viz níže. Souhlasím s Hobzou, že v obou případech je třeba úplatu posuzovat materiálně, a i pobídku od třetí osoby tak považovat za odměnu pro účely § 2950 OZ, pokud ekonomicky tíží zákazníka.<sup>220221</sup> S Hobzou souhlasím i v tom, že rada, která neodpovídá řádnému provedení testu vhodnosti, je radou škodlivou, nesprávnou a neúplnou ve smyslu § 2950 OZ vedoucí ke vzniku objektivní odpovědnosti za újmu.

Pokud ve výše uvedeném případě vzniká objektivní odpovědnost, nevidím žádný rozumný důvod, proč by tato odpovědnost neměla vznikat i v případech porušení testů v rámci ostatních investičních služeb, zejména pak v rámci služby *obhospodařování majetku*. Opět lze odkázat na výše uvedenou judikaturu SDEU a *zásadu rovnocennosti*, podle které podmínky k zajištění ochrany práv, která jednotlivcům vyplývají z unijního práva, nesmí být méně příznivé než ty, které se týkají obdobných situací na základě práva vnitrostátního. Různá forma odpovědnosti by mohla být s touto zásadou v rozporu. Se zákazníky ostatních hlavních investičních služeb by totiž bylo zacházeno méně příznivě než se zákazníky *investičního poradenství*, pokud by se poskytovatel těchto ostatních služeb mohl zbavit subjektivní odpovědnosti tím, že by prokázal, že porušení pravidel pro provádění testů nezavinil.

Dále lze poukázat na čl. 25 odst. 5 MiFID II a čl. 58 DelReg, které poskytovatelům a zákazníkům (kromě způsobilých protistran) stanoví povinnost uzavřít písemnou smlouvu o poskytnutí hlavní investiční služby a doplňkové investiční služby dle § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT, jejímž obsahem mají být základní práva a povinnosti obou stran. Domnívám se, že povinnost provést tyto testy lze jednoznačně považovat za základní povinnost poskytovatele. Tomu odpovídá i systematické zařazení obou zmíněných ustanovení. Čl. 25 MiFID II se týká právě testů *vhodnosti a přiměřenosti* a čl. 58 DelReg je systematicky zařazen do kapitoly III oddílu 3 – *Posouzení vhodnosti a přiměřenosti*. V takovém kontextu by bylo poněkud zvláštní, pokud by právě povinnost provést test nemusela být zahrnuta ve smlouvě (ať už

---

<sup>220</sup> HOBZA, M. *Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství*. Obchodněprávní revue. Praha: C.H. Beck, 2015, č. 11-12, s. 313. ISSN 1803-6554.

<sup>221</sup> Lze si jistě představit i situaci, kdy bude investiční poradenství poskytováno bezúplatně, ale domnívám se, že k tomu dochází minimálně, a proto se touto spíše mimořádnou situací dále nezabývám.

písemné nebo ústní). Pokud se takový výklad prosadí, nebude pochyb o smluvní povaze těchto povinností a jejich porušení bude zakládat objektivní odpovědnost dle § 2913 OZ.

Vzhledem k výše uvedenému se domnívám, že předmětné povinnosti by měly být považovány spíše za povinnosti smluvní se všemi důsledky z toho plynoucími. V případě, že se takový výklad neprosadí, bude zákazníkům i tak svědčit právo na náhradu újmy, i když pouze tehdy, pokud poskytovatel služby neprokáže, že porušení své povinnosti nezavinil, viz výše.

#### 4.2.4. Execution only

MiFID II nicméně upravuje případy, kdy test *přiměřenosti* nemusí být prováděn. Jde o případy, kdy normotvůrce *a priori* předpokládá, že charakteristiky souvisejícího investičního nástroje jsou natolik zřejmé a prosté významnějších rizik<sup>222</sup>, že provedení testu přiměřenosti by zbytečně zvyšovalo transakční náklady investiční služby.<sup>223</sup> Dále by mělo jít vždy pouze o ty případy, kdy zákazník učinil investiční rozhodnutí bez konkrétních stimulů, které by pocházely od poskytovatele, na kterého se v souvislosti s provedením svého investičního rozhodnutí obrátil (v podrobnostech níže), a není tu tedy obava, že by byl tímto poskytovatelem ovlivněn ve svůj neprospěch.<sup>224</sup> Literatura tyto případy označuje jako „*execution only*“ nebo „*execution only services*“.<sup>225</sup>

Dle § 15k odst. 1 ZPKT tak poskytovatel investičních služeb *přijímání a předávání pokynu a provádění pokynu* není povinen provádět test přiměřenosti, pokud (i) *požadovaná investiční služba je poskytována z podnětu zákazníka a týká se pouze jednoduchého investičního nástroje*,<sup>226</sup> a (ii) *obchodník s cennými papíry dodržuje povinnosti stanovené v § 11a a informoval ve stanovené lhůtě zákazníka o tom, že není povinen pro požadovanou hlavní investiční službu požádat zákazníka o informace podle § 15i* (pozn. autora: tedy provádět test přiměřenosti).

O smyslu podmínky spočívající v tom, že investiční služba je poskytována z podnětu zákazníka, jsem pojednal v prvním odstavci této podkapitoly. Zbývá snad jen dodat, jak

---

<sup>222</sup> ZPKT hovoří o „jednoduchém investičním nástroji“, viz § 15k odst. 1 a odst. 3.

<sup>223</sup> ARMOUR, J. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

<sup>224</sup> Jinými slovy zde není pochyb o absenci střetu zájmů.

<sup>225</sup> ARMOUR, J. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

<sup>226</sup> Výčet jednoduchých investičních nástrojů se nachází v § 15i odst. 3 ZPKT. Jde např. o některé nástroje peněžního trhu, některé akcie nebo podílové listy standardního fondu a některé akcie a dluhopisy, pokud jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu či v mnohostranném obchodním systému.

přesně vykládat pojem „z podnětu zákazníka“. Při tomto výkladu se lze opřít o recitál č. 85 MiFID II, podle kterého tato podmínka není splněna, pokud zákazník požaduje investiční službu „v reakci na sdělení podniku nebo jménem podniku,<sup>227</sup> které je na daného zákazníka osobně zaměřeno a které obsahuje výzvu nebo se jej snaží ovlivnit v souvislosti s určitým finančním nástrojem<sup>228</sup> nebo určitým obchodem“. Zásadní v tomto kontextu je, že sdělení poskytovatele se týká *určitých* investičních nástrojů nebo *určitých* obchodů. Typicky může jít o nevyžádané telefonické hovory s nabídkami konkrétních dluhopisů. Naopak, obrátil-li se zákazník na poskytovatele na základě obecného sdělení určeného veřejnosti či širší skupině zákazníků, podmínka, že požadovaná investiční služba je poskytována z podnětu zákazníka, je splněna.<sup>229</sup>

### 4.3. Úprava pobídek

#### 4.3.1. Obecné vymezení

Primárním účelem regulace pobídek je ochrana zákazníků před negativními následky střetu zájmů zákazníka a poskytovatele investičních služeb, který má základ právě v přijetí či poskytnutí pobídky. Jde o případy, kdy poskytovatel investiční služby v souvislosti s poskytovanou službou od třetí osoby získá nebo třetí osobě adresuje peněžitou nebo nepeněžitou výhodu čili pobídku.<sup>230</sup> Je zřejmé, že v takovém případě může být poskytovatel služby motivován upřednostnit svůj zájem na získání pobídky, případně i zájem třetích osob, před zájmy zákazníka, v důsledku čehož z jeho strany dojde k porušení obecné povinnosti jednat v nejlepším zájmu zákazníka dle § 15 odst. 1 ZPKT. Regulace v MiFID II se snaží takovému střetu zájmů zcela předejít tím, že pobídky až na výjimky zakazuje.

Vzhledem k povinnosti informovat zákazníka o přijaté pobídce (v podrobnostech níže) lze konstatovat, že regulace pobídek má dále za cíl snižovat asymetrii informací týkající se struktury nákladů investiční služby, umožnit posouzení vlivu pobídky na činnost poskytovatele služby a v neposlední řadě zohlednit vztahy mezi na sebe navázanými poskytovateli investičních služeb.<sup>231</sup>

---

<sup>227</sup> (Investičním) podnikem ve smyslu MiFID II je obchodník s cennými papíry ve smyslu ZPKT. Jde o jeden z mnoha matoucích překladů, který se v právu finančních trhů nachází. Vhodnější by bylo přizpůsobit překlad unijních pramenů práva již zažitým pojmům českého právního řádu (nebo alespoň naopak).

<sup>228</sup> *Finanční nástroj* ve smyslu MiFID II je *investičním nástrojem* ve smyslu ZPKT.

<sup>229</sup> Viz recitál č. 85 MiFID II *in fine*.

<sup>230</sup> Shodně i rozhodnutí ČNB č. j. 2021/20829/570 ze dne 25. února 2021 sp. zn. S-Sp-2020/00139/CNB/573.

<sup>231</sup> Tamtéž a srov. např. s rozhodnutím ČNB č. j. 2017/027194/CNB/110 ze dne 28. února 2017 sp. zn. S-Sp-2016/00015/CNB/573.

Pobídkou se na základě § 15 odst. 3 ZPKT rozumí úplata nebo jiná peněžitá nebo nepeněžitá výhoda, kterou poskytovatel investiční služby při poskytování této služby přijal od osoby odlišné od zákazníka nebo osobě odlišné od zákazníka takovou výhodu poskytnul. Za pobídku se tak v souladu s § 15 odst. 3 *in fine* ZPKT nepovažuje „*úplata nebo jiná peněžitá nebo nepeněžitá výhoda přijatá od zákazníka nebo od osoby jednající na jeho účet nebo poskytnutá zákazníkovi nebo osobě jednající na jeho účet*“. Je zřejmé, že taková úplata či výhoda nemůže vést ke vzniku střetu zájmů mezi poskytovatelem a zákazníkem, tudíž se na ni regulace pobídek nevztahuje. Této skutečnosti lze obratně využít a koncipovat určité úplaty vyplácené poskytovatelem investiční služby třetím osobám a obráceně tak, aby jejich skutečnými plátcí byli zákazníci (samozřejmě s jejich souhlasem). ČNB doporučuje, aby se tak dělo na základě třístranného smluvního vztahu mezi zákazníkem, poskytovatelem investiční služby a třetí osobou, na jehož základě lze sjednat například to, že zákazník odešle souhrnnou platbu na účet třetí osoby, která pak ujednanou část přepošle poskytovateli investiční služby.<sup>232</sup> Z ekonomického i právního hlediska je plátcem zákazník, přičemž účet třetí osoby je pouhým místem plnění zákaznickova dluhu vůči poskytovateli investiční služby. V praxi lze takového schématu využít tehdy, kdy je poskytovatel investiční služby současně distributorem investičních nástrojů, viz příklad v následujícím odstavci.

Definičním znakem pobídky je to, že odpovídající úplata či nepeněžitá výhoda je inkasována „*při poskytování investičních služeb*“ zákazníkovi.<sup>233</sup> Jinými slovy jde o případy, kdy je pobídka inkasována v přímé souvislosti s investiční službou poskytovanou konkrétnímu zákazníkovi. Typickým příkladem je situace, kdy obchodník s cennými papíry poskytuje na jedné straně zákazníkovi služby *investičního poradenství a přijímání a předávání pokynů*<sup>234</sup>, na straně druhé se však zaváže distribuovat investiční nástroje investičního fondu s právní osobností, přičemž od tohoto fondu inkasuje provizi za každý zprostředkovaný nákup, obvykle vyjádřenou jako poměrnou část tzv. vstupního poplatku a jiných poplatků zahrnutých v platbě zákazníka ve prospěch investičního fondu.<sup>235</sup> Je zřejmé, že pokud tento obchodník s cennými papíry svému zákazníkovi doporučí nákup zmíněných investičních nástrojů anebo přijme a předá zákazníkům pokyn týkající se těchto nástrojů,

---

<sup>232</sup> Viz stanovisko ČNB ze dne 22. března 2019. *K přípustnosti pobídek na kapitálovém trhu.*

<sup>233</sup> V českém překladu čl. 24 odst. 9 MiFID II se hovoří o pobídkách, které jsou vypláceny „*v souvislosti s poskytováním investičních služeb či doplňkových investičních služeb*“. Anglické znění daného ustanovení pak obsahuje slovní spojení „*in connection with the provision of an investment service or an ancillary service*“.

<sup>234</sup> Zde je namístě dodat, že zákazník často za poskytování těchto služeb jejich poskytovatelům přímo neplatí.

<sup>235</sup> Dohledová činnost ČNB se s takovým schématem často setkává, viz např. skutková zjištění v rozhodnutích ČNB č. j. 2017/027194/CNB/110 ze dne 28. února 2017 sp. zn. S-Sp-2016/00015/CNB/573; č. j. 2016/77451/570 ze dne 28. června 2016 sp. zn. S-Sp-2016/00050/CNB/573; č. j. 2021/20829/570 ze dne 25. února 2021, sp. zn. S-Sp- 2020/00139/CNB/573.



inkasovaná provize s poskytnutou investiční službou úzce souvisí, tedy je inkasována při poskytování investiční služby zákazníkovi, a proto půjde o pobídku ve smyslu MiFID II. Stejný závěr by se prosadil i tehdy, kdyby ve výše uvedeném případě bylo namísto *investičního poradenství* poskytováno *obhospodařování majetku zákazníka*.<sup>236</sup>

Naopak v případech, kdy obchodník s cennými papíry za úplatu poskytuje *investiční poradenství* investičnímu fondu s právní osobností a současně některým svým zákazníkům doporučí investici do podílových listů tohoto fondu, o pobídku se jednat nebude, neboť úplata za *investiční poradenství* poskytnuté investičnímu fondu přímo nesouvisí s *investičním poradenstvím* poskytovaným ostatním zákazníkům. Je však třeba upozornit na skutečnost, že poskytovatelé investičních služeb se mohou společně s třetími osobami pokoušet obejít regulaci pobídek např. tím, že budou vystavovat fiktivní faktury nebo budou třetím osobám účtovat za poskytované nesouvisející služby nepřiměřeně vysokou cenu.<sup>237</sup> V takových případech by se excesivní úplaty a jiné výhody měly posuzovat z materiálního hlediska jako pobídky ve smyslu MiFID II, resp. ZKPT, pokud by se podařilo prokázat jejich přímou souvislost s investiční službou poskytovanou jinému zákazníkovi. Ovšem ani absence této souvislosti nezabavuje poskytovatele investičních služeb povinnosti jednat vždy v nejlepším zájmu zákazníka.

Právní předpisy provádějící MiFID II a ZPKT rozlišují pobídky *ve vztahu k výzkumu* a pobídky *bez* takového vztahu.<sup>238</sup> Vzhledem k omezenému rozsahu této práce se budu zabývat pouze pobídkami *bez* vztahu k výzkumu, protože mají dle mého názoru k poskytování investičních služeb užší vztah než pobídky *ve vztahu k výzkumu*.

#### **4.3.2. Materiální přípustnost pobídek**

Jak bylo uvedeno výše, pobídky jsou kvůli souvisejícím střetům zájmů zásadně zakázány. V některých případech však poskytnuty být mohou, a to za předpokladu splnění striktně vymezených podmínek, neboť v takových případech normotvůrce předpokládá, že střet zájmů vůbec nevzniká nebo alespoň nehrozí v takové míře, která by mohla ovlivnit poskytování investičních služeb v neprospěch zákazníka. Podmínky přípustnosti pobídek lze dle mého názoru dělit na podmínky *materiální*, které se týkají vlastností pobídky jako takové,

---

<sup>236</sup> Shodně i ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*. 2021. ESMA35-43-349. Dostupné z WWW:

<https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics>

<sup>237</sup> Tamtéž.

<sup>238</sup> Srov. čl. 13 DelDir.

a podmínky *formální*, které spočívají v řádném informování zákazníků o přijaté pobídce. Tato podkapitola bude věnována podmínkám *materiálním*.

Typově přípustnou pobídkou je v souladu s § 15 odst. 4 písm. b) ZPKT, resp. čl. 24 odst. 9 pododst. 3 MiFID II, úplata, která jako taková „*umožňuje poskytnutí investiční služby nebo je pro tento účel nutná*“. Jde především o úplaty převodním místům, úplaty za vypořádání nebo odměny za právní služby (např. konzultace ohledně právních aspektů převodu vlastnického práva k investičnímu nástroji). Často však budou tyto úplaty hrazeny přímo zákazníkem nebo alespoň na jeho účet a o pobídku tak z definice nepůjde. Je nutné upozornit, že provizi inkasovanou za distribuci investičních nástrojů od osoby odlišné od zákazníka nelze považovat za úplatu nutnou či úplatu umožňující poskytnutí investiční služby.<sup>239</sup>

Ostatní pobídky jsou přípustné pouze za splnění několika široce vymezených podmínek.

#### a) Charakter pobídky

První a zásadní podmínkou, která musí být za každých okolností splněna, je, že charakter pobídky nesmí vést k porušení povinnosti poskytovatele investiční služby jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků.<sup>240</sup> Jinými slovy, pobídka není přípustná, pokud je v jejím důsledku poskytování investiční služby zaujaté nebo jinak narušené.<sup>241</sup> Splnění této podmínky je nutno posuzovat individuálně při zohlednění všech relevantních okolností. Typickou situací, kdy tato podmínka nebude splněna, by bylo ujednání poskytovatele *investičního poradenství* (či služby *obhospodařování majetku zákazníka*) s emitentem či distributorem investičních nástrojů, na jehož základě by byl poskytovatel služby jednorázově odměňován za dosažení předem stanoveného počtu uzavřených obchodů s daným nástrojem. Je zřejmé, že v takovém případě by poskytovatel byl motivován doporučovat či obchodovat daný investiční nástroj s cílem dosáhnout stanoveného počtu obchodů, inkasovat tak sjednanou jednorázovou provizi a dávat těmto nástrojům přednost před nástroji jinými i přes to, že by tyto jiné nástroje mohly být pro daného zákazníka vhodnější.

#### b) Zlepšení kvality poskytované služby

---

<sup>239</sup> Viz stanovisko ČNB ze dne 22. března 2019. *K přípustnosti pobídek na kapitálovém trhu.*

<sup>240</sup> Viz čl. 11 DelDir a § 15 odst. 1, odst. 3 a odst. 5 ZPKT.

<sup>241</sup> Viz čl. 11 odst. 2 DelDir.

Zadruhé pobídka musí přispět ke zlepšení kvality poskytované služby, čímž se rozumí poskytnutí dodatečné služby či služby na vyšší úrovni.<sup>242</sup> Taková dodatečná služba či služba na vyšší úrovni musí být poskytnuta nad rámec zákonných povinností spjatých s danou investiční službou, jinými slovy za dodatečnou službu nemůže být považován úkon vyžadovaný zákonem, např. provádění pravidelného hodnocení vhodnosti v kontextu služby obhospodařování majetku zákazníka.<sup>243</sup> Demonstrativní výčet možných dodatečných služeb<sup>244</sup> či služeb na vyšší úrovni<sup>245</sup> obsahuje čl. 11 odst. 2 písm. a) DelDir. Za všechny lze uvést dodatečnou službu „zajištění přístupu za konkurenční cenu k široké škále investičních nástrojů, které pravděpodobně budou vyhovovat potřebám zákazníka, včetně odpovídajícího počtu nástrojů poskytovatelů investičních nástrojů z řad třetích osob, kteří nemají s obchodníkem s cennými papíry úzké propojení, společně buď s poskytnutím pomůcek s přidanou hodnotou, jako jsou objektivní informační zdroje, které pomáhají zákazníkovi činit investiční rozhodnutí nebo mu umožňují sledovat, modelovat a upravovat okruh investičních nástrojů, do kterých investoval, nebo s poskytováním pravidelných zpráv o výkonnosti, nákladech a úplatě, které s investičními nástroji souvisejí“,<sup>246</sup> kterou lze z povahy věci dodatečně poskytovat ke každé investiční službě.

#### c) Přiměřená výše pobídky

Další podmínkou je *přiměřená* výše pobídky ve vztahu k poskytnuté dodatečné službě či službě na vyšší úrovni.<sup>247</sup> Navzdory dikci, která patrně dává orgánům dohledu značný prostor pro uplatnění správního uvážení, výkladová stanoviska ani rozhodovací činnost ČNB neobsahují bližší vodítka, jak hodnotit onu *přiměřenost*. ČNB se omezuje pouze na sdělení, že výše pobídky by se ve velmi hrubém odhadu měla blížit částce, kterou by zákazník byl ochoten za dodatečnou službu zaplatit (terminologií ČNB jde o tzv. *tržní test*).<sup>248</sup> Je vhodné upozornit na to, že tržní test není zaměnitelný se zásadní podmínkou uvedenou v § 15 odst. 1 a odst. 3 ZPKT, tedy to, že povaha pobídky není s to ohrozit plnění povinnosti jednat

<sup>242</sup> Viz čl. 11 DelDir a § 15 odst. 4 písm. a) ZPKT. DelDir je v zásadě totožným znění transponována vyhláškou č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

<sup>243</sup> ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*. 2021. ESMA35-43-349. Dostupné z WWW:

<https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics>

<sup>244</sup> Příkladem takové dodatečné služby může být zajištěním přístupu za konkurenční cenu k široké škále investičních nástrojů po splnění dalších podmínek v souladu s čl. 11 odst. 2 písm. a) bod (iii) DelDir.

<sup>245</sup> Jako příklad služby na vyšší úrovni lze uvést investiční poradenství k široké škále vhodných investičních nástrojů dle čl. 11 odst. 2 písm. a) bod (i) DelDir.

<sup>246</sup> Viz čl. 11 odst. 2 písm. a) bod (iii) DelDir.

<sup>247</sup> Viz čl. 11 odst. 2 písm. a) DelDir.

<sup>248</sup> Viz stanovisko ČNB ze dne 22. března 2019. *K přípustnosti pobídek na kapitálovém trhu*. Dostupné z WWW: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-09/>

v nejlepším zájmu zákazníka. Obě tyto podmínky musí být splněny kumulativně, přičemž přichází v úvahu situace, kdy jedna z nich splněna bude a druhá nikoli. Tak tomu bude například tehdy, kdy pobídka sice obstojí v *tržním testu* (zákazník by byl ochotný za dodatečnou službu zaplatit částku přiměřenou výši pobídky), ale její povaha bude i přesto způsobilá přivodit střet zájmů mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční služby (příjemcem pobídky) proto, že výše pobídky je vyšší než náklady na poskytnutí dodatečné služby (či služby na vyšší úrovni). Pokud totiž výše spolu souvisejících pobídek<sup>249</sup> v jistém okamžiku překročí částku fixních nákladů na vybudování infrastruktury nezbytné k zajištění dodatečné služby v součtu s variabilními náklady jejího poskytování, pak od tohoto okamžiku budou další související pobídky *largo sensu* ziskem příjemce pobídek, neboť tento je nebude muset na poskytování dodatečné služby vynaložit. Je zřejmé, že tento zisk je s to založit střet zájmů příjemce pobídky a jeho zákazníka, na jehož základě bude příjemce pobídky motivován (v rozporu s § 15 odst. 1 ZPKT) jednat v zájmu svém a nikoli v zájmu zákazníka. K takovému závěru lze dojít nejen aplikací § 15 odst. 1 ZPKT, ale i § 11 odst. 2 písm. b) DelDir, který zakazuje, aby pobídka byla „*přímo prospěšná pro přijímajícího obchodníka s cennými papíry, jeho akcionáře, společníky nebo pracovníky, ledaže by přinášela hmotnou výhodu danému zákazníkovi*“. Ve výše demonstrovaném případě má hmotná výhoda svůj původ v pobídkách, které byly následně vynaloženy k úhradě nákladů na zajištění dodatečné služby. Všechny později inkasované pobídky takto zužitkovány nebyly, tudíž nemohou zákazníkovi přinášet žádnou hmotnou výhodu.

Vzhledem k výše uvedenému se domnívám, že ač to v pramenech není explicitně řečeno, je cílem regulace pobídek, které mají přispět ke zlepšení kvality poskytované služby ve smyslu § 15 odst. 4 písm. a) ZPKT,<sup>250</sup> úplné ekonomické přenesení přijaté pobídky na zákazníka. I v takovém případě však může poskytovatel investičních služeb z přijaté pobídky nepřímo profitovat, protože poskytování dodatečné služby či služby na vyšší úrovni může zvýšit jeho konkurenceschopnost na *trhu investičních služeb*.

Uvědomuji si, že v porovnání s regulací v MiFID I jde o významné zpřísnění, ale k jinému výkladu dotčených ustanovení nelze podle mého názoru dojít. Zpřísnění regulace pobídek koneckonců avizuje i DelDir v recitálu č. 21.

---

<sup>249</sup> Např. pobídky inkasované investičním zprostředkovatelem ve formě části vstupního poplatku za zprostředkování nákupu podílových listů konkrétního podílového fondu.

<sup>250</sup> Resp. čl. 24 odst. 9 pododst. 1 písm. a) a b) MiFID II.

Na úplný závěr výkladu o *materiální* přípustnosti pobídek bych rád podotkl, že za účinnosti MiFID II a odpovídající novely ZPKT se ČNB ve své rozhodovací praxi touto přípustností dosud nezabývala (alespoň se mi nepodařilo žádné takové rozhodnutí najít<sup>251</sup>). Veškeré pobídky, které byly shledány v rozporu s jejich regulací, ČNB přezkoumávala pouze z hlediska přípustnosti *formální*, aniž by následně přistoupila k přezkumu *materiálnímu*.<sup>252</sup> Tuto skutečnost vidím jako značný deficit, který nutně vede k právní nejistotě poskytovatelů investičních služeb, neboť tito se nemohou při přípravě pobídkových schémat opřít o předchozí rozhodnutí ČNB.

### 4.3.3. Formální přípustnost pobídek

*Formální* přípustností pobídek rozumím povinnost „informovat zákazníka v dostatečném časovém předstihu před poskytnutím investiční služby jasně, podrobně, přesně a srozumitelně o existenci, povaze a výši pobídky podle § 15 odst. 4, případně o způsobu jejího výpočtu, nelze-li její výši určit“ dle § 15e odst. 1 ZKPT, resp. čl. 24 odst. 9 pododst. 2 MiFID II. Pokud poskytovatel informoval zákazníka pouze o způsobu výpočtu pobídky z důvodu, že její přesnou výši nešlo určit předem, je povinen po jejím obdržení (nebo poskytnutí) informovat zákazníka o její přesné výši.<sup>253</sup> V případě nesplnění této povinnosti vzniká odpovědnost za totožný přestupek jako při porušení *materiální* přípustnosti pobídek, tedy přestupek pro porušení povinnosti poskytovat investiční služby s odbornou péčí dle § 15 odst. 1 ZKPT.<sup>254</sup>

Informovat o pobídce je nutné v dodatečném předstihu, aby byl zákazník schopen učinit uvážené rozhodnutí, zda smlouvu s poskytovatelem investičních služeb uzavřít či nikoliv.<sup>255</sup> Účelem je, jak bylo uvedeno výše, snížení informační asymetrie na straně zákazníka.

---

<sup>251</sup> K vyhledávání jsem použil vyhledávač pravomocných rozhodnutí ČNB v řízeních zahájených po datu 1.1.2009, který je přístupný na <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rozenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>.

<sup>252</sup> Zvláště je možné poukázat na rozhodnutí č. j. 2021/46791/570 ze dne 4. května 2021 sp. zn. S-Sp/2020/317/573, kdy se posuzovala pobídka ve výši součtu odměn za získání a správu investice ve výši 100 % ze vstupního poplatku a za správu dle objemu finančních prostředků ve správě: 1 CZK – 19.999.999 CZK 0,0333 %, 20.000.000 CZK – 49.999.999 CZK 0,04166 % a nad 50.000.000 CZK 0,05 %. Zejména aplikace několika procentních sazeb v závislosti na objemu zprostředkovaných finančních prostředků narušuje dle mého názoru nezávislé poskytování investiční služby v neprospěch zákazníka, neboť zřejmě motivuje poskytovatele k získání vyšší sazby akumulací finančních prostředků zákazníka do jednoho druhu investice. I v tomto případě ČNB rozhodla o nezákonnosti pobídky pouze z toho důvodu, že o ní zákazník nebyl informován, a materiální stránkou se dále nezabývala, ač by závěr o *materiální* nepřípustnosti spolu s nepřípustností *formální* mohl být důvodem pro udělení vyšší pokuty.

<sup>253</sup> Viz čl. 11 odst. 5 písm. b) DelDir.

<sup>254</sup> Viz § 164 odst. 1 písm. t) a § 166 odst. 1 písm. i) ZPKT.

<sup>255</sup> Viz rozhodnutí ČNB č. j. 2021/20829/570 ze dne 25. února 2021, sp. zn. S-Sp 2020/00139/CNB/573.

Co se týče formy poskytnutí informace, rozhodovací praxe ČNB při aplikaci MiFID I i MiFID II dosud dovozovala, že obecně lze o pobídkách informovat i ústně, ale zároveň upozorňovala na to, že v takovém případě mohou nastat problémy s prokazováním toho, zda byla informace podána řádně.<sup>256</sup> Taková aplikace souvisejících ustanovení byla v souladu s jazykovým výkladem čl. 46 odst. 2 a odst. 3 DelReg ve spojení s čl. 47 až 50 DelReg, kdy zmíněná ustanovení skutečně, a do jisté míry i překvapivě, nepožadovaly, aby informace ohledně pobídek byly poskytovány na trvalém nosiči dat<sup>257</sup> (na rozdíl od většiny ostatních zákazníkům povinně sdělovaných informací). Takový výklad však nadále nebude po novelizaci MiFID II směrnici Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. února 2021<sup>258</sup> možný. Tato směrnice vkládá do čl. 24 nový odstavec 5a, který stanoví povinnost poskytovat „*veškeré informace, které mají být poskytnuty podle této směrnice*<sup>259</sup> *zákazníkům či potenciálním zákazníkům, v elektronické podobě*“, ledaže zákazník žádá poskytnutí informací v papírové podobě. Taková novelizace je logická a lze ji jen uvítat, osobně totiž nevidím jediný důvod, proč by např. informace o investičních nástrojích měly být poskytovány v podobě písemné, zatímco informace o pobídkách by stačilo poskytnout pouze ústně.

#### **4.3.4. Pobídky, nezávislé investiční poradenství a obhospodařování majetku zákazníka**

Pobídky, které jsou poskytovány v souvislosti s *nezávislým investičním poradenstvím* nebo s *obhospodařováním majetku zákazníka*, podléhají zvláštní a přísnější úpravě než pobídky ostatní. Ze samotné podstaty *nezávislého investičního poradenství* vyplývá, že při poskytování tohoto typu poradenství nesmí být o nezávislosti poradce předem žádné pochybnosti, protože tento poradce sám sebe ve styku s klienty označuje jako nezávislého. V případě *obhospodařování majetku zákazníka* je přísnější režim žádoucí proto, že z povahy věci je poskytování této služby náchylnější k zneužití případného střetu zájmů než služby ostatní, neboť poskytovatel služby sám podle své úvahy nakládá se zákaznickovým portfoliem,

---

<sup>256</sup> Srov. ve vztahu k MiFID II rozhodnutí ČNB č. j. 2021/20829/570 ze dne 25. února 2021, sp. zn. S-Sp 2020/00139/CNB/573; ve vztahu k MiFID I rozhodnutí ČNB č. j. 2018/138761/570 ze dne 23. listopadu 2018, sp. zn. S-Sp-2018/00377/CNB/573 nebo rozhodnutí ČNB č. j. 2017/141231/570 ze dne 23. října 2017, sp. zn. S-Sp-2017/00068/CNB/573.

<sup>257</sup> Trvalý nosič dat je definován v čl. 4 odst. 1 bod 62) MiFID II. V zásadě jde o písemnou formu sdělování informací.

<sup>258</sup> Celým názvem Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. února 2021, kterou se mění směrnice 2014/65/EU, pokud jde o požadavky na informace, řízení produktů a limity pozic, a směrnice 2013/36/EU a (EU) 2019/878, pokud jde o použití těchto směrnic v případě investičních podniků, s cílem napomoci oživení po krizi způsobené onemocněním COVID-19.

Pozn. autora: transpoziční lhůta uplynula dne 28. listopadu 2021.

<sup>259</sup> Směrnici je zřejmě na mysli MiFID II.

příčemž zákazník se o způsobu obhospodařování portfolia a jednotlivě provedených obchodech dozvídá zpravidla až *ex post*. Je tedy zřejmé, že za takových okolností je třeba chránit zájmy zákazníků důrazněji, než je tomu při poskytování služeb ostatních.

Proto je v souvislosti s těmito službami zakázáno *ponechat si peněžité* pobídky od třetích osob a *nepeněžité* pobídky je dokonce zakázáno vůbec *přijmout*. Jiným slovy, po případném přijetí *peněžité* pobídky od třetí osoby musí následovat převedení celé pobídky na zákazníka,<sup>260</sup> ovšem v případě *nepeněžité* pobídky takto postupovat nelze, protože k jejímu přijetí nesmí vůbec dojít.<sup>261</sup> Důvodem odlišné úpravy *peněžitých* a *nepeněžitých* pobídek tkví v tom, že zatímco ty *peněžité* je možné na zákazníka zcela převést, u *nepeněžitých* pobídek takový postup zpravidla nebude z povahy věci možný ani účelný (např. školení zaměstnanců poskytovatele služby, klientské večere či darování výukových materiálů).

Je zřejmé, že nemožnost ponechat si peněžitou pobídku od třetí osoby povede v praxi k tomu, že poskytování obou těchto služeb bude zcela hradit samotný zákazník. Tato skutečnost pravděpodobně povede k tomu, že poskytování těchto služeb si budou moct dovolit pouze majetnější zákazníci.<sup>262</sup>

Tomuto přísnějšímu režimu podléhá pouze *přijímání* pobídek od třetích osob, zatímco na *poskytování* pobídek třetím osobám ze strany poskytovatele služby se užije úprava obecná, viz podkapitoly 3.1.2 a 3.1.4.

Ze striktního zákazu *přijímání nepeněžitých* pobídek regulace vyjímá taxativně vypočtené *malé nepeněžité výhody*, které mohou „*přispět ke zlepšení kvality poskytované služby a kterou s ohledem na její rozsah a povahu nelze považovat za výhodu vedoucí k porušení povinnosti obchodníka s cennými papíry jednat v nejlepším zájmu zákazníka, je-li o ní zákazník srozumitelně informován*“.<sup>263</sup> Ohledně výkladu jednotlivých podmínek citovaného ustanovení lze odkázat na předchozí výklad k *materiální* a *formální* přípustnosti pobídek. Druhový výčet *malých nepeněžitých výhod* obsahuje čl. 12 odst. 3 DelDir, který je transponován § 16 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při

---

<sup>260</sup> V takovém případě jde o klasickou pohledávku zákazníka za poskytovatelem investiční služby, s tím omezením, že poskytovatel nemůže proti této pohledávce započítávat své pohledávky na zaplacení poplatků za zákazníkem, viz - ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*. 2021. ESMA35-43-349.

<sup>261</sup> Viz čl. 12 odst. 1 a 2 DelDir a § 15 odst. 5 ZPKT.

<sup>262</sup> K podobným závěrům srov. RESTELLI, E. R. *Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry*. 2021. *European Company and Financial Law Review*. vol. 18, no. 4, pp. 640-668.

<sup>263</sup> Viz čl. 12 odst. 2 a 3 DelDir a § 15 odst. 5 ZPKT.

poskytování investičních služeb. *Malou nepeněžitou výhodou* tak mohou být pouze zde vyjmenované pobídky.<sup>264</sup>

## 5. Investiční služby

### 5.1. Hlavní investiční služby

#### 5.1.1. Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů

##### a) Úvod

Tato hlavní investiční služba je nezbytným předpokladem pro poskytování dalších hlavních investičních služeb, proto pokud poskytovatel zamýšlí poskytovat kteroukoli další hlavní investiční službu, musí mít zároveň povolení ČNB k poskytování služby *přijímání a předávání pokynu*.<sup>265</sup> Ač to z žádného ustanovení explicitně nevyplývá, v ČR se zkrátka ustálil tento přístup. Je tomu tak navzdory skutečnosti, že některé hlavní investiční služby mohou být z povahy věci poskytovány bez současného přijetí či předání pokynu, např. *investiční poradenství* nebo *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*. Bez ohledu na výše uvedené tato služba může být poskytována i samostatně bez současného poskytování jiné investiční služby.

V teorii i praxi jsou s touto službou spojeny významné výkladové i aplikační problémy. Některým z nich bude věnován výklad níže. Jde zejména o relativně široké vymezení této služby v českém právním řádu v porovnání s jejím vymezením v MiFID II ve světle judikatury SDEU.

Ekonomickým smyslem této služby je snižování transakčních nákladů zákazníka. V případě, že by se zákazník ohledně každé zamýšlené transakce obracel na konečnou protistranu, pouhé náklady na vyhledání konečné protistrany by byly enormní. Pro zákazníka je nesporně výhodnější obrátit se na poskytovatele služby *přijímání a předávání pokynů*, který díky úsporám z rozsahu a nižšímu informačnímu deficitu dokáže zajistit uskutečnění transakce ve výsledku levněji, než by dokázal sám zákazník.<sup>266</sup>

---

<sup>264</sup> Jde o tato nepeněžitá plnění: informace nebo dokumenty, týkající se investičního nástroje nebo investiční služby, včetně dokumentu od třetí osoby, který byl zadán a zaplacen emitentem za účelem propagace emise či emitenta; účast na školících akcích zaměřených na konkrétní investiční nástroje nebo služby; či malá pohoštění. Dále je možné, aby ČNB svým rozhodnutím dále rozšířila tento jinak taxativní výčet. ČNB této možnosti dosud nevyužila.

<sup>265</sup> Srov. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>266</sup> V podrobnostech viz kapitola 2.1.



## **b) Přijímání a předávání pokynů ve smyslu unijního práva**

Pro určení, zda se v konkrétní situaci jedná o tuto službu, či ne, je nutné objasnit smysl pojmu „pokyn“. SDEU se k výkladu tohoto pojmu vyjádřil ještě za účinnosti MiFID I. Vzhledem k tomu, že dikce předmětných ustanovení zůstala v MiFID II totožná, lze jeho závěry bezpochyby přenést i do budoucna. V rozsudku Khorassani<sup>267</sup> SDEU dovedl, že pojem „pokyn“ je třeba vykládat v úzkém smyslu tak, že jde pouze o „*příkazy ke koupi nebo prodeji jednoho nebo více finančních nástrojů*“. Opřel se o definici investiční služby *provádění pokynu*, která říká, že touto službou „*je jednání k uzavření smlouvy o nákupu nebo prodeji jednoho či více finančních nástrojů...*“.<sup>268</sup> Dále poukázal i na definici „*limitního pokynu*“, podle které je tímto pokynem „*pokyn k nákupu či prodeji finančního nástroje za stanovenou limitní cenu nebo výhodněji a ve stanoveném objemu*“.<sup>269</sup> Pokynem ve smyslu unijního práva je tak pouze přímý příkaz (pokyn) k nákupu nebo prodeji investičního nástroje. Příkladem může být např. předání smlouvy o nákupu určitého množství podílových listů obhospodařovateli podílového fondu nebo telefonický příkaz investičnímu zprostředkovateli k nákupu akcií ČEZu.<sup>270</sup>

Pro úplnost dodávám, že v rozsudku Khorassani šlo konkrétně o to, zda lze pod službu *přijímání a předávání pokynu* ve smyslu MiFID I podřadit i zprostředkování uzavření rámcové smlouvy, jejímž předmětem je *obhospodařování majetku* zákazníka, a jejího následného předání obchodníkovi s cennými papíry. SDEU odpověděl negativně, neboť rámcová smlouva sama o sobě *pokyn* ke koupi nebo prodeji investičního nástroje neobsahovala.

## **c) Přijímání a předávání pokynů ve smyslu českého právního řádu**

Je zřejmé, že situace spadající pod službu *přijímání a předávání pokynu* dle rozsudku Khorassani budou pod tuto službu spadat i podle ZPKT. Potíž tkví v tom, že dle ZPKT a tuzemské teorie i praxe pod tuto službu spadá i mnoho situací dalších, neboť okruh činností spadající pod investiční službu *přijímání a předávání pokynů* je v ZPKT tradičně vymezen velice široce. Již od poloviny roku 2008 a nad rámec znění MiFID I i MiFID II je dle § 4 odst. 4 ZPKT touto službou též „*zprostředkování obchodů s investičními nástroji*“, přičemž

<sup>267</sup> Rozsudek SDEU ze dne 14. 6. 2017, Mohammad Zadeh Khorassani proti Kathrin Pflanz, C-678/15.

<sup>268</sup> Viz čl. 4 odst. 1 pododst. 5 MiFID I, resp. čl. 4 odst. 1 pododst. 5 MiFID II.

<sup>269</sup> Viz čl. 4 odst. 1 pododst. 14 MiFID I, resp. čl. 4 odst. 1 pododst. 14 MiFID II.

<sup>270</sup> Zde je nutné připomenout, že investiční zprostředkovatel není oprávněn daný pokyn provést, ale pouze jej přijmout a následně předat k provedení obchodníkovi s cennými papíry nebo jinému poskytovateli.

zákonem č. 119/2020 Sb.<sup>271</sup> byla do ZPKT nově vložena definice *zprostředkování*, která se nyní nachází v § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT.<sup>272</sup> Z této definice vyplývá, že *zprostředkováním* se v podstatě rozumí, mimo jiné,<sup>273</sup> jakákoli pomoc či asistence v kterékoli fázi kontraktačního procesu vedoucí k uzavření smlouvy, jejímž předmětem je obchod s investičními nástroji nebo poskytování kterékoli investiční služby. Je tedy zřejmé, že navzdory závěrům rozsudku Khorassani je dle ZPKT investiční službou *přijímání a předávání pokynů* též sjednání a předání rámcové smlouvy o *obhospodařování majetku zákazníka*.

Též v minulosti byl pojem *zprostředkování* i bez definice v ZPKT vykládán široce. Lze poukázat na několik rozhodnutí ČNB, jejichž závěry se jistě prosadí i v budoucnu.

Jako *zprostředkování* ČNB posoudila situaci, kdy si zákaznice na osobní schůzce se zaměstnancem účastníka řízení a podle jeho instrukcí založila účet u obchodníka s cennými papíry a do počítače nainstalovala aplikaci, prostřednictvím které ji bylo umožněno zadávat pokyny k obchodům s investičními nástroji. ČNB uzavřela, že ze strany účastníka řízení šlo o poskytnutí investiční služby *přijímání a předávání pokynů* ve vztahu k rámcové smlouvě o následném poskytování investičních služeb *provádění pokynů a přijímání a předávání pokynů*.<sup>274</sup>

Ke stejné právní kvalifikaci ČNB došla i v případě, kdy účastník řízení obchodníkovi s cennými papíry pouze předával zákaznickem podepsané rámcové smlouvy, na jejichž základě měly být v budoucnu uzavírány obchody s investičními nástroji.<sup>275</sup>

*Zprostředkováním*, a tedy investiční službou *přijímání a předávání pokynů*, je podle ČNB též vyplnění údajů, které byly zákazníkem diktovány po telefonu, do smlouvy o zřízení účtu u obchodníka s cennými papíry.<sup>276</sup>

<sup>271</sup> Zákon č. 119/2020 Sb., kterým se mění některé zákony v oblasti regulace podnikání na finančním trhu.

<sup>272</sup> V souladu s tímto ustanovením se *zprostředkováním* obchodů s investičními nástroji rozumí:

1. nabízení možnosti sjednat obchod s investičními nástroji nebo poskytnout investiční službu jménem poskytovatele investičních služeb nebo jménem zákazníka,
2. předkládání návrhů na sjednání obchodu s investičními nástroji nebo poskytnutí investiční služby jménem poskytovatele investičních služeb nebo jménem zákazníka,
3. provádění přípravných prací směřujících ke sjednání obchodu s investičními nástroji nebo poskytnutí investiční služby jménem poskytovatele investičních služeb nebo jménem zákazníka, včetně poskytování doporučení vedoucího ke sjednání takového obchodu nebo služby,
4. sjednávání obchodu s investičními nástroji nebo sjednávání poskytování investiční služby jménem poskytovatele investičních služeb nebo jménem zákazníka, nebo
5. pomoci při výkonu práv a plnění povinností při sjednávání obchodu s investičními nástroji nebo při poskytování investiční služby jménem poskytovatele investičních služeb nebo jménem zákazníka.

<sup>273</sup> Zde lze uvést, že *zprostředkováním* je též pomoc při výkonu práv a plnění povinností při poskytování investiční služby jménem poskytovatele investičních služeb nebo jménem zákazníka. Viz § 2 odst. 1 písm. y) bod. 5 ZPKT.

<sup>274</sup> Viz rozhodnutí č. j. 2015/137262/570 ze dne 12. 4. 2016, sp. zn. S-Sp-2014/00327/CNB/573.

<sup>275</sup> Viz rozhodnutí č. j. 2020/70499/570 ze dne 10. 6. 2020, sp. zn. S-Sp-2019/00510/CNB/573.

*Přijímání a předávání pokynů* ve vztahu ke službě *obhospodařování majetku* bylo konečně dovozeno i tehdy, kdy účastník řízení asistoval při založení účtu u obchodníka s cennými papíry, na kterém měly být v budoucnu složeny zákaznickovy finanční prostředky za účelem jejich obhospodařování.<sup>277</sup>

Z výše uvedeného lze seznat, že přesné vymezení okruhu činností spadajících pod službu *přijímání a předávání pokynů* je velice obtížné. Jistým ulehčením pro aplikační praxi je alespoň částečné vymezení okruhu činností, které touto investiční službou naopak nejsou. ČNB v této souvislosti hovoří o tzv. *tipařství*. Touto činností se rozumí „*pouhé zjišťování zájmu osoby o případné uzavření smlouvy o poskytnutí investiční služby s tím, že poté je tato informace společně s kontaktními údaji potenciálního zákazníka předána obchodníkovi s cennými papíry*“.<sup>278</sup> Jde tedy o pasivní předání údajů o potenciálních zákaznících. Tento přístup byl potvrzen i Nejvyšším správním soudem.<sup>279</sup> Tipařstvím ovšem není získání zákazníka, tedy ovlivnění zákaznickova rozhodnutí využít investiční službu.<sup>280</sup>

Otázkou může být, zda jde o tipařství i v situaci, kdy není předáván kontakt na zákazníka, ale zákazníkovi je předáván kontakt na poskytovatele investiční služby. Dle mého názoru jde v podstatě o totožné situace, a o investiční službu *přijímání a předávání pokynů* by tak jít nemělo. V rozhodovací praxi ČNB se mi potvrzení takového názoru nepodařilo nalézt, ovšem v jednom ze svých stanovisek ČNB dovodila, že o investiční službu *přijímání a předávání pokynů* nejde tehdy, kdy je v rámci inzerce investičních nástrojů předáván zájemcům o úpis kontakt na emitenty dluhopisů.<sup>281</sup> Domnívám se tedy, že o tipařství se jedná i v situaci, je-li adresátem kontaktních údajů zákazník bez ohledu na to, zda jde o kontaktní údaje na poskytovatele investiční služby, emitenta investičního nástroje nebo vlastníka investičního nástroje.

#### **d) Možný nesoulad českého právního řádu s unijním právem a jeho následky**

V literatuře se objevil názor, že širší pojetí této služby uplatňované v České republice je v rozporu s MiFID II. Hobza argumentuje, že MiFID II neumožňuje tzv. přesahující transpozici, tedy možnost podřídit úpravě stanovené směrnicí ty právní vztahy, na které

---

<sup>276</sup> Viz rozhodnutí č. j. 2020/69495/570 ze dne 9. 6. 2020, sp. zn. S-Sp-2018/00268/CNB/573.

<sup>277</sup> Viz rozhodnutí č. j. 2017/131686/570 ze dne 15. 12. 2017, sp. zn. S-Sp-2015/00354/CNB/573.

<sup>278</sup> Viz rozhodnutí č. j. 2015/137262/570 ze dne 12. 4. 2016, sp. zn. S-Sp-2014/00327/CNB/573.

<sup>279</sup> Viz rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 31. 10. 2018, sp. zn. 9 Af 43/2015.

<sup>280</sup> Viz rozhodnutí č. j. 2015/137262/570 ze dne 12. 4. 2016, sp. zn. S-Sp-2014/00327/CNB/573.

<sup>281</sup> Stanovisko ČNB ze dne 31. 5. 2019. *Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT?*

směrnice samotná nedopadá.<sup>282</sup> Český zákonodárce se této přesahující transpozice bezpochyby dopustil, neboť oproti MiFID II rozšířil okruh činností spadající pod službu *přijímání a předávání pokynu*. Otázkou je, zda MiFID II přesahující transpozici umožňuje. Hobza odpovídá negativně a odkazuje na recitál č. 12 MiFID II, který konstatuje, že „*účelem této směrnice je zahrnout podniky, jejichž obvyklým předmětem podnikání nebo činnosti je odborné poskytování investičních služeb nebo odborný výkon investiční činnosti. Z oblasti působnosti této směrnice by proto měly být vyňaty všechny osoby, které vykonávají jinou odbornou činnost*“. S tímto nesouhlasím. Recitál dle mého názoru pouze vyjímá z působnosti směrnice MiFID II služby, které podle tohoto předpisu nespádají pod žádnou investiční službu. Nelze z něj však dovodit, že by zároveň zakazoval členským státům stanovit vnitrostátní pravidla odpovídající těm v MiFID II i ve vztahu ke službám a činnostem jiným. Jinými slovy recitál sice říká, že směrnice jako taková se užije pouze na právní vztahy v ní uvedené, avšak *stricto sensu* nezakazuje přijetí obdobných pravidel i pro další služby nebo činnosti. Vzhledem k tomu, že Hobzův názor nelze podpořit explicitním ustanovením MiFID II, domnívám se, že MiFID II přesahující transpozici spíše nebrání.

Pokud by se však prosadil Hobzou zastávaný výklad o rozporu ZPKT s MiFID II, je vhodné zabývat se tím, jak by takový rozpor mohl být v praxi řešen. V tomto kontextu lze poukázat na dva druhy situací.

První z nich je soukromoprávní spor mezi zákazníkem a poskytovatelem služby *přijímání a předávání pokynu*, který ve smyslu ZPKT pouze *zprostředkoval* obchod s investičním nástrojem. Bude-li zákazník uplatňovat právo na náhradu újmy způsobenou porušením pravidel jednání, kterého se dopustil poskytovatel služby, mohl by poskytovatel namítat, že na základě nepřímého účinku MiFID II<sup>283</sup> je nutné vykládat ZPKT tak, že *pouhé zprostředkování* obchodu s investičním nástrojem není investiční službou, a proto nebyl povinen dodržovat pravidla jednání dle ZPKT či DelReg. Taková námitka mu však nepomůže. Nepřímý účinek směrnice, tedy povinnost vykládat ustanovení vnitrostátního práva v souladu se směrnicí, se nemůže uplatnit tam, kde by ve svém důsledku znamenal výklad *contra legem*, tedy výklad v rozporu s vnitrostátním právem.<sup>284</sup> Vzhledem k tomu, že ZPKT výslovně stanoví, že za službu *přijímání a předávání pokynu* se považuje také

---

<sup>282</sup> HOBZA, M. *Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu*. Obchodněprávní revue. Praha: C.H. Beck, 2020, č. 2, s. 121. ISSN 1803-6554.

<sup>283</sup> Tedy povinnost eurokonformního výkladu směrnice. Takový důsledek zmiňuje i Hobza v HOBZA, M. *Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu*. Obchodněprávní revue. Praha: C.H. Beck, 2020, č. 2, s. 121. ISSN 1803-6554.

<sup>284</sup> Viz např. rozsudek SDEU ze dne 7. 8. 2018, David Smith proti Patricku Meadeovi, Philipu Meadeovi, FBD Insurance plc, Irsku, C-122/17.

*zprostředkování obchodů s investičními nástroji*, jakýkoli jiný výklad ZPKT by nutně musel být *contra legem*. V této situaci se tak nelze nepřímého účinku směrnice dovolávat.<sup>285</sup> Jediným lékem na možný rozpor s unijním právem je zde legislativní změna ZPKT.

Druhý typ situací nastává v případě vedení přestupkového řízení s osobou, která *zprostředkovávala obchody s investičními nástroji*, aniž by předtím získala povolení ČNB k poskytování služby *přijímání a předávání pokynu*. Může se taková osoba v řízení před ČNB, resp. soudem, účinně bránit s odkazem na rozpor ZPKT s MiFID II? Domnívám se, že nikoli. Nepřímého účinku MIFID II nelze využít z důvodů uvedených výše. V úvahu by snad přicházelo dovolat se přímého účinku směrnice,<sup>286</sup> ale ani zde nejsou naplněny podmínky pro jeho vznik. Je sice pravdou, že přímého účinku směrnice se jednotlivci mohou dovolávat proti orgánům veřejné moci, ovšem v našem případě není splněna druhá nezbytná podmínka spočívající v existenci takového ustanovení směrnice, které se z hlediska obsahu jeví jako bezpodmínečné a dostatečně přesné.<sup>287</sup> MiFID II v žádném svém ustanovení explicitně nezakazuje uplatnění svých pravidel na případy, které sám nepředvídá. Jak bylo uvedeno výše, potenciální zákaz přesahující transpozice je dovozován pouze z jednoho recitálu, který sám o sobě ani není ustanovením MiFID II. Ani v této situaci tedy nelze překlenout případný rozpor mezi unijním právem a ZPKT jinak než legislativní změnou.

Účastníkovi přestupkového řízení nezbude než případně uloženou pokutu zaplatit. Zde vyvstává otázka, zda by tento účastník mohl po České republice žádat náhradu újmy. Česká republika totiž porušila unijní právo nesprávnou transpozicí MiFID II a v příčinné souvislosti vznikla účastníkovi majetková újma ve výši uložené pokuty (a nákladů řízení). Bohužel ani zde nemají *zprostředkovatelé* příznivé vyhlídky. V zásadním rozsudku *Francovich*<sup>288</sup>, který se týkal právě vzniku odpovědnosti členského státu za újmu způsobenou nesprávnou či opožděnou transpozicí směrnice, SDEU dovedl, že náhrady újmy se lze dovolávat pouze tam, kde výsledek stanovený směrnicí zakládá práva ve prospěch jednotlivců, přičemž obsah těchto práv je identifikovatelný na základě ustanovení směrnice. Jak již lze z výše uvedeného tušit, tyto podmínky nejsou splněny. Z MiFID II nelze jednoznačně dovést práva

---

<sup>285</sup> Přímý účinek směrnice úmyslně opomímám, neboť podmínky pro jeho uplatnění zde nejsou očividně splněny. Lze uvést, že v dané situaci mezi soukromoprávními subjekty by šlo o tzv. horizontální přímý účinek směrnice, který je však nepřipustný. Viz např. rozsudek SDEU ze dne 14. 7. 1994, Paolo Faccini Dori proti Recreb Srl, C-91/92.

<sup>286</sup> Tento účinek spočívá v ignorování vnitrostátní normy, namísto které se přímo aplikuje ustanovení směrnice.

<sup>287</sup> Viz např. rozsudek SDEU ze dne 24. 1. 2012, Maribel Dominguez proti Centre informatique du Centre Ouest Atlantique, Préfet de la région Centre, C-282/10.

<sup>288</sup> Rozsudek SDEU ze dne 19. 11. 1991, Andreou Francovichem a Italskou republikou a mezi Danilou Bonifaci a dalšími a Italskou republikou, ve spojených věcech C-6/90 a C-9/90.

*zprostředkovatelů* ve smyslu ZPKT nebyť subjekty povinností stanovených v MiFID II ani z jeho znění nelze jednoznačně dovodit zákaz podřadit jeho pravidlům i další služby.

### **5.1.2. Provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka**

Služba *provádění pokynů* z povahy věci navazuje na poskytnutí služby *přijímání a předávání pokynů*. Je to logické, aby mohl být pokyn *proveden*, musí být nejdříve *přijat*. Toto platí jak v případech, kdy jsou obě služby poskytovány totožnou osobou, tak v případech, kdy je pokyn nejdříve *přijat* obchodníkem s cennými papíry X a následně *předán* obchodníkovi s cennými papíry Z, který jej opět nejprve *přijímá* a až následně *provádí*. Samozřejmě se lze setkat i s případy, kdy bude pokyn *přijat a předán* mnoha poskytovateli, než bude nakonec i *proveden*. V této souvislosti je namístě vysvětlit, kdo je koho zákazníkem. Primární zákazník, např. spotřebitel, je zákazníkem vždy pouze toho obchodníka s cennými papíry (OCP 1), kterému pokyn bezprostředně zadal. Mezi těmito subjekty dochází k poskytnutí služby *přijímání a předávání pokynů*. Pokud OCP 1 předá pokyn dalšímu obchodníkovi s cennými papíry (OCP 2), aby pokyn *provedl*, pak se OCP 1 stává zákazníkem OCP 2. Mezi OCP 1 a OCP 2 dochází k poskytnutí investiční služby *přijímání a předávání pokynů* a následně i investiční služby *provádění pokynů*. Spotřebitel jako primární zákazník se v tomto případě zákazníkem OCP 2 vůbec nestane.<sup>289</sup>

Toto rozlišování samozřejmě má své praktické důsledky. V uvedeném případě OCP 2 není povinen vůči svému zákazníkovi (OCP 1) dodržovat téměř žádná pravidla jednání se zákazníky uvedená v § 15 až §15r ZPKT, neboť OCP 1 je tzv. *způsobilou protistranou*.<sup>290</sup> Naopak OCP 1 všechna pravidla jednání se zákazníky dodržovat musí, protože jeho zákazníkem je spotřebitel, tedy osoba, která *způsobilou protistranou* není.

*Provádění pokynů* je definováno jako „*jednání vedoucí k uzavření smlouvy o koupi nebo prodeji investičního nástroje na účet zákazníka, včetně uzavření smlouvy o koupi investičního nástroje vydaného obchodníkem s cennými papíry, bankou, spořitelním nebo úvěrním družstvem nebo obdobnou zahraniční osobou se sídlem v členském státě Evropské unie na účet zákazníka v okamžiku jeho vydání*“.<sup>291</sup> V praxi jde typicky o nalezení vhodné protistrany a uzavření obchodu s investičním nástrojem nebo zadání pokynů do obchodního

---

<sup>289</sup> Viz Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005. Tato metodika sice byla ČNB zrušena, ale jsem si jistý, že uvedený závěr se prosadí i dnes.

<sup>290</sup> Viz § 2d odst. 1 a odst. 4 ZPKT.

<sup>291</sup> Viz § 2 odst. 1 písm. d) ZPKT, resp. čl. 4 odst. 1 pododst. 5 MiFID II.

systemu<sup>292</sup> ve smyslu § 2 odst. 4 ZPKT, kde bude pokyn spárován s odpovídajícími pokyny jiných osob.<sup>293294</sup> Na tomto místě je vhodné upozornit na to, že provozování obchodního systému, včetně technického zajištění spárování jednotlivých pokynů, není investiční službou *provádění pokynu*. Provozování MTF a OTF spadá pod zvláštní investiční služby,<sup>295</sup> zatímco provozování evropského regulovaného trhu investiční službou vůbec není.

Také systematický internalizátor z definice poskytuje investiční službu *provádění pokynů*, neboť jde o osobu, která „organizovaně, často, systematicky a ve významném objemu obchoduje mimo obchodní systém na vlastní účet při provádění pokynů zákazníků týkajících se investičních nástrojů, aniž by provozovala trh s investičními nástroji“.<sup>296</sup> Systematický internalizátor *provádí pokyny* tak, že pokynu odpovídající obchod uzavírá na vlastní účet. K takové činnosti potřebuje získat jak povolení k službě *provádění pokynů*, tak povolení k službě *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*.<sup>297</sup>

*Prováděním pokynů* je také organizování veřejné dražby cenných papírů dle § 33 ZPKT, i k této činnosti tedy bude nutné získat příslušné povolení.

S poskytováním této služby je spojeno mnoho specifických povinností. Na prvním místě je třeba zmínit tzv. *best execution rule*, tedy povinnost provádět pokyny za nejlepších podmínek, tedy pro zákazníka nejvýhodnějším způsobem.<sup>298</sup> Pokud je ovšem zákazníkův pokyn v jakémkoli aspektu konkretizován (např. výběrem konkrétního obchodního systému, kde má být pokyn spárován, nebo rozmezím přijatelné ceny), musí jej poskytovatel provést v souladu se zákaznickovým přáním.<sup>299</sup> *Best execution rule* logicky nejde tak daleko, aby zákazníkovi paternalisticky vnucoval způsob provedení pokynu proti jeho vůli. Dále je možné upozornit na povinnost poskytovatele vyžádat si předchozí výslovný souhlas zákazníka s provedením pokynu mimo obchodní systém.<sup>300</sup> Domnívám se, že je tato povinnost stanovena mimo jiné proto, že s takovým provedením pokynu jsou spojeny určitá rizika související s tím, že investiční nástroje, které nejsou obchodovány v obchodním systému,

---

<sup>292</sup> Pokyny do obchodního systému mohou zadávat pouze jeho účastníci, tedy subjekty, které splnily podmínky stanovené provozovatelem obchodního systému. Typicky jsou těmito účastníky obchodníci s cennými papíry, banky nebo pojišťovny.

<sup>293</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>294</sup> Obchodním systémem je podle tohoto ustanovení evropský regulovaný trh, mnohostranný obchodní systém a organizovaný obchodní systém.

<sup>295</sup> Viz § 4 odst. 2 písm. f) a písm. g) ZPKT.

<sup>296</sup> Viz § 17a odst. 1 ZPKT.

<sup>297</sup> Nepřímo lze k takovému závěru dojít i na základě recitálu č. 24 MiFID II.

<sup>298</sup> Viz § 151 odst. 1 ZPKT.

<sup>299</sup> Viz § 151 odst. 2 ZPKT a čl. 64 odst. 2 DelReg.

<sup>300</sup> Viz § 151 odst. 6 ZPKT.

nepodléhají přísným požadavkům ohledně poskytování informací či pravidlům proti zneužívání trhu. Dále je relativně obtížné stanovit spravedlivou cenu těchto nástrojů, neboť zpravidla neexistuje jejich transparentní a likvidní trh. Proto je konečné rozhodnutí na zákazníkovi, protože on je tím, kdo nese případné riziko. Pokud zákazník s tímto provedením souhlasí, je poskytovatel služby povinen zvláště kontrolovat korektnost navržené ceny podle nashromážděných tržních dat, jsou-li dostupné.<sup>301</sup>

Ekonomické ratio existence a poskytování této investiční služby je stejné jako u služby *přijímání a předávání pokynu*. Proto se jím zde nebudu zabývat a zdvořile odkazuji na úvod předchozí kapitoly.

### 5.1.3. Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet

*Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet* je definováno jako obchodování s využitím vlastního majetku vedoucí k uzavření obchodu.<sup>302</sup> Pod tuto hlavní investiční službu tak spadají rozmanité činnosti a služby *stricto sensu*, kterým je společné to, že poskytující osoba se sama stává stranou obchodu s investičním nástrojem, a dále to, že jsou vykonávány podnikatelským způsobem.<sup>303304</sup> Někteří autoři dodávají, že osoby, které tuto službu poskytují, samy nesou „ekonomický prospěch nebo ztrátu“ z uzavřeného obchodu, tedy nesou tržní riziko.<sup>305</sup> Za účinnosti MiFID II toto bez výjimky neplatí, neboť pod službu *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet* se nyní řadí i tzv. *párování pokynů na vlastní účet*,<sup>306</sup> jehož definičním znakem je právě to, že poskytovatel služby tržnímu riziku vystaven není.<sup>307</sup>

Tuto službu lze poskytovat jak v přímé souvislosti s jinou investiční službou, tak samostatně. Příkladem může být již zmíněný systematický internalizátor, který nejprve musí pokyn k provedení *přijmout* a až následně jej *provádí na vlastní účet*. V takovém případě

---

<sup>301</sup> Viz čl. 64 odst. 4 DelReg.

<sup>302</sup> Viz § 2 odst. 1 písm. e) ZPKT.

<sup>303</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>304</sup> Poskytování služby podnikatelským způsobem je znakem kterékoli investiční služby, viz § 4 odst. 1 ZPKT a kapitola 2 této diplomové práce.

<sup>305</sup> Srov. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 83 nebo Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005.

<sup>306</sup> Viz recitál č. 24 MiFID II.

<sup>307</sup> *Párováním pokynů na vlastní účet* se rozumí situace, kdy se poskytovatel investiční služby *provádění pokynů* vloží mezi prodávajícího a kupujícího v daném obchodě tak, že v průběhu jeho provádění není nikdy vystaven tržnímu riziku a obě součásti obchodu se provádějí současně a obchod je uzavřen za cenu, při níž facilitátor neutrpí ztrátu ani nevytvoří jiný zisk než předem oznámenou provizi, poplatek nebo srážku za tento obchod. Viz § 2 odst. 1 písm. w) ZPKT a čl. 4 odst. 1 pododst. 38 MiFID II.



poskytuje v přímé souvislosti hned tři investiční služby.<sup>308</sup> Obdobné platí i pro osobu, která *páruje pokyny na vlastní účet*, viz výše. Mohou však nastat i situace, kdy obchodník s cennými papíry, který poskytuje hned několik investičních služeb, *obchoduje s investičními nástroji na vlastní účet* pouze proto, aby dosáhl zhodnocení vlastního majetku. Naplní-li při této *činnosti* všechny znaky podnikání, bude se jednat o tuto investiční službu, i když se *stricto sensu* o službu nejedná.<sup>309</sup> Vzhledem k tomu, že vedle této *činnosti* poskytuje i další hlavní investiční služby, bude muset získat povolení ČNB k *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*, neboť se na něj nevztáhne výjimka dle § 4b odst. d) a odst. j) ZPKT, viz níže.

Typickým poskytovatelem této služby je tzv. *tvůrce trhu (market maker)*, tedy osoba, „*kteřá trvale působí na finančních trzích jako osoba ochotná obchodovat na vlastní účet formou nákupu a prodeje investičních nástrojů s využitím vlastního majetku a za jí stanovené ceny*“.<sup>310</sup> Ve většině případů jde o osobu, která se smluvně zaváže emitentovi investičních nástrojů uspokojovat poptávku a nabídku po tomto nástroji. Cílem je podpořit likviditu investičního nástroje a zatraktivnit jej pro investory.<sup>311</sup>

Dále tuto službu poskytuje systematický internalizátor.<sup>312</sup> Zásadním rozdílem mezi systematickým internalizátorem a tvůrcem trhu je ten, že prvně uvedený nemusí obchodovat současně formou nákupu a prodeje, postačí, když investiční nástroj pouze nakupuje, nebo prodává. Dalším rozdílem je, že systematický internalizátor z definice překračuje kvantitativní práh pro frekvenci a systematičnost obchodování,<sup>313</sup> zatímco tvůrce trhu tyto prahy překračovat nemusí.

Zatřetí jde o tuto službu v případě *párování pokynů na vlastní účet*, viz výše.

Čtvrtým příkladem poskytování této služby je jednoduché *provedení pokynu* zákazníka na účet poskytovatele investiční služby *provádění pokynu*, aniž jde o jeden z předchozích případů. V této souvislosti by mohla být kladena otázka, zda tato osoba musí získat povolení k poskytování služby *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*, pokud takovou formu *provádění pokynu* využívá nahodile a mimořádně, tedy přísně vzato nikoli podnikatelským způsobem. Domnívám se, že i v takovém případě je nutné získat

---

<sup>308</sup> Jde o investiční služby *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka a obchodování s investičními nástroji na vlastní účet*.

<sup>309</sup> Blíže k pojmům služby *stricto sensu* a činnosti viz kapitola 2.2.

<sup>310</sup> Viz § 2 odst. 5 ZPKT.

<sup>311</sup> Viz též kapitola 2.2.

<sup>312</sup> K jeho charakteristikám viz podkapitola 5.1.2.

<sup>313</sup> Tyto prahy jsou stanoveny v § 12 až § 16 DelReg.

příslušné povolení a dodržovat všechny související povinnosti. Dovožuji tak z výjimek z povolení k poskytování hlavních investičních služeb dle § 4b odst. 1 písm. d) a písm. j) ZPKT.<sup>314</sup> Obě výjimky se totiž neuplatní, pokud osoba *obchodující na vlastní účet* tak činí při *provádění* zákaznickových pokynů.

Jako poslední zmíním situaci, kdy osoba pouze *obchoduje s investičními nástroji na vlastní účet*, aniž je cílem této činnosti uspokojení potřeb třetí osoby.<sup>315</sup> V podstatě se jedná o správu vlastního majetku.<sup>316</sup> Je však zřejmé, že ne každý, kdo uzavírá obchody s cennými papíry na vlastní účet (např. spotřebitel), poskytuje investiční službu ve smyslu ZPKT, a musí tak získat povolení ČNB. V tomto kontextu je při řešení otázky, zda je třeba získat příslušné povolení, nutné aplikovat dva filtry.

Prvním z nich je určení, zda je tato činnost prováděna podnikatelským způsobem, tedy zejména to, zda je prováděna soustavně a živnostenským nebo obdobným způsobem. Pokud jde opravdu pouze o správu vlastního majetku, pak nejspíše nelze hovořit o živnostenském nebo obdobném způsobu činnosti.<sup>317</sup> Jen pro úplnost odkazuji na předchozí odstavec této práce a skutečnost, že v případech, kdy je *obchodováno na vlastní účet* při poskytování investiční služby *provádění* zákaznickova pokynu, je příslušné povolení ČNB potřeba i tehdy, nenaplní-li *obchodování na vlastní účet* definici podnikání.

Druhým filtrem jsou dvě výše uvedené výjimky podle § 4 odst. 1 písm. d) a písm. j) ZPKT. Obecně lze konstatovat, že obě výjimky se uplatní tehdy, pokud osoba *obchodující s investičními nástroji na vlastní účet* neposkytuje žádné další hlavní investiční služby a současně splňuje další podmínky stanovené ve zmíněných ustanoveních.

#### **5.1.4. Obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání**

Z názvu této hlavní investiční služby, který je zároveň i její definicí,<sup>318</sup> lze seznat její tři znaky. Prvním je *obhospodařování* majetku, kterým se rozumí „*provádění jednotlivých obchodů, tedy nákupu a prodeje předmětů v portfoliu, půjčování*“<sup>319</sup> atd. Druhým znakem je, že k *obhospodařování* dochází *na základě volné úvahy* poskytovatele služby. Poskytovatel

<sup>314</sup> Shodně i recitály č. 18 a č. 20 MiFID II.

<sup>315</sup> Viz kapitola 2.2.

<sup>316</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>317</sup> ČERNÁ, S. a kol. *Obchodní právo*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2016, 736 s. ISBN 978-80-7552-333-4.

<sup>318</sup> Viz čl. 4 odst. 8 MiFID II.

<sup>319</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 84.

tedy sám rozhoduje, v rámci mantinelů investiční strategie, kterou si se zákazníkem sjednal, jaké investiční nástroje prodat, koupit atd. Třetím znakem je to, že *součástí* obhospodařovaného *majetku je investiční nástroj*. Z toho vyplývá, že obhospodařovaný majetek může být zčásti tvořen i jinými věcmi, než jsou investiční nástroje.<sup>320</sup> V úvahu přichází např. investiční zlato, komodity nebo umělecké předměty. Tato skutečnost vyvolává otázku, zda i ve vztahu k těmto věcem je nutné dodržovat povinnosti související s touto investiční službou. Vzhledem k rozsahu této práce nelze tento problém analyzovat ke každé související povinnosti, proto se omezím pouze na některé.

Dle čl. 60 DelReg je poskytovatel povinen zákazníkovi pravidelně podávat zprávy o obhospodařovaném majetku. Zpráva by mimo jiné měla obsahovat i údaje o složení a ocenění portfolia.<sup>321</sup> Na základě jazykového výkladu lze uzavřít, že tyto údaje se mají týkat portfolia jako celku, nikoli pouze investičních nástrojů v něm obsažených. Je to i logické, nedávalo by smysl informovat zákazníka pouze o určité části portfolia, neboť by si nemohl vytvořit ucelený pohled na obhospodařované portfolio ani na to, zda poskytovatel služby obhospodařuje portfolio řádně a podle smluvené investiční strategie. Stejně se dle mého názoru uplatní i ve vztahu k povinnosti informovat „*zákazníka, pokud se celková hodnota portfolia oceněná na začátku každého vykazovaného období sníží o 10 % a poté o násobky 10 %*“,<sup>322</sup> neboť dikce opět hovoří o celkové hodnotě portfolia. Zajímavou otázkou v tomto kontextu otevírá test *vhodnosti*, konkrétně tu, zda se povinnosti související s testem *vhodnosti* mají vztahovat i na koupi či prodej majetku, který není investičním nástrojem. Věřím, že ano. Nelze dle mého názoru připustit, aby poskytovatel této služby mohl transakcí s majetkem, který není investičním nástrojem, způsobit, že se portfolio jako celek stane pro zákazníka ve smyslu ZPKT a MiFID II *nevhodným*.<sup>323</sup>

V souvislosti s touto investiční službou je vhodné poukázat na § 195a odst. 3 ZPKT, který při poskytování investičních služeb vylučuje užití § 1415 odst. 1 OZ, který zakazuje správci majetku stát se stranou smlouvy týkající se spravovaného majetku bez souhlasu beneficianta (zákazníka). Obecná právní norma v § 1415 odst. 1 OZ zakazuje bez beneficiantova souhlasu tzv. *self-dealing*, tedy praktiku, při níž správce majetku prodává nebo

---

<sup>320</sup> Ke stejnému názoru došla za své existence i Komise pro cenné papíry, viz Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005.

<sup>321</sup> Viz čl. 60 odst. 2 písm. c) DelReg.

<sup>322</sup> Viz čl. 62 odst. 1 DelReg.

<sup>323</sup> Toto nepřímo plyne i z recitálu č. 88 DelReg *in fine*, podle kterého nelze provést obchod, který sám o sobě je *vhodný*, ale v jehož důsledku by se portfolio jako celek stalo pro zákazníka *nevhodným*.

kupuje na svůj vlastní účet majetek, který pro beneficianta sám spravuje.<sup>324</sup> Je zřejmé, že smyslem této normy OZ je chránit zájmy beneficianta před zájmy správce jeho majetku, který by mohl podlehnout pokušení převést na sebe beneficiantův majetek za neodpovídající cenu nebo za neodpovídající cenu svůj majetek převést na beneficianta. Proč však ZPKT toto pravidlo ve vztahu k poskytování investičních služeb vylučuje? Domnívám se, že je to kvůli úspoře transakčních nákladů, které by vznikaly v enormní výši, pokud by každý případ *self-dealingu* při poskytování služby *obhospodařování majetku* měl být nejprve zákazníkem schválen. Dále lze poukázat na to, že příznivé podmínky k provedení obchodu by mohly do udělení souhlasu, které by mohlo trvat i několik dní, pominout. Normotvůrce zřejmě předpokládá, že před riziky *self-dealingu* dostatečně chrání povinnosti stanovené v ZPKT, na jejichž plnění dohlíží ČNB.

Rád bych zmínil i některé zajímavé formy poskytování služby *obhospodařování majetku*. První takovou formou je tzv. *algoritmickým obchodováním s vysokou frekvencí* ve smyslu § 2 odst. 1 písm. t) ZPKT.<sup>325</sup> Rozhodovací praxe ČNB výslovně potvrdila, že obchodování se zákaznickovým majetkem formou *vysokofrekvenčního obchodování* je investiční službou *obhospodařování majetku*, pokud jsou naplněny obecné znaky této služby (viz úvod této kapitoly).<sup>326</sup> Je zřejmé, že obdobné platí i pro tzv. *algoritmické obchodování*, dle § 2 odst. 1 písm. t) ZPKT. Pro úplnost lze zmínit, že tyto dvě formy obchodování nemusí být v praxi užívány pouze v souvislosti se službou *obhospodařování majetku*, nýbrž lze je využít i k *obchodování na vlastní účet*.

Další zajímavou formou je tzv. *copy trading*, kterým ČNB rozumí situaci, kdy je majetek zákazníka obhospodařován tak, že se kopíruje obchodování na jiném účtu, na kterém se obchoduje prostřednictvím individuálně zadávaných pokynů nebo automaticky zadávaných pokynů generovaných počítačovým programem.<sup>327</sup>

Ekonomický smysl poskytování této služby je zřejmý. Cílem je neutralizovat asymetrii informací na straně zákazníka a též snížit jeho transakční náklady, neboť sám nemusí vyvíjet úsilí o snížení zmíněné asymetrie a také nemusí ztrácet čas kontraktačním procesem atd. Dále

---

<sup>324</sup> WOOD, P. *Law and Practice of International Finance*. Sweet & Maxwell Ltd., 2008, 632 s. ISBN 978-1-84703-255-3.

<sup>325</sup> Jde o obchodování, při kterém se (i) *automaticky bez lidského zásahu zahajuje proces vytvoření pokynu, jeho směrování nebo provedení, a to pro jednotlivé obchody nebo pokyny*, (ii) *během obchodního dne zadává nebo ruší vysoký počet pokynů nebo kotací a* (iii) *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*.

<sup>326</sup> Viz rozhodnutí ČNB č. j. 2015/101947/570 ze dne 16. 9. 2015, sp. zn. S-Sp- /2014/00248/CNB/573.

<sup>327</sup> Viz rozhodnutí ČNB č. j. 2017/131686/570 ze dne 15. 12. 2017, sp. zn. S-Sp-2015/00354/CNB/573.

se lze vyhnout i negativním následkům omezených poznávacích schopností zákazníka. Jako příklad lze uvést zmírnění následků výše zmíněného *endowment effect*, neboť u poskytovatele této služby by k tomuto efektu nemělo docházet vůbec nebo alespoň ne v takové míře jako u zákazníka, který je vlastníkem obhospodařovaného majetku. Poskytování této služby ovšem některé problémy může samo vytvářet, zejm. střet zájmů mezi zákazníkem a poskytovatelem a s tím spojených *agency costs*. Proto je poskytování této investiční služby významně regulováno.

### 5.1.5. Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů

Ekonomický smysl této služby je podobný jako u investiční služby obhospodařování majetku zákazníka s tím rozdílem, že při poskytování investičního poradenství nedochází k úspoře transakčních nákladů souvisejících s provedením obchodu, neboť k tomuto provedení zde nedochází.

*Investičním poradenstvím je „poskytnutí individualizovaného doporučení zákazníkovi ohledně obchodu s konkrétním investičním nástrojem, a to bez ohledu na to, zda je poskytováno z podnětu zákazníka nebo potenciálního zákazníka“.*<sup>328</sup> Uvedená definice je dále rozváděna v čl. 9 DelReg. Podle tohoto ustanovení se doporučením rozumí pouze takové doporučení, které je „*prezentováno jako vhodné pro danou osobu nebo vychází z uvážení poměrů dané osoby*“. Doporučení tedy nemusí vycházet z uvážení poměrů dané osoby, ale stačí, pokud je tak pouze prezentováno. Dohledové orgány dokonce rozlišují dva typy této prezentace, a to prezentaci *explicitní* (např. „*Tento investiční nástroj je pro Vás tou nejlepší volbou.*“) a *implicitní* (např. „*Lidé jako Vy si obvykle kupují tento dluhopis.*“). V obou uvedených případech jde o *investiční poradenství* ve smyslu čl. 9 ZPKT.<sup>329</sup> Předmětem doporučení ve smyslu čl. 9 DelReg navíc musí být učinění jednoho z následujících kroků: koupit, prodat, upsat, vyměnit, splatit, držet nebo převzít určitý investiční nástroj anebo uplatnit nebo neuplatnit jakékoli právo koupit, prodat, upsat, vyměnit nebo splatit investiční nástroj, které zákazníkovi dává určitý investiční nástroj.

V tomto kontextu si lze klást otázku, zda je *investičním poradenstvím* i doporučení negativní, tedy doporučení investiční nástroj nekoupit, neprodat atd. Domnívám se, že

---

<sup>328</sup> Viz § 2 odst. 1 písm. f) ZPKT.

<sup>329</sup> Viz CESR. *Questions and Answers On Understanding the definition of advice under MiFID*. 2010. CESR/10-293. Jde sice o stanovisko k MiFID I, ale pojetí investičního poradenství se v MiFID II nezměnilo, a proto se domnívám, že z něj lze vycházet i dnes.

i takové doporučení je *investičním poradenstvím*.<sup>330</sup> Je nutné si uvědomit, že již před udělením doporučení (např. prodat/neprodát) je poskytovatel povinen plnit některé povinnosti, zejména provést test *vhodnosti* nebo nepřijímat nepřipustné pobídky. Pokud by poradce nepřipustnou pobídku přijal a jí ovlivněn následně doporučil investiční nástroj nekoupit, pak by v případě, že by nešlo o investiční službu, nemohl být ani postižen. Takový výklad by byl absurdní a proti smyslu práva investičních služeb, kterým je ochrana investorů.

Zvláštním typem investičního poradenství je tzv. *nezávislé investiční poradenství*. Toto poradenství je poskytováno všude tam, kde poskytovatel informoval zákazníka o tom, že poradenství poskytuje nezávisle.<sup>331</sup> Toto jednoduché prohlášení má pro poskytovatele závažné následky, neboť mu na jeho základě vznikají dodatečné povinnosti, zejména nepřijímat v souvislosti s tímto poradenstvím žádné pobídky (s výjimkou menších výhod, viz výše) a posoudit „*dostatečné množství investičních nástrojů dostupných na trhu, které jsou dostatečně různorodé z hlediska jejich druhu a emitentů nebo osob, které vytvářejí investiční nástroje, tak, aby mohly být odpovídajícím způsobem naplněny investiční cíle zákazníka*“.<sup>332</sup> Je to tak správně, poradce totiž může na základě zmíněného prohlášení vyvolat v zákazníkovi důvěru, že jako poradce nemá významné vztahy s jinými subjekty, a poskytnuté doporučení tak nemůže být těmito vztahy negativně ovlivněno.

---

<sup>330</sup> Shodně i CESR. *Questions and Answers On Understanding the definition of advice under MiFID*. 2010. CESR/10-293.

<sup>331</sup> Viz § 15c odst. 4 ZPKT a čl. 24 odst. 7 MiFID II.

<sup>332</sup> Viz § 15c odst. 4 ZPKT.

### 5.1.6. Provozování mnohostranného obchodního systému

Obsahem této služby je zajišťování provozu MTF, které spočívá ve vytvoření obchodního systému, dohledu nad jeho řádným fungováním, stanovení pravidel pro přijímání investičních nástrojů k obchodování a pravidel pro přístup do MTF.<sup>333</sup> Mnohostranným systémem se rozumí „systém nebo zařízení, v němž na sebe mohou vzájemně působit zájmy o obchodování více třetích stran týkající se nákupu či prodeje finančních nástrojů“,<sup>334</sup> jde tedy o systém, do kterého jsou třetími stranami vkládány pokyny k nákupu či prodeji investičních nástrojů, které jsou zde následně spárovány. Tato investiční služba může být poskytována pouze obchodníky s cennými papíry nebo organizátory regulovaného trhu (včetně obdobných zahraničních osob, které získaly příslušné oprávnění orgánu dohledu).<sup>335</sup>

MTF je na první pohled velice podobný *regulovanému trhu*, alespoň co se týče principu obchodování. Po bližším studiu obou těchto mnohostranných systémů si však lze všimnout jistých rozdílů v jejich regulaci. Např. podmínky pro přijetí investičních nástrojů k obchodování na *regulovaném trhu* jsou přísnější, neboť tyto nástroje musí mít přidělen ISIN<sup>336</sup> a být volně obchodovatelné, a pokud jde o deriváty, tak jejich charakter musí umožňovat řádné stanovení cen a vhodné vypořádání.<sup>337</sup> Dále lze poukázat na širší informační povinnosti emitentů, jejichž investiční nástroje jsou obchodovány na *regulovaném trhu*. Na rozdíl od informačních povinností svých protějšků, jejichž nástroje se obchodují pouze v MTF, navíc zahrnují např. povinnost vydávat výroční finanční zprávu či pololetní finanční zprávu.<sup>338</sup> Lze tedy uzavřít, že na *regulovaném trhu* by *ceteris paribus* měla být asymetrie informací nižší než v případě MTF, což by se mělo odrazit i na důvěře investorů.

Je třeba upozornit na to, že provozovatel *mnohostranného obchodního systému* neposkytuje investiční službu *provádění pokynu*. Službu *provádění pokynu* totiž poskytuje účastník *mnohostranného obchodního systému*, který do tohoto systému zadává zákazníkům pokyn, viz výše. Provozovatel *mnohostranného obchodního systému* pouze provozuje systém, který umožňuje párování pokynů třetích osob.

---

<sup>333</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>334</sup> Viz čl. 4 odst. 1 pododst. 19 MiFID II. Mnohostranným systémem je ovšem také regulovaný trh a organizovaný obchodní systém, viz čl. 4 odst. 1 pododst. 21 a pododst. 23 MiFID II.

<sup>335</sup> Viz § 69 ZPKT.

<sup>336</sup> Identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů.

<sup>337</sup> Viz § 56 odst. 2, odst. 3 a odst. 4 ZPKT.

<sup>338</sup> Viz § 118 a § 119 ZPKT.

### 5.1.7. Provozování organizovaného obchodního systému

Jedná se o nový typ hlavní investiční služby zavedený teprve v MiFID II. Opět se jedná o provozování mnohostranného systému (viz výše), ovšem OTF se od MTF a *regulovaného trhu* liší ve dvou významných aspektech. Prvním z nich je to, že na OTF mohou být obchodovány pouze některé investiční nástroje. Konkrétně jde o dluhopisy, strukturované finanční produkty, povolenky na emise skleníkových plynů a deriváty.<sup>339</sup>

Druhý aspekt se týká způsobu provádění pokynů. Provozovatel OTF totiž provádí pokyny v tomto systému podle své vlastní úvahy.<sup>340</sup> Touto úvahou se provozovatel může řídit na dvou úrovních. První je tzv. *order level*, kterým se rozumí *umístění* přijatého pokynu do OTF ke spárování či naopak jeho *zpětvzetí* ze systému. Poskytovatel této služby se může rozhodnout, zda přijatý pokyn do systému zadá celý, zda jej zadá pouze zčásti s tím, že zbývající část pokynu provede jiným způsobem, nebo že pokyn do systému nezadá vůbec. Jak bylo uvedeno, již zadaný pokyn také může ze systému odebrat. Typicky k tomu bude docházet tehdy, kdy se v jiném obchodním systému naskytnou k provedení pokynu výhodnější podmínky.<sup>341</sup>

Druhou úrovní, kde se může poskytovatel této služby řídit svou vlastní úvahou, je tzv. *execution level*. V tomto případě se poskytovatel rozhoduje, zda a kdy do systému zadaný pokyn spáruje, s kterým pokynem jej spáruje, v jakém objemu jej spáruje atd.<sup>342</sup>

Je nutné upozornit na to, že poskytovatel OTF je vždy povinen při provádění pokynů plnit veškerá pravidla jednání se zákazníky podle § 15 až § 15r ZPKT.<sup>343</sup> Zvláště lze poukázat na povinnost provádět pokyny za nejlepších podmínek dle § 15l ZPKT.

Pro úplnost lze dodat, že k naplnění znaků OTF stačí, pokud se poskytovatel řídí vlastní úvahou alespoň na jedné z uvedených úrovní.

### 5.1.8. Upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání

Na úvod je nutné předeslat, že tato investiční služba je poskytována emitentovi investičních nástrojů nebo manažerovi emise, nikoli zájemcům o jejich úpis.<sup>344</sup> Jak název této

<sup>339</sup> Viz § 73d odst. 1 písm. b) ZPKT.

<sup>340</sup> Viz § 73g odst. 1 ZPKT.

<sup>341</sup> Viz ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics*. 2019. ESMA70-872942901-38.

<sup>342</sup> Viz § 73g odst. 2 písm. b) a odst. 3 ZPKT a též ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics*. 2019. ESMA70-872942901-38.

<sup>343</sup> Viz § 15 odst. 2 ZPKT *in fine*.



služby napovídá, lze v jejím rámci rozlišovat dvě odlišné aktivity. První z nich je *úpis*, který spočívá v závazku upsat investiční nástroje přímo poskytovatelem této služby a následném nabízení těchto nástrojů širší veřejnosti. O tuto investiční službu se nejedná, pokud absentuje povinnost následného nabízení investičních nástrojů veřejnosti.<sup>345</sup>

Druhou aktivitou spadající pod tuto investiční službu je *umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání*. Jde o závazek poskytovatele pokusit se nejprve *umístit* stanovené množství investičních nástrojů a v případě neúspěchu *upsat* tyto nástroje na vlastní účet sám.<sup>346</sup> *Umístěním* lze rozumět uzavření smlouvy o nákupu investičního nástroje třetí osobou, tedy *úpis* nástroje třetí osobou.<sup>347</sup>

Ekonomickým smyslem této služby je ušetřit emitentovi (případně manažerovi emise) transakční náklady související s nabízením emitovaných investičních nástrojů. Poskytovatel této služby bude mít zpravidla lepší přístup na primární trhy, a tak bude schopen umístit investiční nástroje levněji. Dalším smyslem je přenesení rizika neúspěchu emise z emitenta na poskytovatele této služby, neboť tento ihned *upisuje* všechny emitované investiční nástroje nebo v budoucnu *upíše* ty investiční nástroje, které se nepodaří *umístit* mezi investory.<sup>348</sup> Tím, že poskytovatel podstupuje toto riziko, navíc podporuje důvěru investorů v celou emisi, jelikož vysílá signál, že v případě nezájmu o investiční nástroje je za stanovenou cenu *upíše* sám.

### 5.1.9. Umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání

Obsah této služby je shodný jako u předchozí investiční služby, ovšem s tím rozdílem, že chybí povinnost poskytovatele investiční nástroje též *upsat*. Závazek poskytovatele je tak omezen pouze na vyvinutí snahy nalézt investory, kteří by investiční nástroje sami upsaly.<sup>349</sup>

---

<sup>344</sup> Viz např. rozhodnutí ČNB č. j. 2015/54655/570 ze dne 21. 5. 2015, sp. zn. S-Sp-2015/00010/CNB/573 a též stanovisko ČNB ze dne 31. 5. 2019. *Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT?*

<sup>345</sup> Srov. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. nebo úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*.

<sup>346</sup> HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>347</sup> Viz opět rozhodnutí ČNB č. j. 2015/54655/570 ze dne 21. 5. 2015, sp. zn. S-Sp-2015/00010/CNB/573 nebo stanovisko ČNB ze dne 31. 5. 2019. *Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT?*

<sup>348</sup> ARMOUR, J. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.

<sup>349</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

Ekonomickým smyslem poskytování této služby tedy spočívá především v úspoře transakčních nákladů, viz výše.

## 5.2. Doplnkové investiční služby

### 5.2.1. Úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem

Jde o jedinou doplňkovou investiční službu, k jejíž poskytování je třeba získat povolení ČNB.<sup>350</sup> Současně jde o službu, která může být poskytována bez jakékoli souvislosti s hlavní nebo doplňkovou investiční službou. V praxi však často bude docházet k jejímu souběžnému poskytování s hlavní investiční službou,<sup>351</sup> např. při *provádění pokynu na účet zákazníka*, kdy zákazník předá poskytovateli investiční nástroj, aby jej následně prodal a předal kupujícímu. Právě v době, kdy má tento nástroj u sebe poskytovatel služby *provádění pokynu*, se jedná o úschovu a poskytovatel je tak současně i schovatelem.

Tato služba zahrnuje dvě činnosti, kterými jsou *úschova* a *správa* investičních nástrojů pro zákazníka. Pojem *úschovy* snad není třeba dále rozvíjet. Lze snad upozornit na skutečnost, že úschovou se v tomto kontextu rozumí i vedení evidence navazující na centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů a vedení evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů.<sup>352</sup>

O *správu* investičních nástrojů pak jde v případě, kdy oprávněná osoba za zákazníka vykonává práva spojená s investičními nástroji (např. hlasování na valné hromadě), které jsou majetkem zákazníka, a dále činí úkony nezbytné k zachování těchto práv. Obvykle bude *správa* investičních nástrojů poskytována spolu s jejich *úschovou*.<sup>353</sup>

Závěrem lze upozornit na pravidla týkající se ochrany majetku zákazníka dle § 2 a násl. vyhlášky o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.<sup>354</sup> Základní povinností v tomto ohledu je zavedení opatření, na základě kterých lze

---

<sup>350</sup> Viz § 4a ZPKT.

<sup>351</sup> Viz úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*.

<sup>352</sup> Viz § 92 a § 93 ZPKT.

<sup>353</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>354</sup> Vyhláška č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů.

kdykoli odlišit majetek každého zákazníka od majetku ostatních zákazníků i od majetku schovatele.

### **5.2.2. Poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí**

Jde o doplňkovou investiční službu, jejímž definičním znakem je to, že je poskytována spolu s hlavní investiční službou. Tento znak je vyjádřen tím, že poskytovatel úvěru nebo zápůjčky *se podílí* na obchodu s investičním nástrojem.<sup>355</sup> Toto podílení se je možné pouze prostřednictvím poskytnutí hlavní investiční služby, neboť povaha doplňkových investičních služeb podílení se na obchodu s investičním nástrojem neumožňuje.

Pro identifikaci této služby je důležité vyložit pojem *poskytování úvěru*. Již Komise pro cenné papíry byla za své existence toho názoru, že pod tento pojem nelze zařadit *zprostředkování úvěru*, nýbrž pouze situaci, kdy je úvěr poskytován výlučně z majetku poskytovatele hlavní investiční služby,<sup>356</sup> a tento závěr přejala i ČNB.<sup>357</sup> S tímto souhlasím. V tomto kontextu lze odkázat i na legální definici *poskytování úvěru* dle § 3 odst. 1 písm. a) ZSÚ,<sup>358</sup> podle které je *poskytováním úvěru* mj. „*sjednávání spotřebitelského úvěru vlastním jménem a na vlastní účet*“, zatímco pojem *zprostředkování úvěru* znamená podle § 3 odst. 2 písm. b) ZSÚ mj. „*sjednávání spotřebitelského úvěru jménem a na účet poskytovatele, nebo jménem a na účet spotřebitele*“, jde tedy o dva odlišné pojmy.

Takové rozlišení je pro praxi významné, protože v případě, že by tato doplňková investiční služba zahrnovala též *zprostředkování úvěru* pro zákazníka, pak by poskytování této doplňkové služby a jí odpovídající *zprostředkování úvěru* dle ZSÚ podléhalo jak pravidlům ZPKT, tak pravidlům v ZSÚ. § 4 odst. 1 písm. a) ZSÚ vykládán v souladu se směrnicí o smlouvách o spotřebitelském úvěru<sup>359</sup> totiž vylučuje ze své věcné působnosti předmětnou doplňkovou investiční službu pouze tehdy, pokud osoba poskytující tuto službu současně *poskytuje* i úvěr, nikoli tehdy, pokud jej pouze *zprostředkovává*.<sup>360</sup> Proto se

<sup>355</sup> Viz úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*.

<sup>356</sup> Viz Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005.

<sup>357</sup> Viz úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*.

<sup>358</sup> Zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>359</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/48/ES ze dne 23. 4. 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS.

<sup>360</sup> Explicitně tak plyne z čl. 2 odst. 2 písm. h) směrnice o smlouvách o spotřebitelském úvěru.

domnívám, že *zprostředkování úvěru* pod tuto doplňkovou službu nespadá,<sup>361</sup> jinak by toto *zprostředkování* podléhalo dvojí regulaci, která může být odlišná<sup>362</sup> a někdy i protichůdná. V takových případech by bylo těžké určit tu normu, která se má aplikovat. Navíc se domnívám, že z hlediska ochrany zákazníka, resp. člověka čerpající spotřebitelský úvěr, plně postačuje aplikace samotného ZPKT, resp. samotného ZSÚ.

Závěrem lze dodat, že poskytovatel této investiční služby není povinen dodržovat pravidla stanovená v zákoně o spotřebitelském úvěru ani získat podle tohoto zákona oprávnění k jejímu poskytování, protože § 4 odst. 1 písm. a) ZSÚ vylučuje tuto doplňkovou investiční službu ze své věcné působnosti (viz výše).

### **5.2.3. Poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností, převodů obchodních závodů nebo nabytí účasti v obchodní korporaci**

Jde o obecně vymezené poradenství, které se týká tří okruhů uvedených v samotném názvu této doplňkové investiční služby. Poradenství ohledně struktury kapitálu se týká zejm. struktury zdrojů financování, získávání finančních prostředků či přípravy plánů financování. Rady v oblasti průmyslové strategie pak mohou souviset např. s vedením účetnictví, plněním daňových povinností nebo řízením výroby.<sup>363</sup> A konečně porady a služby týkající se přeměn, převodů závodů a nabytí účasti v obchodní korporaci snad není třeba blíže specifikovat.

Je zřejmé, že kromě obchodníků s cennými papíry bude tato služba často poskytována advokáty, účetními nebo poradenskými společnostmi z tzv. Velké čtyřky.<sup>364</sup>

Jak bylo již několikrát uvedeno výše, tato služba může být z povahy věci poskytována bez jakékoli souvislosti s investičními nástroji nebo investičními službami.

---

<sup>361</sup> Nesouhlasím tak s opačným názorem vyjádřeným v HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. str. 92.

<sup>362</sup> Např. dle § 104 ZSÚ je nutné uzavřít smlouvu o spotřebitelském úvěru v písemné formě, zatímco ZPKT takovou povinnost nestanoví.

<sup>363</sup> HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>364</sup> Jde o nadnárodní společnosti PricewaterhouseCoopers, KPMG, Deloitte a Ernst & Young.

#### 5.2.4. Investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji

Tato doplňková investiční služba zahrnuje služby poradenské, analytické nebo informativní povahy, které na jedné straně nejsou *investičním poradenstvím* dle § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, resp. čl. 9 DelReg, a na straně druhé nejsou ani *ratingem* dle čl. 3 odst. 1 písm. a) nařízení o ratingových agenturách.<sup>365</sup> Od *investičního poradenství* se tato doplňková služba liší tím, že případné doporučení není prezentováno jako vhodné pro danou osobu ani nevychází z uvážení poměrů této osoby. O *rating* pak nejde zejména proto, že výsledek investičního výzkumu či finanční analýzy není vydáván ve formě zavedeného a definovaného systému ratingových kategorií.<sup>366</sup>

Z povahy věci je zřejmé, že tato služba nemusí být poskytována v souvislosti s jinou investiční službou, a může tak být poskytována i osobami, které nemají žádné povolení dle ZPKT. Typicky jimi mohou být opět společnosti z Velké čtyřky.

Ekonomickým smyslem této služby je zmírňování informační asymetrie adresátů investičního výzkumu či obecného doporučení z řad širší veřejnosti nebo zákazníka, který si investiční výzkum či analýzu objednal pro účely svého budoucího investičního rozhodnutí. V praxi může často docházet k tomu, že zákazníkem této služby bude emitent investičního nástroje, který si objedná investiční výzkum, jehož výsledky budou určeny ke zveřejnění širší veřejnosti s cílem podpořit zájem o úpis emitovaného nástroje.<sup>367</sup> Stejný cíl může sledovat i samotný obchodník s cennými papíry, který se zavázal investiční nástroj distribuovat, a provést investiční výzkum sám bez jakékoli iniciativy ze strany emitenta. Je zřejmé, že při této činnosti může docházet ke střetům zájmů, ať už se jedná o střet zájmů mezi emitentem investičního nástroje a adresáty výsledků výzkumu nebo mezi osobou provádějící výzkum a adresáty tohoto výzkumu. A nakonec může tento střet vznikat i mezi zákazníkem jako objednatelům investičního výzkumu a osobou tento výzkum provádějící, včetně jeho zaměstnanců. Právě z tohoto důvodu tvoří významnou část regulace této doplňkové investiční služby pravidla, která mají střetům zájmů zamezit nebo je alespoň zmírňovat, a zachovat tak nezbytnou důvěru v *trh investičních nástrojů*.

---

<sup>365</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 1060/2009 ze dne 16. 9. 2009 o ratingových agenturách.

<sup>366</sup> Rozdílem je i skutečnost, že *rating* se z definice omezuje pouze na hodnocení bonity určité osoby, investičního nástroje nebo dluhu.

<sup>367</sup> V tomto případě tato služba připomíná činnost ratingových agentur, včetně imanentního střetu zájmů z této činnosti plynoucí, neboť za investiční výzkum platí osoba, jejíž ekonomický prospěch mnohdy závisí právě na výsledcích investičního výzkumu.

V rámci této doplňkové investiční služby lze rozlišovat několik zvláštních kategorií.

První z nich je *investiční doporučení* dle čl. 3 odst. 1 bod 35 nařízení o zneužívání trhu<sup>368</sup>, kterým se rozumí „*informace doporučující nebo navrhuující investiční strategii, výslovně či implicitně, s ohledem na jeden nebo více finančních nástrojů či emitentů, včetně stanoviska ohledně současné nebo budoucí hodnoty či ceny těchto nástrojů, a určené pro distribuční kanály nebo pro veřejnost*“. Hlavním definičním znakem je to, že doporučení je „*určené pro distribuční kanály nebo pro veřejnost*“. Osoba poskytující tuto službu je povinna v kontextu postupů k omezení možnosti střetu zájmů zajistit žádoucí míru nezávislosti finančních analytiků, kteří se podílejí na přípravě *investičního doporučení*, a jiných příslušných osob (zejm. zaměstnanců poskytovatele služby), jejichž povinnosti či obchodní zájmy se mohou dostat do střetu se zájmy osob, mezi něž je *investičního doporučení* šířeno.<sup>369</sup>

Další kategorií, někdy označovanou jako podkategorie *investičního doporučení*,<sup>370</sup> je *investiční výzkum* dle čl. 36 odst. 1 DelReg. *Investiční výzkum* má totožné znaky jako *investiční doporučení*, ovšem s tím rozdílem, že *investiční výzkum* je označen jako *investiční výzkum* či podobně nebo je jinak prezentován jako objektivní či nezávislé vysvětlení záležitostí, které jsou jeho obsahem.<sup>371</sup> Právě kvůli tomu, že výzkum je prezentován jako objektivní či nezávislý a jeho adresáti ho tak mohou chápat, je zvláštní důraz kladen právě na nezávislost finančních analytiků.<sup>372</sup> Osoby provádějící *investiční výzkum* jsou proto povinni nad rámec opatření dle čl. 34 odst. 3 DelReg zavést i přísnější opatření dle čl. 37 odst. 2 DelReg. Lze uvést např. opatření, které mají zajistit, aby finanční analytik neuzavíral tzv. *osobní obchody*<sup>373</sup>, které se týkají předmětu *investičního výzkumu* předtím, než byl zveřejněn a jeho adresáti měli dostatek času podle něho postupovat.<sup>374</sup> Podobným omezením je i zákaz jakéhokoli osobního obchodu, který by byl v rozporu s výsledkem *investičního výzkumu*, kromě výjimečných okolností a s předchozím souhlasem pracovníka právního útvaru společnosti.<sup>375</sup> Za takové výjimečné okolnosti lze zřejmě považovat osobní důvody spojené

---

<sup>368</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 596/2014 ze dne 16. 4. 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.

<sup>369</sup> Viz čl. 37 odst. 1 ve spojení s čl. 34 odst. 3 DelReg. V souvislosti s druhým ustanovením lze dodat, že osoba připravující *investiční doporučení* je povinna zavést všechna opatření, která jsou v tomto ustanovení vypočtena.

<sup>370</sup> Viz recitál č. 50 DelReg.

<sup>371</sup> Lze konstatovat, že *investiční výzkum* je užším pojmem než *investiční doporučení*.

<sup>372</sup> Podobně jako u poskytovatelů *nezávislého investičního poradenství*, viz výše.

<sup>373</sup> Viz definici těchto obchodů v čl. 28 DelReg. Jde zejm. o soukromé obchody na účet finančního analytika bez jakékoli souvislosti s jeho zaměstnáním.

<sup>374</sup> Čl. 37 odst. 2 písm. a) DelReg.

<sup>375</sup> Čl. 37 odst. 2 písm. b) DelReg.

s finančními nesnáze.<sup>376</sup> Nakonec lze uvést i povinnost zřídit tzv. *Chinese wall*, tedy fyzické oddělení finančních analytiků „od jiných příslušných osob, jejichž povinnosti či obchodní zájmy se mohou dostat do střetu se zájmy osob, mezi něž je investiční výzkum šířen“.<sup>377</sup>

Do třetí a poslední kategorie spadají ostatní analýzy a obecná doporučení, která se týkají obchodování s investičními nástroji, ale které nejsou, na rozdíl od výše uvedených kategorií, určeny pro distribuční kanály ani pro veřejnost. Půjde o případy, kdy je analýza prováděna exkluzivně pro konkrétního zákazníka nebo zákazníky. V takovém případě není potřeba stanovit zvláštní pravidla o střetu zájmů, a uplatní se tak základní pravidla pro řízení tohoto střetu<sup>378</sup> spolu se základními pravidly jednání se zákazníkem.

### 5.2.5. Devizové služby související s poskytováním investičních služeb

Tato služba zahrnuje zajištění konverze (směny) měn, nákup zahraničních měn a převod finančních prostředků do zahraničí. Jde o další doplňkovou investiční službu, jejímž definičním znakem je, že musí být poskytována společně s poskytnutím hlavní investiční služby týměž poskytovatelem.<sup>379</sup>

Někteří autoři jsou však toho názoru, že k naplnění znaků této služby stačí společné poskytnutí i s kteroukoli doplňkovou investiční službou.<sup>380</sup> S takovým výkladem nesouhlasím. Nejspíše jde o zmatení způsobené doslovným českým překladem MiFID II, který jako definici této služby v příloze I oddíl B odst. 4 uvádí, že jde o „devizové služby, pokud jsou spojeny s poskytováním investičních služeb“.<sup>381</sup> „Investiční službou“ ve smyslu MiFID II je ovšem pouze „hlavní investiční služba“ ve smyslu ZPKT.<sup>382</sup> Je tedy třeba § 4 odst. 3 písm. e) ZPKT vyložit eurokonformně tak, že o tuto doplňkovou investiční službu jde skutečně pouze tehdy, pokud je poskytována společně s hlavní investiční službou.

---

<sup>376</sup> Viz recitál č. 53 DelReg.

<sup>377</sup> Čl. 37 odst. 2 písm. c) DelReg.

<sup>378</sup> Např. čl. 34 DelReg. Zde lze dodat, že stačí zavedení jen těch opatření vypočtených v čl. 34 odst. 3 DelReg, která jsou vzhledem k činnosti poskytovatele nezbytná, a nikoli všech těchto opatření, jako je tomu v případě přípravy *investičních doporučení*, viz výše.

<sup>379</sup> Viz úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry..*

<sup>380</sup> Srov. HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. str. 96.

<sup>381</sup> V anglickém znění: „Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services“.

<sup>382</sup> Viz čl. 4 odst. 1 pododst. 2 MiFID II a čl. 4 odst. 1 pododst. 3 MiFID II ve spojení s § 4 odst. 2 a odst. 3 ZPKT.

Poskytovatel této doplňkové služby není povinen získat zvláštní povolení podle zákona o platebním styku,<sup>383</sup> neboť tento zákon v § 3 odst. 2 explicitně stanoví, že provedení převodu peněžních prostředků v případě bezhotovostního obchodu s cizí měnou není platební službou, pokud jde současně o investiční službu dle ZPKT.

Obdobně platí i pro zvláštní povolení podle zákona o směnářské činnosti,<sup>384</sup> neboť dle § 2 odst. 2 písm. b) tohoto zákona poskytnutí této doplňkové investiční služby není směnářským obchodem.

### **5.2.6. Služby související s upisováním investičních nástrojů**

Jde o poslední doplňkovou investiční službu, kterou může osoba poskytovat, aniž by současně poskytovala kteroukoli další investiční službu.<sup>385</sup> Obsahem služby jsou podpůrné činnosti, které souvisejí s upisováním a vydáváním investičních nástrojů. Okruh činností spadající pod tuto službu je tak relativně široký. Může jít o administrativní a právní služby, marketingovou činnost, přípravu prospektu investičního nástroje, komunikaci s regulovaným trhem, na kterém má být emise umístěna, nebo s centrálním depozitářem. Kromě bank nebo obchodníků s cennými papíry je tato služba typicky poskytována advokáty, marketingovými agenturami či účetními.<sup>386</sup>

### **5.2.7. Služba obdobná investiční službě, která se týká věci, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje uvedeného v § 3 odst. 1 písm. g) až k) a která souvisí s poskytováním investičních služeb**

Jde o službu nebo činnost, která naplňuje materiální znaky ostatních investičních služeb (včetně doplňkových), ovšem s tou výjimkou, že jejím předmětem není investiční nástroj, nýbrž podkladové aktivum některých derivátů.<sup>387</sup> Dále tato služba nebo činnost musí souviset s poskytováním jiné investiční služby, tedy být poskytována totožným poskytovatelem v návaznosti na jím poskytovanou investiční službu (i doplňkovou).<sup>388</sup> O tuto službu nepůjde, pokud činnost jí jinak odpovídající provádí třetí osoba. *Stricto sensu* zde totiž absentuje souvislost *s poskytováním investičních služeb*. Opačný výklad by ani nebyl

---

<sup>383</sup> Zákon č. 370/2017 Sb., o platebním styku, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>384</sup> Zákon č. 277/2013 Sb., o směnářské činnosti, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>385</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

<sup>386</sup> Viz Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005.

<sup>387</sup> Jde o deriváty uvedené v § 3 odst. 1 písm. g) až písm. k) ZPKT. Jde zejm. o opce, futures, swapy a forwardy, jejichž podkladová aktiva jsou komodity nebo různé kvantitativně vyjádřené ukazatele (např. přepravní tarify či klimatické ukazatele).

<sup>388</sup> Bez ohledu na pořadí poskytnutí obou služeb.



praktický. Třetí osoba často ani nemusí vědět, že jím poskytovaná služba či prováděná činnost ohledně určité komodity má spojitost s poskytnutím investiční služby někým dalším. V takovém případě by nemohla vědět, že má dodržovat některá pravidla dle ZPKT.

Příkladem může být tato situace. Poskytovatel *investičního poradenství* doporučí spekulujícímu zákazníkovi uzavřít forward kontrakt, na jehož základě je zákazník v budoucnu povinen za předem stanovenou cenu prodat druhé straně kontraktu určité množství pšenice. Současně dá zákazník poskytovateli *investičního poradenství* pokyn ihned zakoupit dané množství pšenice na spotovém trhu (za současnou tržní cenu).<sup>389</sup> Provedení tohoto pokynu je službou dle § 4 odst. 3 písm. g) ZPKT.<sup>390</sup> Materiálně tato služba odpovídá službě provádění pokynů dle § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT, ale předmětem není investiční nástroj, a současně je poskytována v souvislosti s poskytováním jiné investiční služby (zde s *investičním poradenstvím*).

Ekonomickým smyslem této služby je zejména snižování transakčních nákladů zákazníka, který tak nemusí shánět další osobu, která by mu obstarávala služby týkající se podkladových aktiv.

---

<sup>389</sup> Smysl tohoto pokynu spočívá v tom, že zajišťuje zákazníka proti scénáři, ve kterém by cena pšenice na budoucím spotovém trhu byla vyšší než cena sjednaná ve forwardovém kontraktu. V takovém případě by realizoval ztrátu rovnající se rozdílu mezi cenou na budoucím spotovém trhu a cenou ve forwardovém kontraktu.

<sup>390</sup> Již přijetí pokynu obstarat pšenici je také touto doplňkovou službou, protože materiálně naplňuje znaky investiční služby *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů* dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT. Pro lepší názornost jsem k vysvětlení použil službu *provádění pokynu*.

## Závěr

V první části této práce jsem definoval základní ekonomické pojmy související s právem finančních trhů, včetně *trhu s investičními nástroji* ve smyslu ZPKT. Dále jsem vysvětlil i ekonomický koncept dokonalého a nedokonalého trhu, který je pro výklad v dalších částech této práce stěžejní. V rámci výkladu tržních selhání, které jsou definičními znaky nedokonalých trhů, jsem se důkladně věnoval i omezeným poznávacím schopnostem, které jsou do jisté míry společné všem lidem, neboť se domnívám, že v recentní právní literatuře tomuto tématu není věnována dostatečná pozornost. Je tomu tak navzdory tomu, že regulace investičních služeb může souvisejícím negativním následkům předcházet nebo je alespoň mírnit.

Po analýze relevantních ekonomických pojmů jsem vymezil investiční služby jako takové, včetně důvodů jejich poskytování, které tkví právě v existenci nedokonalého *trhu s investičními nástroji*. Poskytování investičních služeb by mělo negativní následky tržních selhání na *trhu s investičními nástroji* mírnit, ovšem nemůže je neutralizovat zcela. Vedle *trhu investičních nástrojů* tak lze přirozeně rozeznat i *trh investičních služeb*, který je ze své podstaty nedokonalý jako všechny ostatní existující trhy. Právě z tohoto důvodu je nutné regulovat i poskytování investičních služeb. Dále jsem ve druhé části uvedl legislativní dělení investičních služeb na služby hlavní a doplňkové a krátce jsem pojednal i o různých teoretických děleních investičních služeb, které se vyskytují v české literatuře. V kontextu nedávného přijetí nařízení o službách skupinového financování (ECSPR) jsem považoval za důležité poukázat na rozdíl mezi těmito službami a službami investičními, který spočívá v tom, že k poskytování služeb *umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání a přijímání a předávání pokynů*, které jsou jinak investičními službami dle ZPKT, dochází společně k totožnému investičnímu nástroji nabízenému na platformě dle ECSPR.

Třetí část byla věnována poskytovatelům investičních služeb, zejména těm, jejichž úprava se nachází v ZPKT. Až na jeden případ jsem se ve výkladu omezil pouze na základní charakteristiku vybraných poskytovatelů a výčet typů investičních služeb, které může daný poskytovatel nabízet. Zvláštní pozornost jsem musel věnovat úpravě investičního zprostředkovatele, která tomuto poskytovateli investičních služeb nedovoluje předávat pokyny zahraničním subjektům. Toto omezení je dle mého názoru flagrantním porušením unijního práva, konkrétně porušením práva jednotlivce na volný pohyb služeb a práva

svobodného usazování. Je až s podivem, jakými argumenty se ČNB ve své rozhodovací praxi snaží navodit dojem, že je toto omezení s unijním právem v souladu.

Pravidly jednání se zákazníky jsem se zabýval v kapitole čtvrté. Po obecném vymezení generální klauzule jednání se zákazníky jsem detailně analyzoval povinnosti provádění testů *vhodnosti* a *přiměřenosti*. Dospěl jsem k závěru, že předmět ochrany v užším smyslu je u těchto testů odlišný, a proto nelze souhlasit s dříve uváděným názorem, že test *vhodnosti* je pouhou nadstavbou testu *přiměřenosti*. Tomuto závěru dále odpovídá jak odlišný rozsah hodnocených skutečností, tak postup následující po provedení testů. Stranou pozornosti nezůstala ani povinnost nahradit zákazníkovi újmu způsobenou nesprávným provedením těchto testů. Tato povinnost jednoznačně vzniká, ovšem dosud nevyřešenou otázkou je, zda je související odpovědnost za újmu objektivní, nebo subjektivní. Kloním se spíše k závěru, že by mělo jít o odpovědnost objektivní, neboť povinnost provést oba testy má pravděpodobně smluvní povahu a nesprávné provedení testu *vhodnosti* při poskytování *investičního poradenství* znamená vždy odpovědnost objektivní bez ohledu na to, zda je povinnost jeho provedení smluvní nebo zákonná. Poté jsem ve svém výkladu pokračoval regulací pobídek. Tato regulace dosud nebyla v české literatuře detailněji zpracována, i když jde o téma velice důležité a pro praxi relevantní. Dovolil jsem si teoreticky rozlišit podmínky přípustnosti pobídek na podmínky *materiální*, které se týkají pobídky jako takové, a podmínky *formální*, které spočívají v řádném informování zákazníka o podobě a výši pobídky. K mému překvapení jsem zjistil, že ČNB dosud nevydala rozhodnutí, ve kterém by zjistila nedodržení *materiálních* podmínek přípustnosti pobídky, resp. ve kterém by se těmito podmínkami vůbec zabývala, i když skutkové okolnosti některých řízení tomu přímo vybízely. V rozhodovací praxi ČNB ani správních soudů tak nelze nalézt jakákoli vodítka, o které by se poskytovatelé investičních služeb mohli při navrhování a realizaci pobídkových programů opřít.

Poslední část této práce byla věnována jednotlivým investičním službám. Největší prostor dostala investiční služba *předávání a přijímání pokynů*, protože jde o hlavní investiční službu, jejíž povolení je v ČR nezbytným předpokladem pro získání povolení k výkonu ostatních hlavních investičních služeb, a také proto, že je s ní spojeno několik výkladových problémů. První z nich spočívá v tom, že podle výkladu Soudního dvora Evropské unie pod tuto službu spadá toliko předání pokynu, jehož předmětem je investiční nástroj, zatímco podle českého právního řádu se za tuto službu považuje i jakékoli zprostředkování obchodu s cenným papírem nebo dokonce zprostředkování kterékoli investiční služby. V tomto

kontextu vyvstává otázka, zda je tato úprava českého právního řádu v rozporu s unijním právem, konkrétně se směrnicí MiFID II. Domnívám se, že MiFID II nezakazuje členským státům subsumovat pod tuto hlavní investiční službu činnosti, které MiFID II výslovně nepředvídá. Ovšem v případě, že by byl dovozen opak, tak jediným způsobem nápravy by byla legislativní změna, neboť případný rozpor nelze vyřešit ani přímým účinkem, ani nepřímým účinkem směrnice MiFID II. V případě ostatních investičních služeb jsem se omezil na charakteristiku služeb a činností, které pod ně spadají, na výklad některých právních norem, které považuji za důležité, a na ekonomické *ratio* jejich poskytování.

Věřím, že se mi na základě právního i ekonomického pohledu na věc podařilo vystihnout obecnou charakteristiku investičních služeb jako takových a současně i charakteristiku jejich jednotlivých typů. Ekonomický přístup k analýze právní úpravy investičních služeb dle mého soudu v nynější teorii i praxi chyběl, přestože lze touto optikou často argumentovat při řešení výkladových a aplikačních problémů, což jsem v této práci i několikrát demonstroval. Dále doufám, že tato práce přispěje k otevření široké diskuze o protiunijní úpravě investičního zprostředkovatele a případné legislativní změně, a moc bych si přál, aby se tuzemská teorie i rozhodovací činnost ČNB v budoucnu více zabývala pobídkami, zejména jejich *materiální* přípustností.

## Seznam pojmů a zkratek

<b>AIFMD</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. 6. 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.
<b>ČNB</b>	Česká národní banka.
<b>DelDir</b>	Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. 4. 2016 kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod.
<b>DelReg</b>	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. 4. 2016, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.
<b>ECSPR</b>	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 ze dne 7. 10. 2020 o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky a o změně nařízení (EU) 2017/1129 a směrnice (EU) 2019/1937.
<b>EU</b>	Evropská unie.
<b>ESMA</b>	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy.
<b>ESMAReg</b>	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 1095/2010 ze dne 24. 11. 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES.
<b>ISD</b>	Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. 5. 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.
<b>MAR</b>	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. 4. 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnice Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.
<b>MiFID I</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. 4. 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady

85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS.

<b>MiFID II</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. 5. 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.
<b>MiFIR</b>	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.
<b>MTF</b>	Mnohostranný obchodní systém dle § 69 ZPKT.
<b>OZ</b>	Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
<b>OTF</b>	Organizovaný obchodní systém dle § 73d ZPKT.
<b>SDEU</b>	Soudní dvůr Evropské unie.
<b>SFEU</b>	Smlouva o fungování Evropské unie.
<b>SŘ</b>	Zákon č. 500/2004 Sb., Správní řád, ve znění pozdějších předpisů.
<b>UCITSD</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. 7. 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.
<b>ZISIF</b>	Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.
<b>ZoB</b>	Zákon č. 21/1992 Sb., Zákon o bankách, ve znění pozdějších předpisů.
<b>ZPKT</b>	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
<b>ZSÚ</b>	Zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru, ve znění pozdějších předpisů.
<b>ŽZ</b>	Zákon č. 455/1991 Sb., Zákon o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

## Seznam použitých zdrojů

### Monografie:

- ARMOUR, J. a col. *Principles of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, 704 s. ISBN 978-0-19-878647-4.
- ČERNÁ, S. a kol. *Obchodní právo*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2016, 736 s. ISBN 978-80-7552-333-4.
- GERLOCH, A. *Teorie práva*. 5. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 308. s. ISBN 978-80-7380-233-2.
- HAENTJENS, M., de GIOIA CARABELLESE, P. *European Banking and Financial Law 2e*. Taylor & Francis Ltd, 2020, 328 s. ISBN 978-1-1-38-04230-8.
- HOBZA, M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vydání. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7.
- HOLMAN, R. *Ekonomie*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011, 723 s. ISBN 978-80-7400-006-5.
- HUSTÁK, ŠOVAR, FRANĚK, SMUTNÝ, CETLOVÁ, DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. 1032 s. ISBN 978-80-7400-433-9.
- HUSTÁK, Z., SMUTNÝ A. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.
- KAHNEMAN, D. *Thinking, Fast and Slow*. 2012. Penguin Books. 504 s. ISBN 978-01-4103-357-0.
- KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, 356 s. ISBN 978-80-7552-935-0.
- KRAAKMAN R. a col. *The Anatomy of Corporate Law*. Third edition. Oxford: Oxford University Press, 2017, 281 s. ISBN 978-0-19-872431-5.
- REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2016, 384 str. ISBN 978-80-247-5871-8.
- WOOD, P. *Law and Practice of International Finance*. Sweet & Maxwell Ltd., 2008, 632 s. ISBN 978-1-84703-255-3.

### Odborné články:

- AKERLOF, G. A. *The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. 1978 Academic Press, 14 s. Dostupné z WWW: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B978012214850750022X>.
- ALLEN, F. a SANTOMERO, M. A. *The theory of financial intermediation*. Journal of Banking & Finance 21. 1997. s. 1461-1485. Dostupné z WWW: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426697000320>.

- BUSUIOC, M. *Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*. European Law Journal, Vol. 19, No. 1, 2013, pp. 111-125.
- COASE, R. *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University Press. 1988. s. 6. ISBN 978-02-2611-101-8.
- ČECH, P. *Škoda a její náhrada v novém občanském zákoníku*. Metodické aktuality Svazu účetních. Svaz účetních České republiky, z.s., 2017, č. 6. ISBN: 978-80-87367-78-0.
- HOBZA, M. *Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství*. Obchodněprávní revue. Praha: C.H. Beck, 2015, č. 11-12, s. 313. ISSN 1803-6554. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- HOBZA, M. *Zprostředkování uzavření smluv týkajících se investičních nástrojů ve světle rozsudku Khorassani*. Obchodněprávní revue. Praha: C.H. Beck, 2019, č. 2, s. 36. ISSN 1803-6554. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- HOBZA, M. *Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu*. Obchodněprávní revue. Praha: C.H. Beck, 2020, č. 2, s. 121. ISSN 1803-6554. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- McNEIL, B.J., PAUKER S.G., SOX H.C. Jr., TVERSKY, A. *On the Elicitation of Preference for Alternative Therapies*. 1982. New England Journal of Medicine, 306, 1259-62. Dostupné z WWW: [https://www.researchgate.net/publication/16129490\\_On\\_the\\_Elicitation\\_of\\_Preference\\_for\\_Alternative\\_Therapies](https://www.researchgate.net/publication/16129490_On_the_Elicitation_of_Preference_for_Alternative_Therapies)
- RESTELLI, E. R. *Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry*. 2021. European Company and Financial Law Review. vol. 18, no. 4, pp. 640-668. Dostupné z WWW: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ecfr-2021-0025/html>
- SCHOLTENS, Bert a VAN WENSVEEN, Dick. *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*. Vídeň: SUERF (SUERF Studies: 2003/1) ISBN 3-902109-15-7. 60 s. Dostupné z WWW: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/163455/1/suerf-study-2003-1.pdf>.
- SHEFRIN, H., a STATMAN, M. *The disposition to sell winners early and ride losers too long: Theory and Evidence*. 1985. Journal of Finance, 40, 777-790. Dostupné z WWW: <https://www.jstor.org/stable/2327802>
- THALER, R. *Toward a positive theory of consumer choice*. 1980. Journal of Economic Behavior & Organization, vol. 1, 39-60.
- TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D. *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. 1974. Science, 185(4157), 1124-1131.
- TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D. *Choices, Values, and Frames*. 1984. American Psychologist, vol. 34, 341-350.



## **Seznam použitých právních předpisů:**

- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 1060/2009 ze dne 16. 9. 2009 o ratingových agenturách.
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 596/2014 ze dne 16. 4. 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. 6. 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES.
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 ze dne 7. 10. 2020 o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky a o změně nařízení (EU) 2017/1129 a směrnice (EU) 2019/1937.
- Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. 4. 2016, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.
- Prováděcí nařízení Komise (EU) 2017/988 ze dne 6. 6. 2017, kterým se stanoví prováděcí technické normy, pokud jde o standardní formuláře, šablony a postupy pro ujednání o spolupráci s ohledem na obchodní systém, jehož činnost má značný význam v hostitelském členském státě.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/123/ES ze dne 12. 12. 2006 o službách na vnitřním trhu.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/54/ES ze dne 5. 7. 2006 o zavedení zásady rovných příležitostí a rovného zacházení pro muže a ženy v oblasti zaměstnání a povolání.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/48/ES ze dne 23. 4. 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. 5. 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. 4. 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. 7. 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. 6. 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. 2. 2021, kterou se mění směrnice 2014/65/EU, pokud jde o požadavky na informace, řízení produktů a limity pozic, a směrnice 2013/36/EU a (EU) 2019/878, pokud jde o použití těchto směrnic v případě investičních podniků, s cílem napomoci oživení po krizi způsobené onemocněním COVID-19.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. 4. 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu.
- Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. 8. 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.
- Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. 4. 2016 kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod.
- Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. 5. 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.
- Vyhláška č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 570/2020 Sb., o informačních povinnostech některých osob podnikajících na kapitálovém trhu vůči Garančnímu fondu obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 170/2018 Sb., o distribuci pojištění a zajištění, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 277/2013 Sb., o směnářské činnosti, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 370/2017 Sb., o platebním styku, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

- Zákon č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 500/2004 Sb., Správní řád, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 119/2020 Sb., kterým se mění některé zákony v oblasti regulace podnikání na finančním trhu.

#### **Seznam použité judikatury:**

- Nález Ústavního soudu České republiky ze dne 28. 6. 2016, sp. zn. Pl. ÚS 18/15. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- Rozsudek SDEU ze dne 15. 7. 1964 Flaminio Costa proti E.N.E.L., 6-64. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 22. 6. 1989, Fratelli Costanzo, C-103/88. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 19. 11. 1991, Andrea Francovich a Italská republika a mezi Danila Bonifaci a dalšími a Italskou republikou, ve spojených věcech C-6/90 a C-9/90. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 14. 7. 1994, Paolo Faccini Dori proti Recreb Srl, C-91/92. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 30. 11. 1995, Reinhard Gebhard proti Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano, C-55/94. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 9. 7. 1997, Société civile immobilière Parodi proti Banque H. Albert de Bary et Cie, C-222/95. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 5. 10. 2004, CaixaBank France proti Ministerstvo ekonomiky a průmyslu Francie, C-442/02. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 24. 1. 2012, Maribel Dominguez proti Centre informatique du Centre Ouest Atlantique, Préfet de la région Centre, C-282/10. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 12. 7. 2012, VALE Építési kft, C-378/10. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 19. 12. 2013, Alfred Hirmann proti Immofinanz AG, C-174/12. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 14. 6. 2017, Mohammad Zadeh Khorassani proti Kathrin Pflanz, C-678/15. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>
- Rozsudek SDEU ze dne 7. 8. 2018, David Smith proti Patrick Meade, Philip Meade, FBD Insurance plc, Irsku, C-122/17. Dostupné z WWW: <https://curia.europa.eu/>

- Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 31. 10. 2018, sp. zn. 9 Af 43/2015. Dostupné z WWW: <https://vyhledavac.nssoud.cz/>
- Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 30. 9. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013. Dostupné z WWW: [https://www.nsouid.cz/Judikatura/ns\\_web.nsf?opendatabase&lng=](https://www.nsouid.cz/Judikatura/ns_web.nsf?opendatabase&lng=)
- Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 31. 10. 2018, sp. zn. 9 Af 43/2015. Dostupné z WWW: [https://www.nsouid.cz/Judikatura/ns\\_web.nsf?opendatabase&lng=](https://www.nsouid.cz/Judikatura/ns_web.nsf?opendatabase&lng=)
- Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 21. 6. 2016, sp. zn. 4 As 29/2016. Dostupné z WWW: <https://vyhledavac.nssoud.cz/>
- Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 10. 4. 2018, sp. zn. 3 Afs 168/2016. Dostupné z WWW: <https://vyhledavac.nssoud.cz/>

### **Seznam správních rozhodnutí ČNB:**

- Rozhodnutí č. j. 2017/131686/570 ze dne 15. 12. 2017, sp. zn. S-Sp-2015/00354/CNB/573.  
Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2015/101947/570 ze dne 16. 9. 2015, sp. zn. S-Sp-/2014/00248/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2015/137262/570 ze dne 12. 4. 2016, sp. zn. S-Sp-2014/00327/CNB/573.  
Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2020/70499/570 ze dne 10. 6. 2020, sp. zn. S-Sp-2019/00510/CNB/573.  
Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2020/69495/570 ze dne 9. 6. 2020, sp. zn. S-Sp-2018/00268/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2020/57765/570 ze dne 5. 5. 2020, sp. zn. S-Sp-2019/00509/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2021/6589/570 ze dne 18. 1. 2021, S-Sp-2020/00137/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>

- Rozhodnutí č. j. 2021/20829/570 ze dne 25. 2. 2021, sp. zn. S-Sp-2020/00139/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2018/138761/570 ze dne 23. 11. 2018, sp. zn. S-Sp-2018/00377/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí ČNB č. j. 2017/141231/570 ze dne 23. 10. 2017, sp. zn. S-Sp-2017/00068/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2017/027194/CNB/110 ze dne 28. 2. 2017, sp. zn. S-Sp-2016/00015/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2016/77451/570 ze dne 28. 6. 2016, sp. zn. S-Sp-2016/00050/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>
- Rozhodnutí č. j. 2021/46791/570 ze dne 4. 4. 2021, sp. zn. S-Sp-2020/00317/CNB/573. Dostupné z WWW:  
<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>

#### **Ostatní zdroje:**

- CESR. *Questions and Answers On Understanding the definition of advice under MiFID*. 2010. CESR/10-293. Dostupné z WWW:  
<https://www.esma.europa.eu/document/question-and-answers-understanding-definition-advice-under-mifid>
- ESMA. *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*. 2022. ESMA35-43-2938. Dostupné z WWW:  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2938\\_gls\\_appropriateness\\_ex-only.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2938_gls_appropriateness_ex-only.pdf)
- ESMA. *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*. 2018. ESMA35-43-1163. Dostupné z WWW:  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869-fr\\_on\\_guidelines\\_on\\_suitability.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869-fr_on_guidelines_on_suitability.pdf)
- ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*. 2021. ESMA35-43-349. Dostupné z WWW:  
<https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics>

- ESMA. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics*. 2019. ESMA70-872942901-38. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-qas-mifid-ii-and-mifir-market-structures-topics>
- Důvodová zpráva k zákonu č. 204/2017 Sb., ve znění pozdějších předpisů. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- Důvodová zpráva k ZISIF. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- Důvodová zpráva k ZPKT. Dostupné z WWW: <https://www.beck-online.cz/>
- HOBZA, M., *Distribuce investičních nástrojů*. Rigorózní práce. 2015. Dostupné z WWW: <https://knihovna.prf.cuni.cz/>
- Komise pro cenné papíry. *Metodika k investičním službám*. 2005. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni\\_zakladna/archiv\\_KCP/download/metodiky/metodika\\_investicni\\_sluzby\\_2006.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf)
- Přednášky prof. Michela Tisona v rámci předmětu EU Banking and Capital Market Law, akademický rok 2020/2021, Ghent University.
- Stanovisko ČNB ze dne 22. 3. 2019. *K přípustnosti pobídek na kapitálovém trhu*. Dostupné z WWW: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-09/>
- Stanovisko ČNB ze dne 31. 5. 2019. *Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT?* Dostupné z WWW: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-14/>
- Úřední sdělení ČNB ze dne 18. 9. 2009. *K povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2009/v\\_2009\\_12\\_21609560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/Vestnik-CNB/2009/v_2009_12_21609560.pdf)

# Investiční služby a jejich regulace

## Abstrakt

Hlavním cílem této práce je charakteristika investičních služeb a právní regulace jejich poskytování. Tato charakteristika zde není provedena pouze z právního hlediska, nýbrž i z hlediska ekonomického, protože podobná charakteristika v dosavadní české právní teorii nebyla provedena, a to navzdory tomu, že ji lze využít k překonání některých výkladových i aplikačních problémů.

V první části této práce jsou definovány ekonomické a finanční pojmy související s investičními službami a kapitálovým trhem, např. pojem finančního systému, finančního trhu a také je zde vysvětlen koncept dokonalého a nedokonalého trhu. Dále je zdůrazněn vliv omezených poznávacích schopností člověka na jeho rozhodování ohledně investic. Ve druhé části jsou popsány investiční služby jako takové včetně ekonomického smyslu jejich poskytování. Poté následuje obecný přehled pramenů práva investičních služeb. Třetí část práce je věnována úpravě typických poskytovatelů investičních služeb, přičemž je též poukázáno na jejich vzájemné rozdíly. Čtvrtá část se týká pravidel jednání se zákazníky, zejména regulace pobídek a povinností provedení testů vhodnosti a přiměřenosti nabízených investičních služeb a investičních nástrojů. Poslední část pak charakterizuje jednotlivé hlavní a doplňkové investiční služby.

# Investment services and their regulation

## Abstract

The main objective of this thesis is to provide a description of investment services and legal regulation of their provision. This description is not limited only to a legal point of view but is provided also from an economic point of view since the latter approach has never been provided in Czech legal papers although it may be useful to handle with issues regarding both the interpretation and application of legal rules governing the provision of investment services.

The first part of this thesis aims at defining some relating economic or financial terms like financial system, financial markets and explaining the concept of perfect and imperfect markets. It also emphasizes the influence of human heuristics and biases on investment decision making. In the second part, I described investment services in general including the economic reason of their existence and the reason of their provision. Then I followed with the review of legal system governing those services. The third part is dedicated to the main characteristics of some typical providers of investment services and their main differences *vis-a-vis* each other. Following part deals with rules of conduct especially with inducements and duty to assess the suitability or appropriateness of investment services or financial instruments sought. And final part analyses each type of investment services including so called ancillary services.



## **Klíčová slova**

Investiční služby, pravidla jednání se zákazníky, poskytovatelé investičních služeb.

## **Key words**

Investment services, rules of conduct, providers of investment services.