

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Jakub Šoupa

Investiční služby a jejich právní regulace

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 30. 3. 2023

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 139 240 znaků včetně mezer.

V Praze dne 30. 3. 2023

Jakub Šoupa

Poděkování:

Rád bych na tomto místě poděkoval panu JUDr. Petru Kotábovi, Ph.D. za velice cennou pomoc a odborné podněty, které mi v rámci přípravy této práce poskytoval.

Obsah

ÚVOD.....	6
1 OBECNĚ K VYBRANÝM POJMŮM.....	9
1.1 KAPITÁLOVÝ TRH.....	9
1.2 INVESTIČNÍ SLUŽBY	12
1.3 INVESTIČNÍ NÁSTROJE	13
2 INVESTIČNÍ SLUŽBY V KONTEXTU ČESKÉHO PRÁVA	16
2.1 ROZDĚLENÍ INVESTIČNÍCH SLUŽEB NA HLAVNÍ A DOPLŇKOVÉ	16
2.1.1 Hlavní investiční služby	17
2.1.2 Doplnkové investiční služby	19
2.2 POSKYTOVATELÉ INVESTIČNÍCH SLUŽEB	20
2.2.1 Obchodník s cennými papíry.....	20
2.2.2 Investiční zprostředkovatel	23
2.2.3 Vázaný zástupce.....	24
2.2.4 Volná živnost	25
2.3 KOMU MOHOU BÝT POSKYTOVÁNY HLAVNÍ INVESTIČNÍ SLUŽBY.....	26
2.3.1 Profesionální zákazník a profesionální zákazník na žádost.....	26
2.3.2 Způsobitá protistrana.....	27
2.3.3 Neprofesionální zákazníci	28
2.4 VYŽADOVÁNÍ INFORMACÍ OD ZÁKAZNÍKA.....	29
2.4.1 Test vhodnosti	29
2.4.2 Test přiměřenosti.....	30
2.4.3 Preference zákazníka týkající se udržitelnosti.....	31
3 ZPROSTŘEDKOVÁNÍ OBCHODŮ S INVESTIČNÍMI NÁSTROJI.....	33
3.1 HISTORICKÝ VÝVOJ	33
3.1.1 Rozhodovací praxe Soudního dvora Evropské unie	34
3.2 VYMEZENÍ ZPROSTŘEDKOVÁNÍ	35
3.2.1 Bližší rozbor české úpravy	36
3.3 ROZBOR PROBLEMATICKÝCH BODŮ § 2 ODS. 1 PÍSM. Y) ZPKT	37
3.3.1 Přípravné práce a doporučení	38
3.3.2 Pomoc při výkonu práv a plnění povinností.....	40
3.4 DÍLČÍ ZÁVĚR.....	42
4 INVESTIČNÍ PORADENSTVÍ A JEHO ODLIŠENÍ OD INVESTIČNÍHO VÝZKUMU A ANALÝZY	44
4.1 VYMEZENÍ INVESTIČNÍHO PORADENSTVÍ JAKOŽTO HLAVNÍ INVESTIČNÍ SLUŽBY	44
4.2 ROZBOR JEDNOTLIVÝCH ZNAKŮ INVESTIČNÍHO PORADENSTVÍ	45
4.2.1 Individualizace	46
4.2.2 Doporučení.....	46
4.2.3 Konkrétní investiční nástroj	47
4.3 SPECIFICKÉ OBLASTI VYŽADOVÁNÍ INFORMACÍ OD ZÁKAZNÍKA A JEHO INFORMOVÁNÍ.....	47
4.3.1 Prohlášení o vhodnosti	48
4.3.2 Titul pro poskytování investičního poradenství	49
4.4 INVESTIČNÍ VÝZKUM A FINANČNÍ ANALÝZA NEBO JINÉ FORMY OBECNÝCH DOPORUČENÍ.....	50
4.4.1 Stručný historický vývoj a oddělení od investičního poradenství	51
4.4.2 Vymezení investičního výzkumu a analýzy nebo jiné formy obecných doporučení.....	52
4.5 DÍLČÍ ZÁVĚR.....	54
5 OBCHODOVÁNÍ S INVESTIČNÍMI NÁSTROJI NA VLASTNÍ ÚČET.....	56
5.1 ODLIŠENÍ INVESTIČNÍCH SLUŽEB A INVESTIČNÍCH ČINNOSTÍ Z POHLEDU HISTORICKÉHO VÝVOJE	56
5.2 VYMEZENÍ HLAVNÍ INVESTIČNÍ SLUŽBY INVESTOVÁNÍ NA VLASTNÍ ÚČET.	58
5.2.1 Samovstup komisionáře	59

5.2.2	Činnost tvůrce trhu (market makera).....	60
5.2.3	Systematická internalizace	60
5.2.4	Investování v rámci správy vlastního majetku	61
5.3	INVESTOVÁNÍ NA VLASTNÍ ÚČET BEZ NUTNOSTI ZÍSKAT POVOLENÍ ČNB	63
5.3.1	Příležitostné poskytování hlavní investiční služby.....	63
5.3.2	Výjimky vztahující se ke službě obchodování na vlastní účet	65
5.4	DÍLČÍ ZÁVĚR.....	67
	ZÁVĚR	69
	SEZNAM ZKRATEK.....	73
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	74
	INVESTIČNÍ SLUŽBY A JEJICH PRÁVNÍ REGULACE	81
	ABSTRAKT	81
	KLÍČOVÁ SLOVA	82
	REGULATION OF INVESTMENT SERVICES	83
	ABSTRACT	83
	KEY WORDS	84

Úvod

Segmentu finančního trhu se v posledních letech dostává stále větší pozornosti ze strany široké veřejnosti. Tento dynamický vývoj spolu s narůstajícím počtem subjektů působících na finančním trhu na jedné straně nese i neustále rozvíjející se právní regulaci na straně druhé, jež musí dané změny dostatečným způsobem reflektovat. Pro danou úpravu je stěžejní zejména regulace na celoevropské úrovni v podobě sekundárních právních předpisů vydávaných za účelem společné harmonizace práva členských států, která sleduje základní princip společenství, tedy volný pohyb osob, služeb a kapitálu. Předmětem dané regulace je v první řadě ochrana retailových investorů jakožto slabší strany, kteří by se v rámci neregulovaného systému museli spoléhat výlučně na soukromoprávní ujednání s dalšími subjekty působícími na finančním trhu, což by se zejména z důvodu faktické nerovnosti stran mohlo jevit jako nežádoucí stav. Z tohoto důvodu tak plyne i skutečnost, že v případě regulace finančního trhu mluvíme především o právu veřejném, jež mimo jiné zasahuje právě i do soukromoprávních vztahů mezi jednotlivými subjekty. Dalším účelem dané regulace je bezesporu i ochrana samotného finančního trhu, neboť ten má i neodmyslitelný ekonomický význam pro fungování společnosti jako celku. Finanční regulace je tak poměrně složitý, avšak velmi komplexní systém právních norem, jejichž přesný výklad je stěžejním předpokladem pro činnost subjektů působících v rámci daného segmentu. Výklad těchto norem však může v určitých případech působit problémy, které mohou mít pro jednotlivé subjekty fatální dopad, přičemž výběr těchto problematických pasáží v oblasti poskytování investičních služeb bude hlavním předmětem této práce.

Obsahem této práce bude především, jak již její samotný název napovídá, rozbor povinností dopadajících na subjekty při poskytování investičních služeb na kapitálovém trhu. Cílem práce však nebude poskytnout komplexní výčet a analýzu všech povinností poskytovatelů investičních služeb, neboť v rámci rozsahu diplomové práce by se muselo z důvodu objemu dané regulace jednat pouze o velmi obecný a povrchný rozbor, jenž by ústil

v pouhý výčet jednotlivých ustanovení zákona a dalších předpisů. V rámci práce se tak budu zaměřovat pouze na taková problematická ustanovení, jejichž výklad může v praxi působit určité problémy, a to i s ohledem na skutečnost, že oblasti, jež budou v rámci práce podrobeny důkladné analýze, v posledních dekadách prošly významným regulatorním rozvojem.

Systematicky bude práce dělena do pěti hlavních kapitol, v jejichž rámci bude postupováno ve smyslu principu od obecného ke zvláštnímu. Pro účely podrobné analýzy nejasných ustanovení považuji za nezbytné na prvním místě vymezit jednotlivé pojmy, se kterými bude v práci hojně pracováno a které jsou základními kameny celého systému regulace kapitálového trhu. V první obecné kapitole tak bude nejprve vymezen pojem kapitálový trh, jakožto ekonomický rámeček celé předmětné regulace, a dále investiční služby a investiční nástroje. Cílem druhé kapitoly obecné části této práce bude zejména nastínit vybranou regulaci dopadající na subjekty působící na kapitálovém trhu, a to včetně výčtu těchto subjektů. Opět třeba uvést, že se nebude jednat o úplný výčet práv a povinností, nýbrž se v této části budu zabývat pouze takovými oblastmi, které budou hrát podstatnou roli pro zvláštní část této práce, jež je obsahem dalších kapitol. V těchto dalších kapitolách budou v rámci zvláštní části rozebírány jednotlivé vybrané otázky týkající se regulace poskytování investičních služeb a jejich postavení v právním řádu. První takto analyzovanou oblastí bude zprostředkování obchodů s investičními nástroji, jež je za určitých okolností též považováno za poskytování investiční služby. Zprostředkování jsem volil zejména z důvodu, že se jedná o poměrně nedávno novelizovanou právní úpravu, pod kterou lze hledat široký výčet činností, které nejsou blíže definovány a jejich výklad tak může být v určitých případech nejasný. Dále bude podrobně rozebíráno poskytování služby investičního poradenství a jeho distinkce se službou investiční výzkum a finanční analýza, neboť se jedná o materiálně podobné služby a minimálně v prvním případě se jedná o velmi často poskytovanou službu, se kterou přichází do kontaktu nemalé množství investorů. V poslední kapitole této práce se budu zabývat vymezením obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, a to zejména o určení, kdy

se o regulovanou činnost jedná a kdy nikoliv, a v jakých případech tedy lze investovat na vlastní účet bez patřičného povolení.

Společným a zároveň hlavním cílem dané práce tak bude především nalézat pomyslné hranice mezi vybranými investičními službami a neregulovanou činností a dále si odpovědět na otázku, zda je v tomto ohledu současná právní úprava dostatečná a pro jednotlivé subjekty působící na kapitálovém trhu jasná, či zda by bylo na místě exaktnější vymezení jednotlivých investičních služeb.

Pro vypracování této práce byla využita metoda kvalitativního výzkumu. Pro účely obecné části této práce bylo nejvíce postupováno za použití deskriptivního postupu, neboť účelem obecné části je především uvedení do problematiky regulace poskytování investičních služeb jako takové. Deskriptivní metoda prostupuje samozřejmě napříč celým textem práce, nicméně ve zvláštní části k ní přibývají též metody analýzy a syntézy, neboť předmětem zvláštní části je podrobné zkoumání významu jednotlivých na první pohled ne zcela jasných ustanovení. Dále je též využívána metoda komparace, kdy dochází zejména ke srovnávání evropských předpisů a jejich české implementace a dále také srovnávání úprav jednotlivých segmentů finančního trhu.

1 Obecně k vybraným pojmům

Před samotným rozбором vybrané právní regulace investičních služeb, jež bude hlavním předmětem této práce, považuji za nezbytné nejprve vymezit jednotlivé pojmy, se kterými bude v rámci jednotlivých kapitol pracováno. Význam pojmů jako investiční služba, investiční nástroj či kapitálový trh obecně je stěžejní pro navazující hlubší analýzu předmětné právní úpravy.

1.1 Kapitálový trh

Povahou každého trhu je v rámci ekonomického systému zjednodušeně řečeno střet nabídky a poptávky, jenž v první řadě ústí v alokaci zdrojů, jako je lidská práce, půda či kapitál, přičemž v navazující fázi lze hovořit o využívání těchto zdrojů dalšími subjekty k uspokojení poptávky po zboží či službách.¹ Na jedné straně trhu tak povětšinou stojí produkční jednotky jakožto poskytovatelé služeb a zboží, a na straně druhé jednotky spotřebitelské, které služby a zboží poptávají a oproti tomu mohou produkčním jednotkám nabízet své přebytečné peněžní prostředky neboli kapitál. Z tohoto hlediska můžeme komplexní trh dělit na tři subkategorie, kterými jsou trh výrobních faktorů, trh s výrobky a finanční trhy,² mezi které spadá i kapitálový trh, a které budou rozebírány dále.

Existence finančních trhů je důsledkem stavu, kdy jednotlivé subjekty mohou, a v praxi také mají, přebytek peněžních prostředků, zatímco jiné subjekty mají těchto prostředků nedostatek. Na základě této skutečnosti vzniká střet nabídky a poptávky, který je třeba uspokojit právě na finančních trzích prostřednictvím obchodování finančních nástrojů. Dalšími funkcemi finančních trhů mohou být například směnné funkce v rámci obchodovaných finančních nástrojů či zajištění potřebné likvidity jednotlivých subjektů

¹ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekonstrukci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 3.

² tamtéž

působících na finančních trzích.³ Finanční trh je však opět velmi komplexní a je dále dělen, kdy jedno ze základních dělení je obecně přijímáno rozdělení na peněžní trh a kapitálový trh v závislosti na době splatnosti finančních nástrojů, které se na nich obchodují. Splátnost jednotlivých nástrojů obchodovaných na peněžním trhu se pohybuje v rozmezí do jednoho roku, zatímco v případě kapitálového trhu se jedná o kapitál střednědobý a dlouhodobý, tedy se splatností přesahující jeden rok. Dalším možným dělením je dělení dle povahy nástrojů, jež se na daném trhu obchodují, přičemž v tomto ohledu mluvíme o peněžním trhu, kapitálovém trhu, devizovém trhu, trhu drahých kovů a pojistném trhu. Kapitálový trh tak lze v obecně rovině vymezit jako „*system institucí a instrumentů zajišťujících pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů*“.⁴ V případě detailnějšího rozboru kapitálového trhu je nejprve vhodné upozornit, že neexistuje legální definice daného pojmu, tudíž je třeba pracovat s jeho ekonomickým vymezením, které v rámci své definice vymezuje různé základní oblasti⁵ charakteristické pro každý další segment finančního trhu, jimiž jsou především :

1. Nástroje, jež jsou na daném trhu obchodovány. V případě kapitálového trhu mluvíme o nástrojích střednědobého a dlouhodobého kapitálu.⁶
2. Instituce, které v rámci daného trhu působí. Institucemi působícími na kapitálovém trhu jsou především poskytovatelé investičních služeb, tržní platformy působící na kapitálovém trhu, centrální depozitář cenných papírů a jednotlivé vypořádací systémy.⁷
3. Subjekty, které tvoří jednotlivé strany působící na trhu. Na kapitálovém trhu jsou těmito subjekty jednotliví investoři nabízející svůj volný kapitál

³ Arnett, G. W. Global Securities Markets: Navigating the world's exchanges and OTC markets. Hoboken, N.J.: John Wiley. [online]. 2011. [cit. 2023-3-18], ISBN 978-1-118-25838-5. Chapter 6. Dostupné z https://learning.oreilly.com/library/view/global-securities-markets/9781118056622/OEBPS/9781118056622_epub_ch_6.htm

⁴ Dědič, J. a kol.: Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu). 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. ISBN 80-7175-084-0. s. 201.

⁵ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekonstrukci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 7.

⁶ tamtéž

⁷ tamtéž

a oproti nim stojící emitenti jednotlivých nástrojů jakožto subjekty, které od investorů kapitál poptávají.⁸

4. Mechanismy, na jejichž základě na trhu dochází k pohybu peněžních prostředků, respektive kapitálu. Tyto mechanismy lze v rámci kapitálového trhu rozdělit na dvě hlavní kategorie, jež se nazývají primární a sekundární trh.⁹ Na primárním trhu dochází k prvotnímu úpisu daného investičního nástroje přímo od jeho emitenta za emisní kurz daného investičního nástroje. Hodnota, jíž se emisní kurz rovná, se jednoduše vypočítá jako nominální hodnota investičního nástroje plus případné emisní ážio určené emitentem. Na sekundárním trhu se oproti tomu obchodují již vydané investiční nástroje mezi jednotlivými subjekty kapitálového trhu. Cenu obchodovaných investičních nástrojů již nestanoví výlučně jejich emitent, byť na ni má nepochybně určitý vliv, nýbrž jsou dané investiční nástroje trhu obchodovány za jejich tržní cenu, jež je odvozena jako výsledek klasického fungování trhů, tedy systémem střetu nabídky a poptávky.

Na závěr třeba doplnit, že přestože platná právní úprava částečně z výše uvedeného ekonomického vymezení vychází, zcela jej nerespektuje. Typickým příkladem tohoto rozporu budiž již samotný název zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen jako „ZPKT“), a jeho § 1, který stanoví, že daný zákon upravuje poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu a ochranu kapitálového trhu a investorů. I přesto, že se daný zákon již ve svém názvu a v rámci vymezení předmětu úpravy ve smyslu § 1 odvolává výlučně na kapitálový trh, upravuje daný zákon například v rámci vymezení investičních nástrojů ve svém § 3 i nástroje čistě peněžního trhu, jako jsou pokladniční poukázky, vkladní listy nebo komerční papíry.^{10 11}

⁸ tamtéž

⁹ BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-440-7. s. 104

¹⁰ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 7.

¹¹ V případě vkladních listů půjde o investiční nástroje pouze za předpokladu, že byly emitovány podle takového práva, aby bylo možné označit je za cenné papíry.

1.2 Investiční služby

Jak už název této práce sám napovídá, rozbor investičních služeb představuje její stěžejní část. V této kapitole však budou rozebrány pouze obecné znaky pro všechny investiční služby společné, přičemž konkrétním investičním službám, jejich dělení a především vybraným problematickým oblastem se bude zabývat zbytek této práce v rámci jednotlivých kapitol.

Institut investiční služby do českého právního řádu poprvé vnesla implementace směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. 5. 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů (dále jen jako „ISD“).¹² Určité činnosti spočívající v investování na kapitálových trzích byly samozřejmě regulovány i před tím, ovšem daná regulace se od současní značně lišila. Dané odlišnosti lze prezentovat například na tom, že součástí dané regulace byla mimo jiné i vázanost služeb na konkrétní smluvní typ.¹³ Toto pojetí však implementace ISD opouští a značně formalistický znak vázanosti na konkrétní smluvní typy se z platného práva vypouští, přičemž stěžejní zůstává pouze materiální obsah dané činnosti, respektive zda taková činnost naplňuje zákonem vymezené parametry pro jednu či více investičních služeb.

Investiční služby jsou tedy stručně řečeno regulované činnosti poskytované v rámci působení na kapitálovém trhu regulovanými subjekty a jejich taxativní výčet je uveden v § 4 ZPKT. Aby se ovšem mohlo jednat o investiční služby v pravém slova smyslu jakožto o regulované činnosti, musí být splněny dvě kategorie definičních znaků. První kategorie, obecné znaky investičních služeb, je kategorie pro všechny investiční služby společná. V rámci druhé kategorie se poté jedná o specifické znaky každé jednotlivé investiční služby zvlášť ve smyslu jejich vymezení podle ustanovení § 4 ZPKT a dalších souvisejících ustanovení. Obecným znakem investičních služeb je v první řadě skutečnost, že v rámci jejího poskytování musí být též

¹² HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 59/60

¹³ DĚDIČ, J., Štenglová, I. Zákon o cenných papírech. Komentář. Praha: C. H. Beck, 1996, ISBN80-7179-104-0. s. 27

naplněny znaky podnikání¹⁴ ve smyslu § 420 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen jako „OZ“). Aby se tedy jednalo o poskytování investičních služeb ve smyslu ZPKT, musí být jejich poskytovatelem splněny parametry samostatnosti a poskytování daných služeb na vlastní účet a odpovědnost se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku.¹⁵ Dalším znakem podnikání dle předmětného ustanovení OZ je požadavek, aby daná činnost byla vykonávána živnostenským nebo obdobným způsobem, kdy poskytování investičních služeb bude možným příkladem právě onoho obdobného způsobu, neboť se jedná o úpravu obsaženou mimo zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů. Veškeré jednorázové či nahodilé činnosti,¹⁶ jež nebudou činěny pravidelně či nebudou vykonávány za účelem zisku tak ve většině případů nebudou podléhat regulaci ve smyslu ZPKT, a to přestože by došlo k naplnění ostatních znaků některé z investičních služeb.

Dalším obecným znakem pro investiční služby je požadavek, aby se daná činnost vztahovala ke konkrétnímu investičnímu nástroji ve smyslu § 3 ZPKT, a to alespoň zprostředkovaně.¹⁷ Typickým příkladem situace, kdy činnost bude naplňovat znaky investičních služeb, avšak nebude se vztahovat k investičním nástrojům a nebude tak podléhat regulaci ve smyslu ZPKT, bude například zprostředkování nákupu fyzického zlata, kryptoměny či poskytování rady, zda je vhodná chvíle na investici do nemovitostí či nikoliv.

1.3 Investiční nástroje

Investiční nástroje jsou pro účely analýzy regulace investičních služeb naprosto stěžejní, neboť není investičních služeb bez investičních nástrojů. Investiční nástroje ve smyslu ZPKT slouží především jako zprostředkování střednědobého a dlouhodobého financování mezi osobami, které mají volný

¹⁴ HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi.

Praha: Leges, 2017, ISBN 978-80-7502-225-7. s. 44

¹⁵ srov. § 420 OZ

¹⁶ PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír a kol. Občanský zákoník. 2. vydání

Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-747-7. s. 448

¹⁷ HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi.

Praha: Leges, 2017, ISBN 978-80-7502-225-7. s. 45

kapitál a chtějí investovat, a osobami, které volný kapitál poptávají. S tímto výčtem se však nelze zcela spokojit, neboť za investiční nástroje jsou ve smyslu právní regulace považovány i nástroje krátkodobého financování, popřípadě nástroje sloužící výlučně ke spekulativním účelům.¹⁸ Ani podoba investičního nástrojů není jednotná, neboť se může jednat o věci ve smyslu § 489 OZ,¹⁹ a to ať věci hmotné například v podobě listinných akcií nebo dluhopisů, tak věci nehmotné, pokud mluvíme například o akciích či dluhopisech zaknihovaných. Investiční nástroje mohou mít dále i formu pouhého smluvního ujednání, kterou mají například různé formy derivátů, a to ať s reálným či pouze finančním vypořádáním. Přestože se jedná o esenciální prvek kapitálového trhu, obecnou definici tak v rámci platného práva nenalezneme a nemůžeme ji ani s jistotou určit pomocí výkladu či případných zdrojů soft law. Právní úprava tak volí formu taxativního výčtu investičních nástrojů stanovící též jednu sběrnou kategorii obsahující nástroje obdobné se společnými znaky, avšak nepojmenované. Veškeré investiční nástroje jsou vymezeny v § 3 ZPKT, jenž kopíruje obdobné vymezení podle přílohy č. 1 oddílu C směrnice MiFID II. Zjednodušeně lze dle platné právní úpravy investiční nástroje rozdělit do čtyř kategorií, kterými jsou:

- investiční cenné papíry jako zejména akcie, dluhopisy a obdobné cenné papíry,
- cenné papíry kolektivního investování jako například investiční akcie nebo podílové listy,
- nástroje peněžního trhu jako zejména pokladniční poukázky nebo vkladní listy,²⁰
- deriváty jako například opce, futures, forwardy nebo swapy.²¹

¹⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 107.

¹⁹ tamtéž

²⁰ V případě vkladních listů půjde o investiční nástroje pouze za předpokladu, že byly emitovány podle takového práva, aby bylo možné označit je za cenné papíry.

²¹ BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-440-7. s. 425

Oproti tomu zákon jasně stanoví, že v případě platebních nástrojů, tedy například šeků či určitých druhů směnek,²² se o investiční nástroje nejedná, a činnosti s nimi spojené tak nepodléhají regulaci ZPKT.

²² Například depozitní směnky lze v určitých případech za investiční nástroje označit.

2 Investiční služby v kontextu českého práva

Po obecném vymezení jednotlivých pojmů v předchozí kapitole bude práce zaměřena zejména na dělení investičních služeb, kdy před podrobnějším zkoumáním jednotlivých znaků investičních služeb lze mít za účelné investiční služby jako takové roztrždit dle platné právní úpravy, a to jak s ohledem na jejich samotný obsah, tak i ve vztahu k jednotlivým subjektům kapitálového trhu, které mohou investiční služby poskytovat. Dále bude tato kapitola zaměřena též na jednotlivé investory jakožto na subjekty, kterým jsou naopak jednotlivé investiční služby poskytovány, a to jak na profesionální investory, tak na investory retailové neboli neprofesionální, a též za jakých podmínek jim lze jednotlivé investiční služby poskytovat a jaké požadavky je pro účely jejich poskytování třeba řádně plnit.

Za předpokladu, že budou naplněny obecné znaky pro investiční služeb blíže rozebrané v předchozí kapitole, tj. že takové budou poskytovány podnikatelsky, budou se vztahovat k určitému investičnímu nástroji a po materiální stránce budou splňovat podmínky pro jednu z taxativně vyjmenovaných investičních služeb uvedených v § 4 odst. 2 nebo 3 ZPKT, bude dalším krokem právě určení konkrétní investiční služby a její zařazení.

2.1 Rozdělení investičních služeb na hlavní a doplňkové

Dělení investičních služeb na hlavní a doplňkové vychází přímo ze směrnice MiFID II, kdy hlavní investiční služby jsou uvedeny v příloze 1 oddílu A a jsou označeny jako „*Investiční služby a činnosti*“.²³ Vedle hlavních dále

²³ Jednotlivými hlavními investičními službami podle Přílohy 1 oddílu A směrnice MiFID II jsou:

- a) *přijímání a předávání pokynů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů*
- b) *provádění pokynů na účet zákazníka*
- c) *obchodování na vlastní účet,*
- d) *správa portfolií*
- e) *investiční poradenství,*
- f) *upisování finančních nástrojů nebo umístování finančních nástrojů na základě pevného závazku převzetí,*
- g) *umístování finančních nástrojů bez pevného závazku převzetí,*
- h) *provozování mnohostranného obchodního systému,*
- i) *provozování organizovaného obchodního systému.*

rozlišujeme doplňkové investiční služby, které jsou uvedeny v téže příloze v oddílu B a jsou označeny jakožto „Doplňkové služby“.²⁴

Materiálně obdobné dělení poté přejímá i česká právní úprava, konkrétně již zmiňovaný § 4 odst. 2 a 3 ZPKT, nicméně můžeme pozorovat drobné odchylky zejména ve specifikaci jednotlivých hlavních investičních služeb například v takovém slova smyslu, že dle české právní úpravy se výslovně vztahují k investičním nástrojům, zatímco znění použité v MiFID II takový požadavek neobsahuje, nicméně je třeba ho odvodit ze znění ostatních ustanovení samotné směrnice.²⁵ Podstata jednotlivých investičních služeb stejně jako jejich počet a dělení, jak již uvedeno výše, však zůstává zachována. Dělení na hlavní a doplňkové investiční služby tedy vychází přímo z pozitivní právní úpravy a ve vztahu k jednotlivým službám bude hrát podstatnou roli zejména z důvodu, neboť regulatorní požadavky pro poskytování hlavních investičních služeb se značně liší od benevolentnějšího přístupu k poskytování služeb doplňkových.²⁶

2.1.1 Hlavní investiční služby

Taxativní výčet hlavních investičních lze tedy pro účely přímo použitelné právní úpravy hledat v ustanovení § 4 odst. 2 ZPKT. Poskytování hlavních investičních služeb je jednou z hlavních činností subjektů působících na

²⁴ Jednotlivými doplňkovými investičními službami podle Přílohy 1 oddílu B směrnice MiFID II jsou:

- a) *úschova a správa finančních nástrojů na účet zákazníka včetně svěřenské správy a souvisejících služeb, jako je správa hotovosti nebo zajištění, kromě vedení účtů cenných papírů na nejvyšší úrovni,*
- b) *poskytování úvěrů nebo půjček investorovi za účelem umožnění obchodu s jedním nebo více finančními nástroji v případech, kdy je společnost poskytující úvěr nebo půjčku do tohoto obchodu zapojena,*
- c) *poradenská činnost podnikům v oblasti struktury kapitálu, průmyslové strategie a souvisejících záležitostí a poradenství a služby týkající se fúzí a nákupu podniků,*
- d) *devizové služby, pokud jsou spojeny s poskytováním investičních služeb,*
- e) *investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodů s finančními nástroji,*
- f) *služby související s upisováním emisí,*
- g) *investiční služby a činnosti i doplňkové služby typu uvedeného v oddíle A nebo B přílohy 1 související s podkladovým aktivem derivátů uvedených v bodech 5, 6, 7 a 10 oddílu C, pokud jsou spojeny s poskytováním investičních nebo doplňkových služeb.*

²⁵ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci.

Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 77.

²⁶ viz dále v této kapitole

kapitálovém trhu a MiFID II stejně jako ZPKT upravují především právě jednotlivé povinnosti ve vztahu k jejich poskytování. Hlavní investiční služby se budou vždy vztahovat ke konkrétnímu investičnímu nástroji a jsou tak základním kamenem pro obchodování a podnikání na kapitálových trzích. V § 4a ZPKT je v návaznosti na poskytování hlavních investičních služeb upravena exkluzivita,²⁷ a to v takovém smyslu, že nikdo bez patřičného povolení získaného od ČNB takové služby poskytovat nemůže. Poskytování hlavních investičních služeb je primárně výsostí obchodníků s cennými papíry, nicméně MiFID II z daného pravidla nabízí určité výjimky, kdy může taxativně vyjmenované investiční služby poskytovat i jiný subjekt než právě obchodník s cennými papíry, a to na základě vlastní právní úpravy členských států.²⁸ Subjekty, které získají patřičné povolení k poskytování alespoň jedné z hlavních investičních služeb k alespoň jednomu z druhů investičních nástrojů se poté musí řídit jak obsahem udělené licence, tak především podléhají přísné regulaci kapitálového trhu, jejímž těžištěm je z pohledu české regulace ZPKT. Splnění těchto podmínek je ze strany ČNB prověřováno jak v licenčním řízení, kdy žadatel o povolení musí předložit širokou škálu materiálů podle ZPKT, tak dále v rámci pravidelného dozoru ČNB nad subjekty kapitálového trhu, a to buď v rámci povinného reportingu nebo například při namátkových kontrolách podle plánu ČNB. V souvislosti s touto exkluzivitou poskytování hlavních investičních služeb dále platí, že jednou z podmínek udělení oprávnění pro výkon činnosti obchodníka s cennými papíry nebo případně investičního zprostředkovatele je právě povolení k poskytování alespoň jedné z hlavních investičních služeb, čemuž se bude blíže věnovat část kapitoly této práce zaměřená právě na obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele.

²⁷ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 87

²⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 102.

2.1.2 Doplnkové investiční služby

Doplňkové investiční služby oproti hlavním nepožívají žádnou významnou exkluzivitu a mohou je tak poskytovat i jiné osoby na základě odlišných oprávnění, které nemusí být uděleny přímo ČNB, a které tedy nemusí bez dalšího podléhat režimu podle ZPKT. Typickým příkladem takového oprávnění bude volná živnost obor č. 60 „*Poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků*“, do které dle přílohy č. 4 nařízení vlády č. 278/2008 Sb., o obsahových náplních jednotlivých živností, ve znění pozdějších předpisů, spadají i poradenské služby v oblasti finančních záležitostí. Jistou výjimku z tohoto pravidla tvoří doplňková investiční služba podle § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT,²⁹ jejímž obsahem je dle daného ustanovení úschova a správa investičních nástrojů. Úschova nebo správa investičních nástrojů může být prováděna způsobem, kdy poskytovatel dané služby má předmětné investiční nástroje přímo u sebe, s čímž se setkáme typicky v případě navazující služby na imobilizaci daných investičních nástrojů jakožto činností vykonávanou pro jejich emitenta.³⁰ Dalším způsobem výkonu dané služby je poté vedení navazující evidence,³¹ jejímž předmětem budou typicky zaknihované cenné papíry. Pro poskytování této doplňkové investiční služby je vyžadováno dle § 4a ZPKT též patřičné oprávnění od ČNB. I přes výše uvedené však platí, že chce-li doplňkové investiční služby poskytovat obchodník s cennými papíry, je třeba dané uvést v rámci licenčního řízení u ČNB a prokázat předpoklady pro jejich poskytování, načež budou předmětné doplňkové investiční služby uvedeny v získané licenci. Doplňkové investiční služby se dále nemusí vždy nutně týkat přímo investičních nástrojů, jako je tomu u investičních služeb hlavních, ale budou mnohdy takovému účelu sloužit nepřímě.³² Jako příklad lze uvést

²⁹ Daná služba je definována jako „*úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem*“

³⁰ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 74

³¹ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 75

³² HOBZA, Martin. Investiční služby v právní teorii a praxi. Praha: Leges, 2017. Teoretik. ISBN 978-80-7502-225-7, s. 55

poskytování doplňkové investiční služby dle § 4 odst. 3 písm. b) ZPKT,³³ spočívající zejména v poskytování úvěrů a zápůjček zákazníkovi, kdy tato služba může být využívána v případě obchodování různých derivátů za využití tzv. pákového efektu,³⁴ pro který jsou typické standardizované futures či forwardové kontrakty. V takovém případě obchodník s cennými papíry jakožto poskytovatel hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT, provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů, zapůjčí investorovi určité prostředky, za které poté investor skrze obchodníka s cennými papíry zakoupí určitý derivát, čímž násobí svůj potenciální zisk či ztrátu.

2.2 Poskytovatelé investičních služeb

Cílem této kapitoly je podat základní přehled poskytovatelů investičních služeb na kapitálovém trhu a nastínit principy jejich fungování a vzájemně je porovnat. Není tak záměrem podat vyčerpávající výčet všech regulatorních požadavků, které musí jednotliví poskytovatelé investičních služeb plnit, avšak spíše obecný výčet jejich povinností, které musí být dodržovány ve vztahu k poskytování investičních služeb jako takových, a to zejména pro účely kontextu dalších kapitol této práce.

2.2.1 Obchodník s cennými papíry

Obchodníci s cennými papíry jsou ústředními postavami obchodování na kapitálovém trhu, a to zejména jakožto subjekty poskytující investiční služby. Za jedno ze základních dělení obchodníků lze považovat dělení na bankovního a nebankovního obchodníka s cennými papíry, kdy dané vychází ze skutečnosti, zda má daný subjekt i bankovní licenci. V současné době je totiž v praxi velmi časté, že banky mají i povolení poskytovat hlavní investiční služby. Jedním z hlavních pramenů regulace obchodníků s cennými papíry, zejména ve vztahu k poskytování investičních služeb, je

³³ Daná služba je definována jako „poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí“

³⁴ BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-440-7. s. 426

směrnice MiFID II, kde je tento institut nazýván „*Investiční podnik*“, a která je následně transponována především do ZPKT. Další prameny regulace obchodníků s cennými papíry jsou například nařízení CRR a směrnice CRD upravující obezřetnostní požadavky vztahující se na systémově nejvýznamnější obchodníky, popř. nařízení IFR a směrnice IFD upravující obezřetnostní požadavky pro ostatní, malé a nepropojené obchodníky s cennými papíry. Obchodníkem s cennými papíry se rozumí obchodní společnost s právní formou akciové společnosti či společnosti s ručením omezeným, jejíž hlavní podnikatelskou činností je právě poskytování investičních služeb. S tímto je poté mimo jiné úzce spojena i již probíraná podmínka, že obchodník s cennými papíry musí mít povolení k poskytování alespoň jedné z hlavních investičních služeb ve vztahu k alespoň jednomu z investičních nástrojů.³⁵ Obchodník s cennými papíry, a to ve smyslu bankovního i nebankovního, má jakožto jediný možnost získat od ČNB povolení k poskytování všech hlavních investičních služeb. Vedle hlavních a doplňkových investičních služeb však může obchodník s cennými papíry za splnění určitých podmínek stanovených v § 6a ZPKT vykonávat i další podnikatelskou činnost. Tato další podnikatelská činnost již nepodléhá povolovacímu řízení před ČNB, avšak obchodník s cennými papíry má ve vztahu k této činnosti vůči ČNB povinnost ohlašovací, respektive registrační.³⁶ Daná činnost nesmí být poskytována na úkor kvality poskytování hlavních investičních služeb, neboť v takovém případě by mohlo dojít například k porušení povinnosti obchodníka s cennými papíry poskytovat investiční služby s odbornou péčí ve smyslu § 15 ZPKT.

Oproti široké škále možných práv v rámci kapitálového trhu má obchodník s cennými papíry samozřejmě i celou řadu přísných regulatorních povinností plynoucích zejména z právní úpravy kapitálového trhu obsažené mj. v ZPKT, kdy splnění jednotlivých povinností zkoumá ČNB jak v rámci samotného

³⁵ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 93

³⁶ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 111

licenčního řízení, tak i v rámci dozorové činnosti.³⁷ Ve vztahu k poskytování investičních služeb lze mít za účelné na tomto místě zmínit například požadavky na počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry upravené zejména v § 8a ZPKT, kdy právě výše počátečního kapitálu je jedním z určujících parametrů, které hlavní investiční služby může obchodník s cennými papíry v konečném důsledku poskytovat. Aby obchodník s cennými papíry mohl úspěšně získat povolení k poskytování všech hlavních investičních služeb, jeho základní kapitál musí odpovídat nejméně hodnotě 730 tis. EUR, tj. zhruba 18 mil. CZK. Další povinnosti ve vztahu k poskytování investičních služeb upravené v ZPKT jsou například požadavky na jejich obezřetné poskytování, kdy jako hlavní povinnost obchodníka s cennými papíry je zřízení a následné řádné udržování systému správy a řízení, jenž musí být dostatečně upraven v rámci vnitřních předpisů obchodníka s cennými papíry. Dále jsou v ustanoveních § 15 – 15s ZPKT upraveny povinnosti ve vztahu k jednání se zákazníky, které se výrazně promítají i do samotného poskytování investičních služeb. Určitým výtahem povinností v oblasti jednání se zákazníky se bude zabývat komplexněji kapitola č. 2.4 této práce vyžadování informací od zákazníků, přičemž jednotlivé povinnosti budou dále analyzovány průřezově v rámci celé práce, neboť dané povinnosti hrají při poskytování investičních služeb významnou roli.

Mimo výše uvedené povinnosti v oblasti právní úpravy kapitálového trhu musí obchodník s cennými papíry samozřejmě dodržovat i celou řadu dalších povinností plynoucích z obecných právních předpisů, jako jsou například zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích a družstvech, ve znění pozdějších předpisů (dále jen jako „ZOK“), zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů či zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele, ve znění pozdějších předpisů. Tato práce však bude zaměřena pouze na povinnosti pramenící z úpravy kapitálového trhu, respektive poskytování investičních služeb. Analyzovány tedy budou zejména

³⁷ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 102.

ustanovení ZPKT, popř. MiFID II, a dalších předpisů upravující činnosti na kapitálovém trhu.

2.2.2 Investiční zprostředkovatel

Investiční zprostředkovatel je po obchodníkovi s cennými papíry dalším významným subjektem působícím na kapitálovém trhu. Oproti právní regulaci obchodníka s cennými papíry však úprava investičního zprostředkovatele nepochází přímo z MiFID II, nýbrž se jedná o pojem čistě tuzemského práva, a regulace MiFID II se na investičního zprostředkovatele užije jen v omezeném rozsahu. V případě investičního zprostředkovatele totiž jde o rozhodnutí českého zákonodárce ve smyslu výjimky podle čl. 3 MiFID II, kdy povolil poskytování vybraných investičních služeb ve vztahu k omezenému množství investičních nástrojů i osobě jiné než obchodníkovi s cennými papíry či zahraničnímu obchodníkovi s cennými papíry, tedy právě osobě investičního zprostředkovatele.³⁸

Úprava investičního zprostředkovatele se nachází především v ustanoveních § 29 až 31 ZPKT, podle kterých je investiční zprostředkovatel specifikován jako osoba, která je na základě povolení ČNB oprávněna poskytovat pouze hlavní investiční služby uvedené v § 4 odst. 2 písm. a) nebo e) ZPKT. Tyto investiční služby jsou dále omezené taxativním výčtem investičních nástrojů, ke kterým se mohou vztahovat, přičemž se jedná o:

- cenné papíry kolektivního investování vydávané fondy kolektivního investování nebo fondy kvalifikovaných investorů,
- dluhopisy vydané Českou republikou nebo dluhopisy, ke kterým byl vydán prospekt dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu,
- hypoteční zástavní listy.³⁹

³⁸ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 302

³⁹ Srov § 29 odst. 3 ZPKT

Vzhledem ke skutečnosti, že investiční zprostředkovatel sám nemůže provádět pokyny svých zákazníků, neboť ho regulace k takové činnosti neopravňuje, musí dané pokyny v rámci poskytování investičních služeb přijímání a předávání pokynů nebo investičního poradenství předávat jinému subjektu, který je následně provede či dále předá. I zde je činnost investičního zprostředkovatele značně omezena, neboť pokyny smí předávat výlučně jen subjektům uvedeným v § 29 odst. 4 ZPKT⁴⁰. Investiční zprostředkovatel dále nemůže v žádném případě v souvislosti s poskytováním investičních služeb oproti obchodníkům s cennými papíry přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje od zákazníků.⁴¹

Oproti výše zmíněným omezením jsou však na osobu investičního zprostředkovatele kladeny mnohem nižší regulatorní nároky, než je tomu u obchodníků s cennými papíry, kdy investičním zprostředkovatel může být například i fyzická osoba. V § 32 ZPKT jsou poté uvedeny odkazy na jednotlivá ustanovení upravující povinnosti obchodníků s cennými papíry, které se na investičního zprostředkovatele užití obdobně. Argumentem a contrario tak můžeme vyloučit aplikaci ostatních ustanovení vztahujících se na obchodníka s cennými papíry, které se tak na osobu investičního zprostředkovatele aplikovat nebudou.⁴²

2.2.3 Vázaný zástupce

Vázaný zástupce, jak již napovídá název tohoto institutu, poskytuje služby výhradně zastupující jiný subjekt. Jedná se tak o jistou formu obchodního zastoupení sui generis dle § 2483 a násl. OZ.⁴³ Zastoupeným však nemůže

⁴⁰ Těmito subjekty jsou dle daného ustanovení obchodník s cennými papíry, banka, investiční společnost, obhospodařovatel fondu kolektivního investování nebo srovnatelného zahraničního investičního fondu, který tento fond obhospodařuje na základě povolení České národní banky, nebo samosprávný fond kolektivního investování

⁴¹ Toto omezení se vztahuje i na malé a nepropojené obchodníky s cennými papíry ve smyslu čl. 12 IFR

⁴² Komise pro cenné papíry [online]. 2004. [cit. 2023-3-14] Metodika Investiční zprostředkovatel (IZ). Dostupné z https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_z_prostredkovatel_2004.pdf

⁴³ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 103.

být každý, přičemž v § 32a ZPKT je dán taxativní výčet osob, které vázaný zástupce může v rámci své činnosti zastupovat.⁴⁴

V témže ustanovení jsou dále vyjmenované služby, které může vázaný zástupce pro zastoupeného vykonávat, kdy mimo hlavních investičních služeb podle § 4 odst. 2 písm. a), e) a i) ZPKT, může vázaný zástupce pro zastoupeného též propagovat všechny jeho ostatní investiční služby. Ve všech případech však platí, že vázaný zástupce smí poskytovat či propagovat pouze ty služby, které je zastoupený oprávněný poskytovat sám svým vlastním jménem. Dále pak platí, že vázaný zástupce může vždy zastupovat pouze jednoho zastoupeného a pouze jeho služby tak v rámci své činnosti propagovat či poskytovat.

Přestože z velké části za činnosti vázaného zástupce v oblasti podnikání na kapitálovém trhu zodpovídá zastoupený, i osoba vázaného zástupce se zapisuje do seznamu ČNB, přičemž žádost o zápis do seznamu však opět podává výlučně zastoupený.⁴⁵

2.2.4 Volná živnost

Na úvod této pasáže práce je třeba uvést, že v případě volné živnosti se nejedná o subjekty působící na kapitálovém trhu v pravém slova smyslu, neboť neposkytují žádnou z hlavních investičních služeb. I přes tuto skutečnost je pro účely analýzy vybraných investičních služeb důležité zabývat se i touto formou podnikání. Obecným cílem této práce totiž v konečném důsledku je právě vymezení hranice, zda výkon určité činnosti spadá do režimu ZPKT a s ním spojenou povinností zisku licence pro poskytování jedné či více hlavních investičních služeb či nikoliv. Osoby, jež mají zapsaný výkon volné živnosti obor č. 60 „*Poradenská a konzultační*

⁴⁴ Těmito subjekty jsou dle daného ustanovení obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel, investiční společnost, která má povolení k výkonu některé z činností uvedených v § 11 odst. 1 písm. c) až f) zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, pro jiného a zahraniční osoba, která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím pobočky

⁴⁵ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 103.

činnost, zpracování odborných studií a posudků“,⁴⁶ samozřejmě nemohou poskytovat žádnou z hlavních investičních služeb, a tak nemohou být bez dalšího zapsané jako obchodník s cennými papíry nebo investiční zprostředkovatel. Mohou však poskytovat služby odpovídající doplňkovým investičním službám či jakékoliv další činnosti, které nebudou naplňovat parametry stanovené pro žádnou z hlavních investičních služeb. Právě ve vztahu ke zde uvedenému je důležité vymezit co nejpřesněji obsah jednotlivých hlavních investičních služeb, aby bylo možné určit, k jakým činnostem postačí volná živnost a kdy již bude za potřebí zisku příslušné licence od ČNB a dodržovat přísný režim stanovený předpisy upravující podnikání na kapitálovém trhu. Osoba poskytující své služby pouze na základě zmíněné volné živnosti se totiž z logiky věci požadavky plynoucími ze ZPKT či z jiných předpisů regulující oblast kapitálového trhu řídit nemusí a zpravidla také nebude.⁴⁷

2.3 Komu mohou být poskytovány hlavní investiční služby

Subjekty, kterým jsou jednotlivé investiční služby na kapitálovém trhu poskytovány, lze zjednodušeně řečeno označit za investory, kteří mají určitý přebytek kapitálu a mají zájem tento kapitál investovat dál a v ideálním případě tento svůj kapitál zhodnotit. V tomto ohledu platná právní úprava rozlišuje jednotlivé kategorie zákazníků, kterým mohou být služby poskytovány v závislosti především na jejich odbornosti. Z tohoto dělení se dále odvozuje rozsah povinností, které vůči nim musí poskytovatel investičních služeb plnit.

2.3.1 Profesionální zákazník a profesionální zákazník na žádost

V případě zařazení zákazníka jakožto profesionálního zákazníka či profesionálního zákazníka na žádost může v rámci poskytování investičních služeb jejich poskytovatel dopředu předpokládat, že takový zákazník má již určité odborné znalosti a zkušenosti, aby mohl sám činit patřičná investiční

⁴⁶ Blíže viz kapitola 2.1.2 této práce doplňkové investiční služby

⁴⁷ HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. Obchodněprávní revue, 2020, č. 2, s. 121-126, ISSN 1803-6554

rozhodnutí. Obchodník s cennými papíry či investiční zprostředkovatel tak vůči takovým zákazníkům nemusí uplatňovat veškerá pravidla zejména z kategorie vyžadování informací od zákazníků v závislosti na konkrétní investiční službě, která má být takovému zákazníkovi poskytnuta. Profesionální zákazníky lze obecně dělit na ty, kteří jsou za profesionální braní *per se*,⁴⁸ kdy se jedná především o finanční instituce jako jsou kupříkladu banky, investiční společnosti nebo jiní obchodníci s cennými papíry. Výčet těchto subjektů je uvedený v ustanovení § 2a odst. 1 ZPKT. V § 2b ZPKT je dále zakotven institut profesionálního zákazníka na žádost, kdy se na takového zákazníka bude hledět též jako na profesionálního, avšak za splnění určitých dalších předpokladů uvedených v tentýž ustanovení, nicméně hlavním rozdílem je právě ona žádost daného zákazníka, který od obchodníka s cennými papíry požaduje, aby na něj bylo hleděno jakožto na profesionálního zákazníka. Právní úprava tedy neuvádí přesný výčet takových zákazníků, avšak pouze pravidla, která musí být pro účely označení za profesionálního zákazníka splněna.⁴⁹

2.3.2 Způsobilá protistrana

S institutem způsobilé protistrany pracuje zákonná úprava v ustanovení § 2d ZPKT, přičemž se jedná o specifický druh profesionálních zákazníků *sui generis*, vůči kterým se při poskytování vyjmenovaných hlavních investičních služeb nad rámec ustanovení upravujícího profesionální zákazníky neuplatní další specifické povinnosti ve smyslu ZPKT. To, jaká jednotlivá ustanovení se vůči konkrétnímu zákazníkovi neuplatní, a tedy i fakt, zda konkrétního zákazníka lze považovat za způsobilou protistranu, bude určeno na základě skutečnosti, na jejichž základě byl daný zákazník zařazen jakožto profesionální zákazník. Jako příklad je možné uvést finanční instituce dle § 2a odst. 1 ZPKT, kdy takový zákazník bude jako způsobilá protistrana určen bez dalšího, tudíž při poskytování hlavních investičních služeb takovému zákazníkovi bude muset obchodník s cennými papíry

⁴⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 38.

⁴⁹ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 187.

dodržet relativně malé množství povinností dle ZPKT v kontrastu s retailovými zákazníky. Tento přístup lze označit za logický, neboť jedním z hlavních účelů regulace kapitálového trhu již od MiFID I je ochrana nezkušených a neprofesionálních investorů a jejich prostředků,⁵⁰ přičemž v případě poskytování investičních služeb jiné finanční instituci tato potřeba ochrany v zásadě odpadá, neboť takový zákazník zvýšenou ochranu nevyžaduje a taková by se jevila spíše jako nadbytečná či dokonce omezující.

2.3.3 Neprofesionální zákazníci

Neprofesionální zákazník je každý subjekt, kterému jsou poskytovány investiční služby a kterého zároveň nelze označit jako profesionálního zákazníka, profesionálního zákazníka na žádost či způsobilou protistranu dle příslušných ustanovení ZPKT. V praxi se tak bude jednat především o drobnější investory fyzické či právnické osoby, kteří nemají bez dalšího dostatečné znalosti či zkušenosti v oblasti investování či dostatečné finanční zázemí a schopnost nést případné ztráty. Jednou z povinností poskytovatele investičních služeb tak vůči takovému zákazníkovi bude získat dostatečné informace ve vztahu ke konkrétní investiční službě a vyhodnotit, zda takovou službu vůbec může danému zákazníkovi poskytnout a ve vztahu k jakým investičním nástrojům. Právě tato povinnosti poskytovatele investičních služeb bude podrobněji rozebrána v kapitole č. 2.4 této práce, nicméně na úvod lze obecně uvést, že vůči neprofesionálním zákazníkům se uplatní naprostá většina jednotlivých povinností upravených v ZPKT v sekci jednání se zákazníky. Pro úplnost je v této části vhodné zmínit také další možné dělení zákazníků, jenž se uplatňuje na kapitálovém trhu, a to dělení na kvalifikované a nekvalifikované investory ve smyslu zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů (dále jen jako „ZISIF“), kde navíc podstatnou roli hraje minimální zákazníkem investovaná částka do konkrétního investičního fondu.⁵¹

⁵⁰ MOLONEY, N., FERRAN, E., PAYNE, J. The Oxford Handbook of Financial Regulation. Oxford: Oxford University Press, 2015 ISBN 978-0-19-968720-6. s. 165

⁵¹ BERAN, J., CETLOVÁ, K., ČERNOHOUZ, J., DOLEŽALOVÁ, D., KRÁLÍK, A., LIBOSVÁR, O., MACHÁTOVÁ, M., MIKULA, O., PIHERA, V., PILKOVÁ, J., ŠOVAR, J. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: Komentář. Wolters Kluwer, 2015, ISBN 978-80-7478-783-6. s. 630

2.4 Vyžadování informací od zákazníka

Vyžadování informací od zákazníků pro účely poskytování investičních služeb je jednou z hlavních povinností, které jejich poskytovatel především vůči neprofesionálním zákazníkům musí pravidelně plnit. Rozsah informací, které poskytovatel investičních služeb od zákazníka musí získat je třeba vymežit v závislosti na konkrétní hlavní investiční službě, která má být zákazníkovi poskytnuta, přičemž v závislosti na rozsahu informací lze dělit na tzn. test přiměřenosti podle § 15i ZPKT a test vhodnosti podle § 15h ZPKT. V obou těchto případech využívají v praxi poskytovatelé investičních služeb pro sběr vyžadovaných informací typicky investiční dotazníky obsahující jednotlivé otázky, na které investor sám ideálně bez pomoci třetích odpovídá, z čehož poté poskytovatel investičních služeb stanoví tzv. investiční profil zákazníka.⁵²

2.4.1 Test vhodnosti

Test vhodnosti je ze dvou kategorií získávání informací od zákazníků co do počtu informací tou rozsáhlejší variantou a je třeba ho vyhotovit pro účely poskytování hlavních investičních služeb investičního poradenství ve smyslu § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT a obhospodařování portfolia zákazníka ve smyslu § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT. Tyto služby mají oproti ostatním hlavním investičním službám společné to, že obsahují tzn. poradenský prvek a zákazník se tak musí do jisté míry spolehnout na odbornost či rozhodování jejich poskytovatele.⁵³ Tato skutečnost je tak zajisté jedním z hlavních důvodů, proč je zákazníkovi poskytována větší ochrana, než je tomu v případě zbylých hlavních investičních služeb bez poradenského prvku. V rámci testu vhodnosti je třeba ve smyslu § 15h odst. 1 ZPKT od zákazníka získat dostatečné informace o jeho:

⁵² ESMA [online]. 2018 [cit. 2023-3-14] Obecné pokyny k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti. Dostupné z https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf

⁵³ HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7. s. 53

- odborných znalostech v oblasti investic,
- zkušenostech v oblasti investic,
- finančním zázemí, včetně schopnosti nést ztráty,
- investičních cílech, včetně tolerance k riziku.

Tyto jednotlivé kategorie informací o zákazníkovi musí následně poskytovatel investičních služeb řádně vyhodnotit ve vztahu vždy ke konkrétnímu zákazníkovi, na základě čehož mu poté bude moct poskytnout vyhovující investiční službu, jejímž předmětem bude odpovídající investiční nástroj. Pro úplnost je na tomto místě důležité zmínit, že dle rozhodovací praxe ČNB je třeba každou z výše uvedených kategorií vyhodnotit zvlášť, aby nemohlo dojít k situaci, že například velmi znalému a zkušenému zákazníkovi bude poskytnuta vysoce riziková služba, přestože daný zákazník má na základě jím poskytnutých informací nízkou toleranci k riziku, respektive rizika podstupovat nechce.⁵⁴ V případě, že má zákazník zájem o poskytování konkrétní investiční služby, která mu na základě vyhodnocení testu vhodnosti vyjde jako nevyhovující, musí ho na dané poskytovatel investičních služeb upozornit, a takovou investiční službu mu již nemůže poskytnout.⁵⁵

2.4.2 Test přiměřenosti

Test přiměřenosti je upraven v § 15i ZPKT a poskytovatel investičních služeb je povinen ho provést v případě všech ostatních hlavních investičních služeb bez poradenského prvku, přičemž představuje jakousi zjednodušenou variantu testu vhodnosti.⁵⁶ V rámci testu přiměřenosti musí poskytovatel investičních služeb vyhodnotit zákazníkovo odborné znalosti a zkušenosti v oblasti investic v takovém rozsahu, na jehož základě bude možné

⁵⁴ Česká národní banka [online]. 2020 [cit. 2023-3-14] Stanovisko K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2020-04%20>

⁵⁵ ESMA [online]. 2018 [cit. 2023-3-14] Obecné pokyny k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti. Dostupné z https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf

⁵⁶ Blíže viz kapitola 2.4.1 této práce test vhodnosti

objektivně vyhodnotit, zda poskytnutí investiční služby s daným investičním nástrojem odpovídá právě zákazníkovo znalostem a zkušenostem. Dalším podstatným odlišením od testu vhodnosti je, že pokud poskytovatel investičních služeb dojde na základě zákazníkem poskytnutých informací k závěru, že případná investiční služba není pro zákazníka přiměřená, musí na dané zákazníka řádně upozornit, nicméně pokud zákazník na poskytnutí dané investiční služby i přes upozornění trvá, poskytovatel investičních služeb mu danou službu může poskytnout.

2.4.3 Preference zákazníka týkající se udržitelnosti

Problematika udržitelnosti je v současné době rozsáhlým trendem, který je řešen napříč velmi širokým množstvím odvětví, kdy jedním z těchto odvětví je právě oblast regulace kapitálového trhu. Stěžejním předpisem, který na finanční trh zavádí pojem udržitelného investování a faktory udržitelnosti je Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (dále jen jako „SFDR“). Faktory udržitelnosti jsou v čl. 2 odst. 24 definovány jako sociální a zaměstnanecké otázky, dodržování lidských práv a otázky boje proti korupci a úplatkářství. Udržitelným investováním je poté velmi zjednodušeně řečeno takové investování, jenž zohledňuje alespoň nějaké faktory udržitelnosti a současně žádný z těchto cílů nepoškozuje. Dalším neméně důležitým právním předpisem vztahujícím se k udržitelnému investování je Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/852 ze dne 18. června 2020 o zřízení rámce pro usnadnění udržitelných investic a o změně nařízení (EU) 2019/2088 (dále jen jako „Nařízení o taxonomii“), upravující environmentálně udržitelné investice.

Pro účely vyžadování informací od zákazníka je kategorie udržitelnosti významná zejména z důvodu, že poskytovatelé investičních služeb mají povinnost v určitých případech od svého zákazníka či potenciálního zákazníka zjistit informace o jeho preferencích týkajících se udržitelnosti, a to jak ve smyslu SFDR, tak ve smyslu Nařízení o taxonomii. Tato povinnost nicméně nevyplývá přímo ze ZPKT, nýbrž z čl. 54 Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 (dále jen jako „Nařízení Komise“),

a dané informace by měly být zjišťovány při poskytování takových investičních služeb, kdy má jejich poskytovatel povinnost vyhotovit test vhodnosti. Nařízení Komise však pro preference zákazníka týkající se udržitelnosti stanoví poněkud zvláštní režim zohledňující zejména skutečnost, že ne všichni poskytovatelé investičních služeb působící na trhu takové investiční nástroje a služby zohledňující udržitelnost nabízí. Za předpokladu, že zákazník dle jím poskytnutých informací preferuje udržitelné investování, nicméně daný poskytovatel takové služby skutečně neposkytuje ani nenabízí, upozorní na takovou skutečnost zákazníka, a ten může ve smyslu čl. 54 odst. 9 Nařízení Komise tzv. změnit své preference, načež mu daná investiční služba může být nabídnuta a následně poskytnuta, a to i přes původní rozpor s jím poskytnutými informacemi. O takové změně preferencí zákazníka musí dle daného ustanovení poskytovatel investičních služeb vyhotovit záznam. Preference zákazníka ohledně udržitelnosti musí být dále reflektovány i v případě stanovení cílových trhů investičních nástrojů, nicméně touto problematikou se zejména z důvodu jejího rozsahu práce nadále zabývat nebude.

3 Zprostředkování obchodů s investičními nástroji

Přestože samotný pojem zprostředkování obchodů s investičními nástroji není přímo uveden v taxativním výčtu hlavních investičních služeb uvedeném v ustanovení § 4 odst. 2) ZPKT, je třeba dané číst v širším kontextu regulace kapitálového trhu. V tomto ohledu je klíčové ustanovení § 4 odst. 4 ZPKT, které stanoví právní fikci,⁵⁷ v jejímž smyslu je zprostředkování obchodů s investičními nástroji třeba považovat za poskytování hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů ve smyslu § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT. Vymezení samotného pojmu zprostředkování jakožto regulované činnosti najdeme v rámci platné právní úpravy přímo v definičním ustanovení § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT. Na základě výše uvedeného tak můžeme snadno dojít k závěru, že aby mohl kterýkoliv subjekt poskytovat službu materiálně naplňující znaky zprostředkování ve smyslu výše uvedeného ustanovení, musí získat licenci k poskytování hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT, přičemž na takový subjekt bude dopadat i další více či méně přísná regulace upravující působení poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu.

3.1 Historický vývoj

Pojem zprostředkování investičních služeb je v českém právu relativně ustáleným institutem, přičemž prvně se s ním setkáváme v rámci implementace směrnice MiFID I zákonem č. 230/2008 Sb., jenž tento institut zanáší do již diskutovaného ustanovení § 4 odst. 4 ZPKT. Po dlouhou dobu však neexistovala přesná legální definice daného pojmu. Jelikož výklad jeho znění je však pro regulatorní účely stěžejní, neboť, jak již uvedeno výše, v případě zprostředkování ve smyslu ZPKT se bude jednat o poskytování hlavní investiční služby, jež sebou nese rozsáhlé regulatorní nároky na jejího poskytovatele, byl daný pojem vykládán na základě ustáleného přístupu ČNB jakožto orgánu správního dozoru.⁵⁸ Za zprostředkování bylo ze strany ČNB považováno mimo jiné i zprostředkování smlouvy o budoucím poskytování

⁵⁷ HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. Obchodněprávní revue, Praha: C. H. Beck, 2020, č. 2, s. 121-126, ISSN 1803-6554

⁵⁸ tamtéž

investiční služby, přičemž samotná činnost zprostředkovatele se nemusela přímo vtaňovat k žádnému předem určenému investičnímu nástroji.

3.1.1 Rozhodovací praxe Soudního dvora Evropské unie

S tímto přístupem se však neztotožnil Soudní dvůr Evropské unie (dále jen „SDEU“), jenž se v rozsudku ze dne 14. 6. 2017, C-678/15, Mohammad Zadeh Khorassani proti Kathrin Pflanz zabýval mj. i výkladem pojmu zprostředkování obchodů s investičními nástroji. V tomto rozsudku odmítl SDEU extenzivní výklad směrnice MiFID I a za zprostředkování ve smyslu hlavní investiční služby označil pouze taková jednání, která by se od začátku vztahovala ke konkrétnímu investičnímu nástroji. Jelikož dotčená ustanovení jsou materiálně stejná i ve směrnici MiFID II, bude patrně rozhodnutí aplikovatelné i na danou směrnici.⁵⁹ Z tohoto rozsudku tak vyplývá poněkud benevolentnější přístup, než jakým se vydala ČNB v rámci své činnosti dozorujícího správního orgánu, kdy dle jejího výkladu pro účely naplnění znaků zprostředkování postačí, že se daná činnost bude vztahovat k investiční službě a konkrétní investiční nástroj tak specifikován být nemusí.

Ve světle výše uvedeného rozsudku tak vzniká relativně široká šedá zóna, v níž se nacházel celý seznam služeb, u kterých nemuselo být na první pohled jasné, zda pod pojem zprostředkování spadají, a je pro účely jejich poskytování třeba zisku povolení ČNB a podřízení se režimu ZPKT či nikoliv. Tuto nejistotu se český zákonodárce pokusil vyjasnit zákonem č. 119/2020 Sb., jenž do ZPKT přináší zcela nové ustanovení § 2 odst. 1 písm. y) obsahující zdánlivě podrobný výčet činností, jenž je pro účely daného zákona třeba považovat za zprostředkování obchodů s investičními nástroji. Zákonodárce předmětnou novelou staví mimo jiné najisto, že o zprostředkování obchodů s investičními nástroji půjde i v případě, kdy se činnost zprostředkovatele nebude bezprostředně vztahovat k žádnému konkrétnímu investičnímu nástroji a předmětem zprostředkování bude jen

⁵⁹ HOBZA, Martin. Zprostředkování uzavření smluv týkajících se investičních nástrojů ve světle rozsudku Khorassani. *Obchodněprávní revue*, Praha: C. H. Beck, 2019, č. 2, s. 36-41, ISSN 1803-6554

investiční služba.⁶⁰ Tímto se patrně zákonodárce do jisté míry vrací k prvotnímu výkladu daného pojmu ze strany ČNB a jedná se o regulaci nad rámec evropské právní úpravy.

3.2 Vymezení zprostředkování

Skutečnost, že v případě poskytování služeb zprostředkování půjde o poskytování hlavní investiční služby, lze mít dle textace zákona postavenou najisto, stejně tak se jeví jako nepochybná skutečnost, že v případě zprostředkování investiční služby není vyžadován přímý vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji. Dále je však třeba se zabírat otázkou, k jaké investiční službě musí činnost zprostředkování směřovat, aby samo mohlo být za hlavní investiční službu označeno, respektive zda zprostředkovanou službou musí být investiční služba hlavní nebo postačí i služba doplňková. Čistě na základě jazykového výkladu lze dojít k závěru, že se bude jednat o investiční služby v širším slova smyslu (tedy i doplňkové), neboť § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT hovoří o investičních službách obecně, a za ty je třeba podle § 4 odst. 1 ZPKT považovat jak hlavní, tak doplňkové investiční služby.⁶¹ Tento výklad se však může jevit jako neadekvátně přísný a mohl by vést až k absurdním závěrům, kdy by pro účely zprostředkování doplňkové investiční služby bylo třeba řídit se regulatorními požadavky dle ZPKT včetně absolvování licenčního řízení ústího v zisk předmětného povolení, avšak k samotnému poskytování doplňkových služeb by daná licence vyžadována (až na jednu výjimku) nebyla a na jejich poskytovatele by právní režim úpravy kapitálového trhu nedopadal. Kromě jazykového výkladu je tak třeba se zabývat i účelem dané regulace včetně jejího původu. Podpůrný argument tohoto tvrzení lze hledat i přímo na evropské úrovni, ze které česká právní úprava investičních služeb pochází.

S přihlédnutím ke skutečnosti, že český zákonodárce zvolil přísnější regulaci, než je ve světle evropské legislativy a rozhodovací praxe SDEU vyžadována,

⁶⁰ Srov. § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT

⁶¹ HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. Obchodněprávní revue, Praha: C. H. Beck, 2020, č. 2, s. 121-126, ISSN 1803-6554

je možné se při užití eurokonformního výkladu domnívat, že zprostředkování doplňkových investičních služeb by za hlavní investiční službu být považováno nemělo, neboť takto přísný výklad by ještě více prohloubil propast mezi českou legislativou a v tomto ohledu benevolentnějším evropským přístupem. Samotným účelem dané regulace je především ochrana retailových investorů, přičemž lze mít za to, že pokud zákonodárce nepovažoval poskytování doplňkových investičních služeb za natolik rizikové, aby pro účely jejich poskytování bylo vyžadováno dodržování speciálních povinností a postupů dle ZPKT, není zde ani důvod podřizovat danému režimu jejich pouhé zprostředkování.⁶² Na základě výše uvedeného lze shrnout, že zprostředkování doplňkové služby by za hlavní investiční službu ve smyslu zprostředkování obchodů s investičními nástroji být považováno nemělo.

3.2.1 Bližší rozbor české úpravy

Pokud tedy přijmeme výklad, že činnost zprostředkování se musí týkat pouze hlavních investičních služeb, je na místě se opět dále zabírat obecnými parametry společnými pro všechny hlavní investiční služby, tedy že dané musí být poskytovány podnikatelsky a v přímém vztahu k investičnímu nástroji. První podmínka je splněna v případě, že poskytovatel dané služby naplní při jejím poskytování podmínky stanovené § 420 OZ.⁶³ Na druhou podmínku je třeba s ohledem na znění § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT a v kontrastu výše popsaného evropského přístupu hledět poměrně ze široka v takovém slova smyslu, že vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji nemusí být v daném případě bezprostřední a postačí, že bude zprostředkována jiná investiční služba či bude zákazník pouze odkázán na jiný subjekt, který investiční služby poskytuje. Tato jiná hlavní investiční služba už se ale ze samotné logiky vymezení hlavních investičních služeb ke konkrétnímu investičnímu nástroji vztahovat bude. Je možné si dále

⁶² HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. Obchodněprávní revue, Praha: C. H. Beck, 2020, č. 2, s. 121-126, ISSN 1803-6554

⁶³ Dané ustanovení podnikatele definuje jako „Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“

představit hypotetickou situaci, kdy bude tzv. zprostředkováno zprostředkování, avšak na konci takového řetězce vždy musí být přímý vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji. Tato konstrukce je tak ve vztahu k poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu zjevně přísnější, než jak určil ve svém rozsudku SDEU, nicméně pokud se bude skutečně jednat o zprostředkování pouze hlavní investiční služby, jistá korelace s výkladem SDEU zde bude patrná, neboť takové v konečném výsledku povede ke konkrétnímu investičnímu nástroji, a taková konstrukce se patrně nedostane do rozporu s právem Evropské unie.

Za předpokladu, že zprostředkování v daném případě bude splňovat obecné požadavky pro hlavní investiční služby, je třeba přistoupit k bližší analýze jednotlivých bodů ve smyslu ustanovení § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT.⁶⁴

3.3 Rozbor problematických bodů § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT

Jak již uvedeno výše v této práci, společným znakem všech druhů zprostředkovatelské činnosti ve smyslu ZPKT je skutečnost, že se nemusí toliko vztahovat přímo ke konkrétnímu investičnímu nástroji a postačí, že zprostředkování může vést k budoucímu poskytnutí nějaké hlavní investiční služby. Při detailnějším rozboru jednotlivých druhů zprostředkovatelské činnosti se jako nejvíce problémové mohou jevit bod třetí, a to především na základě skutečnosti, že zákon neobsahuje přesnou definici pojmu „*přípravné práce*“ a „*doporučení*“, přičemž ze samotného textu zákona nemusí být na první pohled jasné, co všechno pod tyto pojmy přesně spadá. Další částečně

⁶⁴ Zprostředkování investičních služeb je ve smyslu § 2 odst. 2 písm. y) ZPKT vymezeno jako následující činnosti:

- 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.*

problematické ustanovení může představovat bod pátý, kdy opět nemusí být zřejmé, jaké intenzity musí zmiňovaná pomoc dosahovat, abychom ji mohli označit za poskytování hlavní investiční služby. Tyto dva body tak budou předmětem následující části této práce, jenž si klade za cíl jejich přesné vymezení.

3.3.1 Přípravné práce a doporučení

Vymezení přípravných prací a zejména pak pojmu doporučení může být stěžejní především z důvodu, aby nedocházelo k záměně s jinými investičními službami jako je hlavní investiční služba podle § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, investiční poradenství, popř. doplňková investiční služba podle § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT, investiční výzkum a analýza, jejichž obsahem je do jisté míry taky poskytnutí nějaké formy „doporučení“. Vzhledem ke skutečnosti, že ZPKT neuvádí žádnou přesnou definici, na základě které by bylo možné dané pojmy bez dalšího přesně vymežit, je zapotřebí pro účely jejich bližšího rozboru hledat i v rámci jiných sektorů finančního trhu.⁶⁵ Úpravu, která se materiálně podobá vymezení pojmu zprostředkování, respektive přímo pojmů „přípravné práce“ a „doporučení“, lze dohledat v oblasti regulace sektoru pojištění, konkrétně v § 2 odst. 1 písm. e) bod 3 zákona č. 170/2018 Sb., o distribuci pojištění a zajištění, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZoDP“). Důvodová zpráva k tomuto ustanovení uvádí mj. následující:

*„Součástí provádění přípravných prací je obvykle poskytování **doporučení** o pojištění. Ve smyslu regulovaných pojmů poskytování a zprostředkování pojištění přitom nejde o jakékoli doporučení, ale pouze takové, které je komunikováno konkrétnímu zákazníkovi (tj. sdělované na tzv. individuálním základě) ve vztahu k jeho možným pojistným potřebám. Jedná-li se o doporučení, které již souvisí přímo se sjednáním pojištění, jeho podstatnou změnou či záměrem již sjednané pojištění ukončit, podléhá takové doporučení*

⁶⁵ HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. Obchodněprávní revue, Praha: C. H. Beck, 2020, č. 2, s. 121-126, ISSN 1803-6554

specifickým pravidlům jednání (viz úprava tzv. doporučení zákazníkovi podle § 74 a rady zákazníkovi podle § 75).“⁶⁶

Pokud by se daná důvodová zpráva předmětného ustanovení ZoDP vykládala v kontextu ZPKT, bylo by patrně možné dojít k závěru, že za doporučení bude považována pouze taková činnost, která by již směřovala ke konkrétnímu zákazníkovi, u kterého by byla schopna vyvolat zájem o danou investiční službu nebo nástroj, kterou by zákazník mohl v budoucnu využít nebo v případě investičního nástroje koupit či upsat. Oproti investičnímu poradenství se však nemusí jednat o takovou radu, která je vůči zákazníkovi individualizovaná na základě informací, které poskytovatel dané služby od zákazníka v minulosti obdržel. Dále se v případě doporučení může, jak již zmíněno výše, jednat i o doporučení, respektive zprostředkování, investiční služby, nikoliv pouze o investičního nástroje, jako je tomu právě v případě investičního poradenství.

Pro vymezení hranice přípravných prací a doporučení lze dále danou činnost porovnat s tzv. „*tipařstvím*“. Pro účely vymezení tohoto pojmu může jako vodítko sloužit stanovisko ČNB „*K vymezení hranice mezi tipařstvím a zprostředkováním pojištění*“.⁶⁷ Přestože se dané stanovisko opět týká jednotlivých činností v oblasti regulace pojištění, je patrně možné dané závěry ČNB vztáhnout i na zprostředkování a tipařství v oblasti investování na kapitálovém trhu, neboť, jak již též uvedeno výše, jednotlivé úpravy pro obě oblasti jsou materiálně velmi podobné. ČNB v daném stanovisku uvádí zejména následující:

*„Činnost tzv. „tipaře“ bez registrace pojišťovacího zprostředkovatele nesmí přesáhnout hranici, kdy v obecné rovině **zjistí zájem osoby o případné uzavření pojistné smlouvy, resp. zájem o pojištění konkrétního pojistného nebezpečí, a tuto informaci společně s kontaktními údaji zájemce předá***

⁶⁶ Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona o distribuci pojištění a zajištění [online]. Zvláštní část, k § 2, písm. c) až f). Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2018, VIII. volební období, sněmovní tisk 48. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=133251>

⁶⁷ Česká národní banka [online]. 2011 [cit. 2023-3-14] K vymezení hranice mezi tipařstvím a zprostředkováním pojištění. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financiho-trhu/RS2011-05/>

pojišťovacímu zprostředkovateli anebo pojišťovně. (...) Výše uvedenou hranici překračují zejména aktivity, které nesměřují pouze k vyhledání („vytipování“) zájemce, ale také k jeho získání (resp. přesvědčení v podobě mentálního rozhodnutí či vážného zájmu o sjednání konkrétněji vymezeného produktu), a i to i v podobě doporučení určitého produktu.“⁶⁸

Z výše uvedeného vymezení „tipařství“ lze vyčíst druhý mantinel pojmů přípravné práce a doporučení, kdy pouhé zjištění zájmu potenciálního investora a předání jeho kontaktu poskytovateli investičních služeb jejich definici zřejmě nenaplní a o poskytování hlavní investiční služby, respektive zprostředkování, tak v daném případě nepůjde. Zjednodušeně řečeno tak lze odvodit, že institut přípravných prací a doporučení vyplňují určitou mezeru mezi „tipařstvím“ a poskytováním hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, investičním poradenstvím.⁶⁹

3.3.2 Pomoc při výkonu práv a plnění povinností

Další institut, kterým se bude tato práce zabývat, bude „pomoc při výkonu práv a plnění povinností při sjednávání obchodu s investičními nástroji nebo při poskytování investiční služby“,⁷⁰ jenž je taktéž považován za zprostředkování obchodů s investičními nástroji na základě ustanovení § 2 odst. 1 písm. y) bodu pátého ZPKT. Ač je přesné vymezení tohoto institutu pro regulatorní účely nepochybně podstatné, nemusí být na první pohled zcela jednoznačné, a v praxi tak může působit výkladové potíže. Stěžejné otázkou tak v tomto ohledu bude, jaké intenzity musí ona pomoc dosahovat, aby se jednalo o regulovanou činnost ve smyslu ZPKT.

Obdobně jako je tomu u doporučení, ani institut pomoci není v rámci právní úpravy kapitálového trhu blíže vymezen. Z textace daného ustanovení lze nicméně dovodit, že daná pomoc musí být vykonávána v přímé souvislosti se sjednáním obchodu s investičními nástroji či poskytováním investičních služeb. V rámci výkladu této části daného ustanovení si lze pomoci již

⁶⁸ tamtéž

⁶⁹ HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi. Praha: Leges, 2017, ISBN 978-80-7502-225-7. s. 69

⁷⁰ srov § 2 odst. 1 písm. y) bod 5

provedenou analýzou pojmu doporučení,⁷¹ neboť se v konečném důsledku stále jedná o obdobu zprostředkování a materiálně odlišný výklad by odporoval právní jistotě. Lze mít za to, že daná pomoc tak musí opět směřovat k provedení obchodu s konkrétním předem vymezeným investičním nástrojem či k poskytování investiční služby a musí být poskytována konkrétnímu zákazníkovi. O investiční službu ve smyslu zprostředkování se tak nebude jednat zejména v případě poskytování zcela obecných služeb, jež v konečném výsledku sice mohou vést ke sjednání obchodu s investičním nástrojem, avšak sami o sobě nemají na daný obchod bezprostřední vliv a bez přítomnosti dalších služeb či činností ke sjednání obchodu nevedou, poněvadž jejich vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji nebo službě je zanedbatelný. O pomoc jakožto regulovanou činnost nepůjde například v případě poskytovatele internetového připojení, kdy si díky poskytování jeho služeb určitá osoba zakoupí investiční nástroje prostřednictvím on-line platformy, popřípadě telefonní operátor, pokud zákazník dává pokyny obchodníkovi s cennými papíry prostřednictvím hovorů.

V rámci analýzy institutu pomoci ve smyslu zprostředkování obchodů s investičními nástroji bude dalším krokem opět přesun do jiného segmentu finančního trhu, respektive k distribuci pojištění a zajištění. ZoDP upravuje podobný institut pomoci při správě pojištění (zajištění) a při uplatňování práv z pojištění (zajištění). Podle odborné literatury pomoc ve smyslu ZoDP obsahuje zejména pomoc zákazníkovi s jeho podpůrnými požadavky směrem k pojistiteli, jako je například aktualizace údajů ve smlouvě či dalších údajů.⁷² Daná pomoc však může fungovat i obráceně, kdy zprostředkovatel naopak plní požadavky pojistitele směrem k zákazníkovi, kterému například zasílá upozornění.⁷³ Pomoc v tomto slova smyslu si lze poměrně jednoduše představit i na kapitálovém trhu ve vztahu mezi spotřebitelem jakožto investorem, investičním zprostředkovatelem jakožto osobou, která s investorem typicky prochází procesem uzavření komisionářské smlouvy, investičního dotazníku a vyplněním dalších dokumentů, a konečně

⁷¹ Blíže viz kapitola 3.3.1 této práce přípravné práce a doporučení

⁷² JEŽDÍK, Jan, BERAN, Jiří, PĚNČÍKOVÁ, Lenka. Zákon o distribuci pojištění a zajištění. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-884-9 s. 13

⁷³ tamtéž

obchodníkem s cennými papíry, se kterým je daná smlouva v konečném výsledku uzavřena. Činnost investičního zprostředkovatele ve výše uvedené modelové situaci bude bezesporu naplňovat prvky zprostředkování ve smyslu poskytování pomoci při sjednávání obchodů s investičními nástroji.

Obsahem pomoci ve smyslu zprostředkování je dále dle daného ustanovení ZPKT též pomoc při výkonu práv a plnění povinností. Obsahem této činnosti bude zejména plnění právních jednání za zákazníka, jež mohou směřovat například k výběru úroků z jím držných investičních nástrojů, informování zákazníka o jeho právech spojených s investičními nástroji plynoucích z jiných právních předpisů, kterými mohou být například účast na valné hromadě ve smyslu ZOK jakožto právo plynoucí z držení akcií či účast na schůzi vlastníků dluhopisů ve smyslu zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů. Přesný obsah dané služby bude vždy vymezen v rámci smluvního ujednání mezi investorem a zprostředkovatelem, nicméně pokud bude možné dovodit přímou souvislost mezi jím poskytovanou pomocí a obchodováním s investičními nástroji nebo poskytováním investičních služeb, lze mít důvodně za to, že se bude jednat o poskytování hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT ve smyslu zprostředkování.

3.4 Dílčí závěr

Cílem této kapitoly bylo přesně vymežit zprostředkování investičních služeb a jednotlivé pojmy spadající pod tuto činnost, neboť exaktní výklad je v tomto ohledu zásadní zejména z důvodu, že překročení pomyslné hranice regulované činnosti, aniž by daný subjekt měl patřičná oprávnění, může vyústit v hrubé porušení právních povinností. Na základě rozboru v rámci této kapitoly se však dozvídáme, že ona hranice může být mnohdy velmi nejasná a tenká.

Účelem této kapitoly tak bylo nejprve obecně přiblížit pojem zprostředkování obchodů s investičními nástroji, a proč je na něj třeba nahlížet jako na hlavní investiční službu podle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT. V tomto ohledu tak bylo i za analýzy historického vývoje chápání institutu zprostředkování, a to

pomocí srovnání českého přístupu a řekněme benevolentnějšího přístupu evropského, postaveno najisto, že za zprostředkování ve smyslu poskytování hlavní investiční služby půjde jak v případě, kdy se takové týká přímo dopředu určitého investičního nástroje, tak za situace, kdy předmětem zprostředkování bude obecnější investiční služba. Dále bylo postaveno najisto, že zejména za pomoci teleologického výkladu bude muset být zprostředkována investiční služba hlavní, neboť v opačném případě bychom se nutně dostali do nelogické situace, kdy pro účely poskytování doplňkových investičních služeb potřeba zisku speciálního povolení od ČNB není, avšak v případě jejich pouhého zprostředkování by tomu tak bylo.

Dále bylo cílem této kapitoly přesně vymezit konkrétní činnosti, které platná právní úprava za zprostředkování považuje, avšak neobsahuje jejich přesnou definici. V případě pojmu doporučení ve smyslu zprostředkování lze mít postaveno najisto, že na základě provedené analýzy zejména doktrinální praxe ČNB a dalších oblastí kapitálového trhu je nutné tento pojem vykládat takovým způsobem, že se musí týkat konkrétního investičního nástroje nebo investiční služby, musí cílit na konkrétní zákazníky, ve kterých může vzbudit zájem o danou sužbu nebo nástroj, avšak doporučení nebude individualizované a nebude analyzovat potřeby konkrétních zákazníků, jako je tomu v případě investičního poradenství. Pojem pomoc při výkonu práv a plnění povinností při sjednávání obchodu s investičními nástroji nebo při poskytování investiční služby je poté na základě provedené analýzy třeba vykládat tak, obdobně jako je tomu v případě doporučení, že ona pomoc musí směřovat přímo k uzavření obchodu s konkrétním investičním nástrojem nebo poskytnutí investiční služby a musí být poskytována ve prospěch exaktního zákazníka.

4 Investiční poradenství a jeho odlišení od investičního výzkumu a analýzy

4.1 Vymezení investičního poradenství jakožto hlavní investiční služby

Pod pojmem finanční poradenství si lze na první pohled představit velmi širokou škálu různých činností a profesí, a to ať regulovaných či nikoliv. V případě investičního poradenství v pravém slova smyslu, kterým se bude tato práce zabývat, je tento právní institut třeba vykládat jakožto hlavní investiční službu ve smyslu § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT. Musí tak být v první řadě splněny již rozebírané obecné podmínky společné pro všechny hlavní investiční služby, tedy že daná služba musí být poskytována podnikatelsky a musí se vztahovat ke konkrétnímu investičnímu nástroji.⁷⁴ Dále z této skutečnosti plyne i fakt, že investiční poradenství smí poskytovat pouze takový subjekt, který k této službě získá potřebné oprávnění od ČNB a řídí se regulatorními pravidly upravujícími podnikání na kapitálovém trhu, přičemž tímto subjektem může být mimo obchodníka s cennými papíry, popř. bankou, taktéž i investiční zprostředkovatel, neboť investiční poradenství týkající se investičních nástrojů je podle § 29 odst. 1 ZPKT jednou ze služeb, která může být poskytována právě i investičním zprostředkovatelem. V případě investičního zprostředkovatele se samozřejmě bude jednat o omezenou formu poradenství, a to zejména ve vztahu k taxativnímu výčtu investičních nástrojů uvedenému v § 29 odst. 3 ZPKT, ke kterým se může daná služba vztahovat.

Přesnou definici investiční poradenství najdeme v § 2 odst. 1 písm. f) ZPKT.⁷⁵ Bližší specifikaci poté obsahuje i čl. 9 Nařízení Komise, nicméně dané vymezení lze pro účely této práce považovat za materiálně totožné, jako je tomu v případě vymezení v ZPKT.

⁷⁴ Blíže viz kapitola 1.2 této práce investiční služby

⁷⁵ Investičním poradenstvím se dle daného ustanovení rozumí: „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.“

Daná služba obecně řečeno spočívá v tom, že její poskytovatel poskytuje individualizované rady svému zákazníkovi, které se týkají typicky pro zákazníka vhodných investičních příležitostí, jaký investiční nástroj koupit, upsat či prodat nebo jiné rady týkající se investičních nástrojů.⁷⁶ Tato služba je též v praxi často poskytována ve spojení s hlavní investiční službou podle § 4 odst. 2 písm. a) nebo b) ZPKT, kdy její poskytovatel nejprve svému zákazníkovi poradí, jak investovat, následně rovnou se zákazníkem danou investici provede či předá pokyn k investici dál typicky dalšímu obchodníkovi s cennými papíry, jenž daný pokyn provede.

Investiční poradenství je v návaznosti na výše uvedené jednou ze dvou hlavních investičních služeb (spolu s hlavní investiční službou podle § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT, obhospodařování majetku zákazníka), jenž obsahuje poradenský prvek ze strany jejich poskytovatele, na jehož odbornost se zákazník musí do jisté míry spolehnout.⁷⁷ V tomto ohledu se u dané služby projevuje již několikrát zmiňovaný důraz na ochranu zákazníka jakožto spotřebitele a slabší strany, z čehož mimo jiné pramení přísnější regulace zejména v oblasti vyžadování informací od takového zákazníka, vč. jeho průběžného informování ze strany poskytovatele dané služby.

4.2 Rozbor jednotlivých znaků investičního poradenství

V případě investičního poradenství v pravém slova smyslu, tedy za předpokladu, aby se mohlo jednat o hlavní investiční službu, musí být nad rámec obecných znaků samozřejmě naplněny i specifické znaky pro konkrétní službu podle ustanovení § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT a jejího bližšího vymezení podle již zmiňovaného § 2 odst. 1 písm. f) ZPKT. Investiční poradenství podle znění zákona musí obsahovat konkrétní doporučení, musí se vztahovat ke konkrétnímu nástroji, a především musí být individualizované. Všechny tyto body podrobně budou rozebrány dále.

⁷⁶ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 7.

⁷⁷ HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi. Praha: Leges, 2017, ISBN 978-80-7502-225-7. s. 53

4.2.1 Individualizace

Prvním předpokladem naplnění podmínky individualizace bude nejprve povinnost vyžádání dostatečného množství informací o zákazníkovi, kterému má být daná služba poskytnuta, a to provedením testu vhodnosti ve smyslu § 15h ZPKT.⁷⁸ Takto získané informace o zákazníkovo znalostech a zkušenostech, finančním zázemí, včetně schopnosti nést ztráty a investičních cílech a toleranci k riziku, by měly poskytovateli dané služby umožnit vyhodnotit, zda a v jakém rozsahu je poskytnutí konkrétního investičního doporučení pro zákazníka vhodné či nikoliv.⁷⁹ V momentě, kdy má poskytovatel veškeré potřebné informace o svém zákazníkovi, je možné z požadavku individualizace implicitně odvodit další předpoklad na straně poskytovatele, a to jeho odbornou znalost daného investičního nástroje, jenž doporučuje.⁸⁰ Bez této znalosti totiž nebude možné dostatečně určit, že jím poskytnutá rada vyhovuje preferencím jeho zákazníka. Tato povinnost dále plyne i přímo z vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb, ve znění pozdějších předpisů, upravující mj. povinnosti vztahující se ke stanovení cílového trhu investičního nástroje,⁸¹ nicméně tato rozsáhlá problematika nebude dále předmětem této práce.

4.2.2 Doporučení

Jednotlivým znakům pojmu doporučení se věnuje podstatná část kapitoly zprostředkování obchodů s investičními nástroji, nicméně jelikož se jedná nepochybně o jeden ze stěžejních znaků investičního poradenství, je vhodné na tomto místě uvést rozbor doporučení alespoň ve formě bodové shrnutí.

⁷⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 86.

⁷⁹ ESMA [online]. 2018. [cit. 2023-3-14] Obecné pokyny k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti. Dostupné z https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf

⁸⁰ tamtéž

⁸¹ Srov. § 11 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb

Aby se jednalo o doporučení ve smyslu investičního poradenství, musí být splněny zejména tyto tři znaky:⁸²

- doporučení je sdělováno konkrétnímu zákazníkovi či potenciálnímu zákazníkovi,
- doporučení má potenciál probudit v zákazníkovi zájem o určitou investici,
- musí se jednat o doporučení konkrétního investičního nástroje.

4.2.3 Konkrétní investiční nástroj

Třetí charakteristickým znakem investičního poradenství je vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji. Přestože daný znak je obecně považován za obecný znak všech hlavních investičních služeb, lze považovat za účelné ho na tomto místě zmínit zejména ve vztahu k názvu této kapitoly, tedy pro účely distinkce investičního poradenství a investičního výzkumu a analýzy nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji.⁸³

4.3 Specifické oblasti vyžadování informací od zákazníka a jeho informování

V rámci poskytování služby investičního poradenství je pro účely vyžadování informací od zákazníka nutným předpokladem provádění testu vhodnosti ve smyslu § 15h ZPKT, jenž je rozebráno ve stejnojmenné kapitole této práce, přičemž lze shrnout, že se jedná o přísnější možný režim vyžadování informací od zákazníka.⁸⁴ Obsahem této kapitoly bude s ohledem na výše uvedené spíše rozbor dalších informačních povinností poskytovatele investičního poradenství, konkrétně povinnosti poskytovat prohlášení o vhodnosti ve smyslu § 15e odst. 3 ZPKT, respektive čl. 54 Nařízení Komise, jakožto přímo použitelného právního předpisu. Předmluvní informační povinnosti poskytovatele investičních služeb ve smyslu §

⁸² Blíže viz kapitola 3.3.1 této práce přípravné práce a doporučení,

⁸³ HOBZA, Martin. Investiční služby v právní teorii a praxi. Praha: Leges, 2017. Teoretik. ISBN 978-80-7502-225-7, s. 82

⁸⁴ Blíže viz kapitola 2.4.1 této práce test vhodnosti

15d ZPKT a dále obecné informační povinnosti vyplývající ze spotřebitelského práva, zejména poté z § 1811 OZ předmětem této části nebudou, neboť daná informační povinnost nenese specifické znaky pro odlišení jednotlivých investičních služeb.

4.3.1 Prohlášení o vhodnosti

Prohlášení o vhodnosti ve smyslu ZPKT neboli zprávu o vhodnosti dle znění čl. 54 Nařízení komise musí poskytovatel investičního poradenství poskytnout svému zákazníkovi vždy před provedením každého obchodu navazujícího na poradenství. Daná zpráva je jakési shrnutí poskytovaného poradenství, které bylo zákazníkovi poskytnuto. Cílem zprávy o vhodnosti je vyhodnocení, jak poradenství vyhovuje jednotlivým preferencím, které zákazník poskytovateli sdělil v rámci testu vhodnosti, tedy jak daná služba odpovídá osobní situaci zákazníka a jak vyhovuje jeho cílům v oblasti investování.⁸⁵ V rámci zprávy o vhodnosti je dále třeba dle čl. 54 odst. 12 Nařízení Komise upozornit zákazníka, zda bude u doporučovaných služeb nebo nástrojů pravděpodobně potřebné, aby požadoval pravidelný přezkum souvisejících ujednání.⁸⁶ Vzhledem ke skutečnosti, že v praxi může být poněkud problematické přesně vyložit, co je vlastně obsahem oněch souvisejících ujednání, je vhodné se danému pojmu věnovat blíže. Pro lepší výklad může být nápomocné srovnání jednotlivých jazykových mutací daného Nařízení Komise, respektive samotného pojmu ujednání, které jsou například následující:

SK: pravidelné preskúmanie ich **mechanizmov**,

DE: bestimmungen regelmäßig überprüfen lässt (ustanovení/předpisy),

EN: seek a periodic review of their arrangements (uspořádání/dohoda),

ES: solicite un reexamen periódico de lo acordado entre ellos (dohoda).

⁸⁵ ESMA [online]. 2018. [cit. 2023-3-14] Obecné pokyny k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti. Dostupné z

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf

⁸⁶ Srov. čl. 54 odst. 12 Nařízení Komise

Lze tedy sledovat jistý nesoulad v jednotlivých jazykových verzích, kdy se namísto ujednání spíše hovoří o dohodě, mechanismech anebo o ujednání. Dalším vodítkem může v předmětné otázce být rozbor MiFID II Supervisory briefing od orgánu ESMA,⁸⁷ v němž se shrnují klíčová pravidla pro dohledové orgány vč. uvedení orientačních otázek, které mají tyto orgány klást při hodnocení toho, jak poskytovatel investičního poradenství přistupuje k aplikaci pravidel mj. dle Nařízení Komise, kde je právě problematické ustanovení uvedeno. Stanovený rozsah tohoto dokumentu zahrnuje i předmětný čl. 54 Nařízení Komise. Jedna z uvedených otázek se přímo ptá, zdali zpráva o vhodnosti upozorňuje klienta, že je pravděpodobné, že u doporučených investic bude v případě neprofesionálního klienta vyžadováno, aby takový klient vyžadoval pravidelnou kontrolu jeho investic. Tato otázka je koncipovaná stejně, jako předmětné ustanovení článku 54 odst. 12 v anglickém znění. Lze se domnívat, že je tímto reflektováno právě předmětné ustanovení a český překlad je tím pádem poněkud zavádějící, přičemž se dle mého nejedná a priori o přezkum ujednání ale spíše o přezkum přímo konkrétních investic, které investor na základě poskytnutého poradenství v minulosti učinil, případně konkrétních dokumentů vztahujících se na tyto investice (například emisní podmínky daného investičního nástroje). Tento výklad se jeví i jako přesněji reflektující účel poskytování zprávy o vhodnosti, jenž má investorovi poskytnout pravidelné informace o tom, zda poskytovatel investičního poradenství v rámci svých služeb nepřekračuje svá oprávnění takovým způsobem, který by byl, respektive mohl být, investorovi na škodu. Jedná se tedy o kontrolu poskytovatele ze strany samotného investora.

4.3.2 Titul pro poskytování investičního poradenství

Informační povinnosti v případě poskytování služby investičního poradenství obsahuje oproti ostatním investičním službám i jednu nikoliv nepodstatnou výjimku, kterou je situace v případě jednorázového poskytnutí dané služby

⁸⁷ ESMA [online]. 2018. [cit. 2023-3-14] MiFID II Supervisory briefing. Suitability.

Dostupné z

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1206_mifid_ii_supervisory_briefing_on_suitability.pdf

obvykle oproti poskytnutí jednorázové odměny. Obecně platí, že v případě, kdy je zákazníkovi poskytována jakákoliv investiční služba (hlavní či doplňková) je třeba podle čl. 58 Nařízení Komise uzavřít se zákazníkem písemnou smlouvu na papíře či jiném trvalém nosiči dat s uvedením základních práv a povinností poskytovatele a zákazníka.⁸⁸ Přesný smluvní typ sice uveden není, nicméně lze si představit standardní rámcovou smlouvu uzavíranou mezi obchodníkem s cennými papíry a investorem.⁸⁹ V případě poskytování investičního poradenství má dle čl. 54 odst. 12 Nařízení Komise poskytovatel investičních služeb tuto povinnost pouze za předpokladu, že provádí pravidelný přezkum vhodnosti jím poskytovaných služeb. Jednorázové investiční poradenství oproti tomu bude typickým příkladem služby, kdy k pravidelnému přezkumu vhodnosti docházet nebude, tudíž se na něj uplatní předemtná výjimka dle čl. 58 Nařízení Komise. Přestože se dané může jevit jako relativně nepraktické, jednorázové investiční poradenství tak bude možné zákazníkovi poskytnout i například na základě ústní dohody. Tímto samozřejmě nejsou dotčeny veškeré obecné informační povinnosti poskytovatele investičních služeb, které musí být zákazníkovi před uzavřením obchodu poskytnuty.⁹⁰

4.4 Investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení

Pro komplexní vymezení investičního výzkumu a analýzy jakožto doplňkové investiční služby ve smyslu § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT, a zejména poté její komparaci s investičním poradenstvím, je vhodné zaměřit se a rozebrat nejprve společný historický vývoj obou zmíněných služeb, a až poté se zabývat jednotlivými definičními znaky dané služby.

⁸⁸ Srov. čl. 58 Nařízení Komise

⁸⁹ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 229.

⁹⁰ Srov. např. § 15d ZPKT

4.4.1 Stručný historický vývoj a oddělení od investičního poradenství

Pojem investiční výzkum a analýza se v českém právním prostředí objevuje až po novele ZPKT zákonem č. 230/2008 Sb., který transponoval MiFID I. Tato změna však bez dalšího neznamena, že služba, jež je v současné době pod investiční výzkum a analýzu řazena, byla před touto novelou zcela neznámá a stojící mimo regulaci. Tehdejší úprava ZPKT totiž upravovala materiálně velmi široký institut jiné doplňkové investiční služby, která byla vymezena jako „*poradenská činnost týkající se investování do investičních nástrojů*“, ⁹¹ pod kterou bylo možné zařadit i činnosti, které v současné době chápeme právě jakožto investiční výzkum a analýzu. Toto vymezení však bylo nutně mnohem širší a pro účely zapracování evropských předpisů nevyhovující, neboť pod dané vymezení dříve spadala i v této práci již rozebíraná hlavní investiční služba podle § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, investiční poradenství týkající se investičních nástrojů. Dané služby tak bylo třeba od sebe odlišit. V rámci zmiňované novely vzniká předmětná distinkce na hlavní investiční službu investiční poradenství tak, jak ho známe nyní, a doplňkovou investiční službu, jež bude rozebrána níže v této kapitole. ⁹²

Po tomto rozdělení na dvě investiční služby (hlavní a doplňkovou) byla služba investiční výzkum a analýza stále definována poměrně široce, což mohlo působit určité problémy, zejména ve vztahu ke skutečnosti, že se jednalo pouze o doplňkovou investiční službu a její poskytování tak podléhalo velmi volnému režimu. ⁹³ Jak je z dřívější definice dané služby patrné, zahrnovala i poskytování určité formy investičního doporučení, jež je v současné době upraveno mj. v ustanovení § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT, upravujícím zprostředkování, popř. právě v § 2 odst. 1 písm. f) ZPKT, upravujícím investiční poradenství, kdy v obou případech se jedná o hlavní investiční služby.

⁹¹ Srov. § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT ve znění účinném do 30. 6. 2008

⁹² HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 71

⁹³ Služba byla definována jako „*poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji*“

Současné znění předmětné doplňkové služby investiční analýza a výzkum přináší až zákon č. 204/2017 Sb., jenž do ZPKT implementuje směrnici MiFID II, přičemž nové a stále aktuální znění je následující: „*investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji*“.⁹⁴ Přestože zde právní úprava nadále pracuje s pojmem doporučení, patrně se již nebude jednat o doporučení konkrétního nástroje konkrétnímu zákazníkovi, jelikož v takovém případě by se muselo jednat o jednu z hlavních investičních služeb (zejména v závislosti na individuálnosti daného doporučení).

4.4.2 Vymezení investičního výzkumu a analýzy nebo jiné formy obecných doporučení

Pro účely přesné definice dané doplňkové investiční služby je v první řadě na místě užití čistě jazykového výkladu předmětného ustanovení § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT, kdy z jeho znění „*investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení*“, lze dojít k závěru, že v případě investičního výzkumu a finanční analýzy se bude též jednat o určitou formu (obecného) doporučení.⁹⁵ Jelikož s pojmem doporučení pracují hned dvě hlavní investiční služby, je třeba od nich dané obecné doporučení odlišit. V první řadě půjde o zprostředkování, respektive hlavní investiční službu ve smyslu § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT ve spojení s § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT, která doporučení vymezuje jako nikoliv individualizované, avšak směřující ke konkrétnímu investičnímu nástroji či službě a též udělené konkrétnímu zákazníkovi.⁹⁶ Hlavní investiční služba podle § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, přidává podmínku individualizace doporučení, avšak doporučení jiné investiční služby bez přímé vazby na konkrétní nástroj pro účely investičního poradenství již stačit nebude.⁹⁷

⁹⁴ Srov. § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT

⁹⁵ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 94.

⁹⁶ Blíže viz kapitola 3.3.1 této práce přípravné práce a doporučení

⁹⁷ Blíže viz kapitola 4.1 této práce vymezení investičního poradenství jakožto hlavní investiční služby

Obecné doporučení, jež je obsahem probírané doplňkové investiční služby, představuje nejméně regulovanou variantu, neboť jakožto doplňková investiční služba může být poskytována v zásadě kýmkoliv pouze na základě příslušného živnostenského oprávnění. Z logiky věci by se tedy mělo jednat o nejméně ohrožující doporučení ve vztahu k investorům. Obecnému doporučení bude jistě bez větších pochybností chybět znak individuálnosti ve vztahu ke konkrétnímu investorovi. Obecné doporučení se dále nemusí vůbec týkat konkrétního investičního nástroje ani služby, neboť se jedná o doplňkovou investiční službu, pro kterou tento určující znak nutně neplatí. I tak by však měl být vztah k určitým investičním nástrojům odvoditelný alespoň zprostředkovaně, neboť přímo v definici dané služby je uvedeno, že se musí jednat o obecné doporučení týkající se obchodování s investičními nástroji. V případě obecného doporučení zde není ani požadavek adresnosti doporučení vůči konkrétnímu investorovi, tudíž daná služba může být určena veřejnosti.⁹⁸ Na základě výše uvedeného popisu se tak nabízí dvě alternativní varianty charakteristických znaků obecného doporučení, kdy zároveň nebudou naplněny všechny znaky žádné z hlavních investičních služeb:

- 1) Bude se jednat o obecné doporučení v podobě veřejného výzkumu, jenž bude adresované široké veřejnosti, popř. v rámci distribučních kanálů jejich poskytovatele,⁹⁹ přičemž v takovém případě může (avšak není to podmínkou) obsahovat i informace o konkrétních investičních nástrojích a službách. V tomto případě bude daný výzkum podléhat režimu čl. 36 a 37 Nařízení Komise.
- 2) Bude se jednat o obecné doporučení vztahující se ke konkrétnímu investorovi, přičemž v tomto případě danému investorovi již nemůže být doporučován konkrétní investiční nástroj nebo služba, neboť v opačném případě by se jednalo o zprostředkování, respektive poskytování hlavní

⁹⁸ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 71

⁹⁹ Srov. čl. 36 Nařízení Komise

investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT, přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů.

4.5 Dílčí závěr

Hlavním cílem této kapitoly bylo opět nalézt hranici mezi regulovanou činností a jejím z hlediska právní úpravy benevolentnějším protějškem, a to zejména s ohledem na nutnou míru povinností, které musí subjekty v případě, kdy poskytují hlavní investiční služby, řádně dodržovat.

Účelem této kapitoly tak bylo nejprve určit jednotlivé odlišující znaky investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, a dále rozebrat její odchylky od ostatních hlavních investičních služeb. Na základě analýzy platné právní úpravy a její komparací s historickým vývojem chápání dané služby bylo postaveno na jisto, že o investiční poradenství v pravém slova smyslu se bude jednat, pokud budou splněny následující podmínky:

- daná služba se vztahuje ke konkrétnímu investičnímu nástroji,
- doporučení v rámci poradenství je adresované konkrétnímu zákazníkovi,
- doporučení je individualizované pro konkrétního zákazníka tak, aby odpovídalo jeho specifickým potřebám a preferencím.

Ve vztahu k jednotlivým odlišnostem investičního poradenství oproti ostatním hlavním investičním službám lze na základě rozboru v dané kapitole například dojít k závěru, že zejména z důvodu, kdy daná služba obsahuje přímý poradenský prvek, je kladen větší důraz na informování investora o poskytnutých doporučení především prostřednictvím poskytování zprávy o vhodnosti.

Cílem druhé části této kapitoly bylo odlišit investiční poradenství od doplňkové investiční služby podle § 4 odst. 3 písm. d) ZPKT, investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji, neboť i tato služba operuje s určitým

doporučením poskytovaným investorům. Na základě analýzy v rámci dané kapitoly lze postavit na jisto, že jelikož se v případě předmětné doplňkové investiční služby bude jednat o nejméně zásadní druh doporučení, nemůže takové doporučení za žádných okolností reflektovat individuální zájmy konkrétního investora a bude buď poskytované zcela veřejně, popř. prostřednictvím distribučních kanálů poskytovatele, nebo za předpokladu jeho adresování specifickému zákazníkovi se takové nebude vztahovat k žádnému konkrétnímu investičnímu nástroji nebo službě. I z tohoto důvodu tak není stanovena povinnost poskytovatele pravidelně investora o jednotlivých doporučeních informovat prostřednictvím zprávy o vhodnosti, jako je tomu v případě investičního poradenství.

5 Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet

Tato kapitola se bude zabývat vymezením hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT, obchodováním s investičními nástroji na vlastní účet, a to především vymezením hranice, po jejímž překonání se o hlavní investiční službu jednat nebude, respektive bude možné danou činnost vykonávat bez patřičného povolení uděleného ČNB a mimo režim ZPKT. Pro účely daného vymezení bude podstatný též krátký historický exkurz, a to zejména se zaměřením na odlišení investičních služeb a činností, jež nejsou poskytovány v zájmu třetích osob.

5.1 Odlišení investičních služeb a investičních činností z pohledu historického vývoje

Znění § 4 ZPKT, jenž poskytuje taxativní výčet investičních služeb, ve své podobě účinné do dne 30. 6. 2008 mluvilo výlučně o službách, které navíc dle daného ustanovení musely být poskytovány třetím osobám. Toto vymezení investičních služeb změnila až nutná implementace směrnice MiFID I, a to konkrétně zákon č. 230/2008 Sb., jenž z daného ustanovení odebral požadavek poskytování předmětných služeb třetím osobám, a dále investiční služby rozšířil o tzn. investiční činnosti.¹⁰⁰

Rozdíl mezi investičními službami a činnostmi lze hledat hned několika možnými způsoby. Za užití čistě teleologického výkladu lze dojít k závěru, že předmětné odlišení služeb a činností je zákonodárcem využito z nějakého předem stanovaného důvodu, který je třeba následně dovodit. V případě služby tradičně mluvíme o určité činnosti vykonávané pro třetí osobu, zatímco u pojmu činnost tento znak patrně chybí.¹⁰¹ Například v té době

¹⁰⁰ Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. Zvláštní část, k bodům 8 až 18. Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2008, V. volební období, sněmovní tisk 420. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=25867&pdf=1>

¹⁰¹ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 62

účinný zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů, užívá pojmu finanční služby výlučně v kontextu smluv uzavíraných mezi finanční institucí a spotřebitelem.¹⁰² Stejnou terminologii poté přejímá i OZ v ustanovení § 1841 a násl.¹⁰³ Lze tak usuzovat, že účelem daného rozlišení bylo právě odebrání předmětného požadavku poskytování služby třetí osobě, což mj. potvrzuje i důvodová zpráva k předmětnému zákonu, která se právě k tomuto rozšíření hlásí.¹⁰⁴ Tato úvaha nutně vede i k dalšímu argumentu, a tedy právě odebrání výslovného požadavku z předmětného ustanovení pro poskytování investičních služeb třetí osobě. Jako poslední lze použít argument čistě systematický, a to zanesení zcela nového ustanovení § 4b ZPKT, jež obsahuje výjimky z povinnosti získat povolení pro poskytování hlavních investičních služeb, kdy se podstatná část daného ustanovení věnuje právě investiční službě obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, respektive situacím, kdy danou službu lze poskytovat bez povolení ČNB. Jednotlivé výjimky by se bez rozšíření § 4 ZPKT o investiční činnosti neposkytované v zájmu třetích osob totiž mohly jevit jako poněkud nadbytečné.

Určitý historický vývoj poté zaznamenalo i ustanovení § 4b obsahující výjimky z nutnosti získat povolení dle ZPKT. Původní znění daného ustanovení obsahovalo výjimku, kdy faktická činnost určitého subjektu naplňovala znaky obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, avšak daný subjekt neposkytoval jiné hlavní investiční služby.¹⁰⁵ V takovém případě daná osoba nepotřebovala povolení k takové činnosti podle ZPKT bez dalšího. Dané ustanovení však bylo změněno v reakci na vyžadovanou implementaci nové směrnice MiFID II, a to konkrétně zákonem č. 204/2017 Sb. Nové vymezení §4b je koncipováno přesně podle dané směrnice, přičemž se jedná o podstatné zúžení daných výjimek, jak mimo jiné uvádí

¹⁰² Srov. § 54a zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰³ Srov § 1841 OZ

¹⁰⁴ Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. Zvláštní část, k bodům 8 až 18. Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2008, V. volební období, sněmovní tisk 420. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=25867&pdf=1>

¹⁰⁵ Srov. § 4b ZPKT ve znění účinném do 2. 1. 2018

i zákonodárce v důvodové zprávě k danému zákonu.¹⁰⁶ Aktuálnímu znění § 4b ZPKT ve vztahu k investiční službě obchodování s investičními nástroji na vlastní účet se bude věnovat celá podkapitola č. 5.3 této práce nazvaná investování na vlastní účet bez nutnosti získat povolení ČNB.¹⁰⁷

5.2 Vymezení hlavní investiční služby investování na vlastní účet.

Stěžejním znakem této investiční služby je skutečnost, že transakce, které jsou v jejím rámci prováděny, jsou prováděny přímo na vlastní účet obchodníka s cennými papíry, který se tak sám stává jednou ze stran daného obchodu, nese veškerý ekonomický prospěch a ztrátu, sám podstupuje riziko dané transakce a výsledně se sám stává též vlastníkem daného investičního nástroje, popřípadě peněžních prostředků, jichž se transakce týkala.¹⁰⁸ Daná transakce je prováděna přímo z majetku obchodníka s cennými papíry, a nikoliv z prostředků a na účet jeho zákazníka, jako je tomu například v případě, kdy obchodník s cennými papíry přímo provádí pokyn svého zákazníka na základě uzavřené komisionářské smlouvy ve smyslu § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT. Není poté stěžejní, zda obchodník s cennými papíry investiční nástroje na svůj účet prodává, či je nakupuje od jiného subjektu působícího na kapitálovém trhu. Pro tuto investiční službu je klíčové rozdělení investičních služeb na služby a činnosti, neboť se jedná o typický příklad služby, která nemusí být prováděna v zájmu zákazníka ani jiné třetí osoby, a bude se jednat o tzn. investiční činnost, která před daným rozdělením nepodléhala finanční regulaci ve smyslu ZPKT. V literatuře se můžeme setkat se čtyřmi v praxi užívanými druhy, jakým obchodníci s cennými papíry

¹⁰⁶ Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. Zvláštní část, k bodům 8 až 18. Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2008, V. volební období, sněmovní tisk 420. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=25867&pdf=1>

¹⁰⁷ Blíže viz kapitola 5.3 této práce investování na vlastní účet bez nutnosti získat povolení ČNB

¹⁰⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 83.

předmětnou investiční službu poskytují, respektive jakým způsobem vykonávají onu investiční činnost.¹⁰⁹

5.2.1 Samovstup komisionáře

Běžným postupem, jakým pro své zákazníky obchodník s cennými papíry vykonává své služby, je uzavření komisionářské smlouvy ve smyslu § 2455 a násl. OZ,¹¹⁰ na jejímž základě se obchodník s cennými papíry zavazuje vlastním jménem na účet svého zákazníka vyvinout potřebnou činnost směřující k dosažení koupě nebo prodeje investičních nástrojů dle pokynů svého zákazníka.¹¹¹ Obchodník s cennými papíry tak v rámci plnění svých služeb vůči zákazníkovi sice může dočasně nabýt určitá práva k investičním nástrojům, které jsou předmětem dané služby, avšak ekonomickým vlastníkem bude vždy zákazník a obchodník má povinnost dané investiční nástroje následně převést i v právním slova smyslu na zákazníka, který dal obchodníkovi k takové činnosti pokyn.

Za určitých podmínek, zejména pokud takový postup umožňuje komisionářská smlouva uzavřená se zákazníkem, může však obchodník s cennými papíry provést zákazníkům pokyn takovým způsobem, že se sám stane třetí stranou daného obchodu, tedy že investiční nástroj od zákazníka sám koupí, či mu předmětný investiční nástroj, jehož je v dané době vlastníkem, sám prodá.¹¹² Případný prospěch či ztrátu z této transakce nese sám obchodník. V tomto případě tak obchodník s cennými papíry bude

¹⁰⁹ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci.

Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6. s. 83.,

HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 70,

HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi.

Praha: Leges, 2017, ISBN 978-80-7502-225-7. s. 61

¹¹⁰ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci.

Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6. s. 238.,

Srov. § 2455 a násl. OZ

¹¹¹ HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník VI. Závazkové právo. Zvláštní část (§ 2055–3014). 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, ISBN 978-80-7400-287-8. s. 835

¹¹² HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 68,

vykonávat hlavní investiční službu obchodování na vlastní účet ve prospěch svého zákazníka.

5.2.2 Činnost tvůrce trhu (market makera)

Osoba tvůrce trhu je definována přímo v ustanovení § 2 odst. 6 ZPKT.¹¹³ Stěžejním definičním znakem tvůrce trhu je pravidelnost výkonu jeho činnosti a dále skutečnost, že jím nabízené investiční nástroje, popř. jím uveřejňované nabídky ke koupi investičních nástrojů, jsou obchodovány za jím dopředu stanovené ceny a na jeho vlastní účet za užití vlastního majetku. Tvůrce trhu může ve smyslu daného ustanovení působit jak na relativně neregulovaném OTC trhu, tak v rámci standardní regulované burzy či v rámci mnohostranného obchodního systému.¹¹⁴

Jak již vyplývá z výše uvedeného popisu činnosti tvůrce trh, veškeré obchody s investičními nástroji jsou tvůrcem trhu prováděny na jeho vlastní účet, čímž bezesporu naplňuje definiční znaky hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT, obchodování s investičními nástroji na vlastní účet. Skutečnost, že daná osoba naplňuje definiční znaky tvůrce trhu, bude hrát dále roli ve vztahu k vymezeným výjimkám podle § 4b ZPKT.¹¹⁵

5.2.3 Systematická internalizace

Popisu činnosti systematického internalizátora se věnuje celé ustanovení § 17a ZPKT, kdy taková osoba je definována jako obchodník s cennými papíry, který sám obchoduje na vlastní účet se svými zákazníky, přičemž takovou činnost provádí ve významném objemu, organizovaně a často.¹¹⁶ Jednotlivé limity této činnosti jsou poté uvedeny v čl. 12 až 17 Nařízení

¹¹³ Tvůrce trhu je v daném ustanovení definován jako osoba, která 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.

¹¹⁴ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 68,

¹¹⁵ Blíže viz kapitola této práce Investování na vlastní účet bez nutnosti získat povolení ČNB

¹¹⁶ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 258.

Komise.¹¹⁷ Obchodník s cennými papíry tuto činnost zároveň provádí mimo jakýkoliv obchodní systém. Jedná se tak o značně užší a regulovanější vymezení, než jako je tomu v případě tvůrce trhu. Danou činnost je třeba odlišit zejména od provozování mnohostranného obchodního systému ve smyslu hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. f) ZPKT, neboť taková služba spočívá zejména v provozování tržní platformy a zajištění přijímání investičních nástrojů k jejich obchodování třetími stranami. Stejně tak v daném případě nejde ani o systematické párování pokynů zákazníků,¹¹⁸ neboť v takovém případě se bude nejspíše jednat o poskytování hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT, provádění pokynů na účet zákazníka. Obchodník s cennými papíry, který vykonává činnost systematického internalizátora má podle § 17b ZPKT povinnost tuto skutečnost oznámit bez zbytečného odkladu ČNB.¹¹⁹

Jak uvedeno výše, systematický internalizátor neprovozuje mnohostranný obchodní systém ani systematicky nepáruje pokyny svých zákazníků, neboť veškeré obchody provádí se svými zákazníky sám na jeho vlastní účet, a na žádném obchodním systému též nepůsobí. Z tohoto důvodu výkon této činnosti jistě naplňuje definiční znaky hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT, obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.

5.2.4 Investování v rámci správy vlastního majetku

Investování do investičních nástrojů v rámci správy vlastního majetku je pravděpodobně nejvíce problematická oblast pro účely posouzení, zda se bude jednat o poskytování investiční služby či nikoliv. Ještě před účinností zákona č. 230/2008 Sb., jenž rozšířil výčet investičních služeb o tzv. činnosti, se k dané problematice vyjadřovala i komise pro cenné papíry, jež tehdy zastupovala roli dozorujícího orgánu nad kapitálovým trhem, přičemž v roce 2006 tato činnost připadla ČNB, která onen dozor vykonává až doposud.

¹¹⁷ Srov čl. 12 a 17 Nařízení Komise

¹¹⁸ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 258.

¹¹⁹ Srov § 17b ZPKT

Komise v jednom ze svých stanovisek uvedla, že v případě investování na vlastní účet se bude o hlavní investiční službu jednat pouze za předpokladu, kdy je vyvolán dojem, že jiné osoby mohou tuto službu využívat ke svému vlastnímu prospěchu. Komise pro cenné papíry dále uvedla, že tuto službu je třeba mj. od běžné správy vlastního majetku.¹²⁰ Lze se tedy domnívat, že minimálně před účinností zmiňované novely by investování v rámci správy vlastního majetku za investiční službu považováno nebylo, a to ať by bylo prováděno kýmkoliv, respektive i v případě obchodníka s cennými papíry, přestože by byly naplněny obecné znaky hlavní investiční služby.

Toto vnímání však nutně mění ona zmiňovaná novela, jež zavádí institut investičních činností, kterému se tato práce též v obecné rovině věnovala.¹²¹ Tato činnost tak již nemusí nutně směřovat k uspokojení potřeb třetích osob, nýbrž může být obchodníkem s cennými papíry vykonávána zcela v jeho vlastním zájmu. Nesmíme však zapomenout na skutečnost, že i v tomto případě musí být splněny obecné znaky investičních služeb, které se bez dalšího budou vztahovat i na investiční činnosti, tedy zejména že daná služba musí být poskytována podnikatelsky. O investiční službu se tedy nebude jednat například v případě jednorázového úpisu dluhopisů emitenta, jelikož daná činnost není provozována soustavně ve smyslu § 420 OZ.¹²² Nelze však bez dalšího dojít k závěru, že soustavné investování je činnost svěřena výlučně obchodníkům s cennými papíry, a žádná právnická či dokonce fyzická osoba si nemůže v rámci svého podnikání vydělávat investováním, aniž by neposkytovala hlavní investiční službu bez povolení ČNB. Z tohoto důvodu zákonodárce vložil předmětnou novelou do ZPKT též § 4b, který obsahuje výjimky z povinnosti získat povolení k poskytování hlavních investičních služeb, kdy nepodstatná část daného ustanovení se věnuje právě

¹²⁰ Komise pro cenné papíry, [online]. 2004. [cit. 2015-11-25] K pojmu investiční služby obchodování s investičními instrumenty na vlastní účet (§ 4 odst. 2 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu) Příloha Schéma algoritmu neoprávněného výkonu investiční služby obchodování s investičními nástroji na vlastní účet. Dostupné z https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file241.pdf

¹²¹ Blíže viz kapitola této práce Odlišení investičních služeb a investičních činností z pohledu historického vývoje

¹²² PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír a kol. Občanský zákoník. 2. vydání Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-747-7. s. 437, Srov. § 420 OZ

diskutované službě obchodování s investičními nástroji na vlastní účet. Uplatnění daných výjimek si lze v praxi nejlépe představit právě v případě investování v rámci správy vlastního majetku.

5.3 Investování na vlastní účet bez nutnosti získat povolení ČNB

Jak již uvedeno výše v této kapitole, implementací směrnice MiFID II zákonem č. 204/2017 Sb. dochází k významnému zúžení možných výjimek vyjmenovaných v daném ustanovení, které v současné podobě kopírují jejich pořadí vyjmenované právě v MiFID II.¹²³ V této práci tak bude detailněji probíraný vybrané výjimky pouze z platné a účinné právní úpravy, a to zejména jejímu vztahu k poskytování hlavní investiční služby obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.

5.3.1 Příležitostné poskytování hlavní investiční služby

Tuto výjimku přináší implementace MiFID II a je blíže rozebrána v § 4b odst. 1 písm. c) ZPKT a následně v čl. 4 Nařízení Komise. Přestože se výlučně nevztahuje pouze pro případy obchodování na vlastní účet, daná výjimka je z regulatorního pohledu zajímavá. Pro účely této práce se tak jedná jistě o drobnou odbočku, nicméně lze mít za vhodné a účelné danou výjimku na tomto místě alespoň v obecných rysech rozebrat.¹²⁴ Skutečnost, zda se jedná o příležitostné poskytování dané investiční služby poté podrobněji rozebírá ono zmiňované ustanovení čl. 4 Nařízení Komise. Jedná se tedy o takové poskytování investiční služby, která je pouze vedlejší k hlavní činnosti jejího poskytovatele, taková služba nemá pro jejího poskytovatele zajistit systematický zdroj příjmů a zároveň se její poskytovatel veřejně neprezentuje

¹²³ Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. Zvláštní část, k bodu 42. Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2017, VII. volební období, sněmovní tisk 869. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=127453>

¹²⁴ Výjimku zákonodárce v § 4b odst. 1 písm. c) ZPKT vymezil tak, že povolení k poskytování hlavní investiční služby nepotřebuje ten, kdo danou službu vykonává příležitostně, a to v souvislosti s výkonem jiné profesní nebo podnikatelské činnosti, pokud existuje jiný právní předpis nebo etický kodex upravující tyto činnosti a tento předpis poskytování takové hlavní investiční služby nezakazuje.

jakožto poskytovatel hlavních investičních služeb s výjimkou případů, kdy je jasně řečeno, že daná služba je poskytována jako vedlejší.¹²⁵

Na základě výše uvedeného vymezení dané výjimky ve smyslu § 4b odst. 1 písm. c) ZPKT se nabízí otázka, že pokud se skutečně jedná o příležitostné poskytování, které nemá zajistit systematický příjem pro jeho poskytovatele, zda vůbec můžeme takovou službu označit jako hlavní investiční službu. Zodpovězení této otázky může být důležité, neboť ustanovení § 4b ZPKT je koncipováno tak, že stanoví výjimky z povinnosti získat příslušné povolení ČNB, pokud činnost subjektu naplňuje znaky hlavních investičních služeb.¹²⁶ Pokud by však u dané investiční služby nebyl naplněn obecný znak podnikání, o investiční službu se vůbec nebude jednat a taková výjimka by se mohla jevit jako bezpředmětná.

Účinná právní úprava užívá pojmu příležitostně, který může evokovat konflikt s vymezením podnikání ve smyslu § 420 OZ, jenž mluví o požadavku soustavné činnosti a činnosti jednorázové či nahodilé tak za podnikání v pravém slova smyslu povětšinou nepovažuje.¹²⁷ V tomto ohledu je však třeba se zaměřit spíše než na pojmenování dané výjimky, na její materiální obsah, pro který by se mohl zdát jako více vyhovující pojem například „vedlejší“, neboť daná činnost může být soustavná, bude však pouze doplňovat činnost hlavní regulovanou jiným právním předpisem. K danému závěru můžeme dojít i při zkoumání jiných jazykových mutací, kdy se lze setkat jak s pojmem příležitostný, tak právě pojmem popisující spíše vedlejší činnost.

¹²⁵ Srov. čl. 4 Nařízení Komise

¹²⁶ HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9, s. 90

¹²⁷ PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír a kol. Občanský zákoník. 2. vydání Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-747-7. s. 437, Srov. § 420 OZ

Jednotlivé vybrané jazykové mutace čl. 4 Nařízení Komise jsou následující:

SK: Poskytnutie investičnej služby príležitostným spôsobom,

DE: Gelegentliche Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (příležitostné poskytování investičních služeb),

EN: Provision of investment service in an incidental manner (vedlejší poskytování investičních služeb),

ES: Prestación de un servicio de inversión de forma accesoria (vedlejší poskytování investičních služeb).

Anglická a španělská verze se tak pro danou výjimku jeví jako více vystihující či chceme-li přesnější, neboť obě lépe zachycují skutečný obsah dané výjimky a bez dalšího se nedostávají do potenciálního konfliktu s vymezením podnikání dle OZ. Skutečnost, že se nesmí jednat o systematický zdroj příjmů též naplnění podmínky podnikání bez dalšího nejspíše vylučovat nebude, neboť samotný fakt, že poskytovatel dané služby nespolehá na příjem za oddělené poskytování hlavní investiční služby nemusí nutně znamenat, že daný příjem není součástí úplaty za poskytování jeho hlavní činnosti, jehož je daná investiční služba součástí.

Na základě výše uvedeného výkladu tak lze dojít k závěru, že i v případě příležitostného poskytování hlavní investiční služby ve smyslu §4b odst. 1 písm. c) ZPKT a čl. 4 Nařízení Komise, se bude jednat o hlavní investiční službu, a daná výjimka tak po materiální stránce svůj význam a místo v právním řádu má.

5.3.2 Výjimky vztahující se ke službě obchodování na vlastní účet

Na úvod této části je třeba doplnit, že v nejčastějším případě, kdy jakákoliv osoba obchoduje s investičními nástroji na vlastní účet, nebude třeba zkoumat, zda na takovou osobu dopadají předmětné výjimky ve smyslu § 4b ZPKT, neboť z důvodu absence obecného znaku investičních služeb se vůbec nebude jednat o investiční službu, jelikož obchodování nebude činěno v rámci podnikání dané osoby. Pro účely další části této práce však

předpokládejme, že se skutečně bude jednat o poskytování hlavní investiční služby, respektive výkon investiční činnosti obchodování na vlastní účet.

Výjimky z povinnosti získat předmětné povolení k poskytování hlavní investiční služby obchodování s investičními nástroji na vlastní účet lze rozdělit do dvou hlavní skupin v závislosti na tom, s jakými investičními nástroji daný subjekt obchoduje. První daná výjimka je uvedena v odst. 1 pod písm. d) daného ustanovení ZPKT a vztahuje se na obchodování se všemi investičními nástroji kromě emisních povolenek a komoditních derivátů.¹²⁸ Taková osoba může obchody s investičními nástroji ve smyslu hlavní investiční služby provádět za předpokladu, že neposkytuje jinou hlavní investiční službu ve vztahu k danými investičním nástrojům. Tato výjimka se však nevztahuje na již probírané tvůrce trhu vč. systematických internalizátorů, a dále na subjekty, jež jsou účastníkem regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému, popř. subjekty, jenž mají k obchodnímu systému elektronický přístup.¹²⁹ Daná výjimka se dále nebude vztahovat na subjekty provádějící algoritmičké obchodování s vysokou frekvencí a subjekty, které obchodují na vlastní účet při provádění pokynů zákazníků, tedy kdy se jedná o investiční službu poskytované třetí osobě, a nikoliv činnost v rámci správy vlastního majetku. Tato výjimka se tak uplatní především na všechny neregulované subjekty obchodující na vlastní účet, neboť z logiky věci nemohou mít povolení k poskytování jiných hlavních investičních služeb. Oproti tomu obchodník s cennými papíry, jehož definičním znakem je právě poskytování hlavních investičních služeb, pod tuto výjimku standardě spadat nebude, a za předpokladu, že chce pravidelně obchodovat na vlastní účet v rámci správy vlastního majetku, bude k dané činnosti muset získat dodatečné povolení ČNB k výkonu hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT.

Druhá výjimka je uvedena v § 4b odst. 1 písm. j) ZPKT a vztahuje se na takové subjekty, jež obchodují se zbytkovou kategorií investičních nástrojů,

¹²⁸ Srov § 4b odst. 1 písm. d) ZPKT

¹²⁹ Blíže viz kapitoly této práce činnost tvůrce trhu (market makera) a systematická internalizace

respektive s emisními povolenkami a komoditními deriváty. Tato výjimka je vymezena poněkud benevolentnějším způsobem, patrně z důvodu i dalšího ekonomického významu daných investičních nástrojů, jenž může v mnohých oblastech přesahovat potřebu finanční regulace. Tato výjimka se oproti předešlé vztahuje i na případy, kdy se jedná o tzv. tvůrce trhu, pokud tím poskytovatel dané služby neprovádí pokyny svých zákazníků.¹³⁰ Stěžejním rozdílem oproti předchozí výjimce je však skutečnost, že se tato může vztahovat i na poskytovatele jiných hlavních investičních služeb, pokud se týkají komoditních derivátů nebo emisních povolenek a jejich derivátů. V tomto případě musí být dále splněny kumulativní podmínky, kdy se musí jednat o doplňkovou činnost ve vztahu k činnosti hlavní, daná osoba neprovádí algoritmické obchodování s vysokou frekvencí a daný subjekt na každoroční bázi oznamuje ČNB, že užívá dané výjimky a předkládá důvody, proč dle jeho názoru parametry dané výjimky jeho činnost naplňuje.¹³¹

5.4 Dílčí závěr

Cílem této kapitoly bylo v první řadě vymezení nutného rozsahu poskytování investičních služeb ve vztahu k třetím osobám. V rámci dané kapitoly bylo zejména za pomoci komparace platné právní úpravy s úpravou historickou postaveno najisto, že přestože daná služba, respektive činnost, není vykonávána výlučně v zájmu třetích osob, může se dle platné právní úpravy jednat o regulovanou činnost, tedy o poskytování investičních služeb v širším slova smyslu. Jako typickou investiční činnost si lze představit právě hlavní investiční službu obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.

Účelem dané kapitoly bylo dále vymezení definičních znaků hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT, obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, a to zejména s ohledem na nalezení hranice, kdy se již o regulovanou činnost jednat nebude. Po analýze, jež byla obsahem této kapitoly, lze postavit najisto, že stěžejním znakem investiční služby obchodování na vlastní účet je skutečnost, kdy osoba, která tuto činnost

¹³⁰ Srov § 4b odst. 1 písm. j) ZPKT

¹³¹ tamtéž

vykonává, se stává sama stranou předmětné transakce a následně nese veškerá spojená rizika a případný zisk či ztrátu. V rámci rozboru zejména odborné literatury byly jako hlavní činnosti, jež naplňují znaky této hlavní investiční služby, označeny samovstup komisionáře, činnost tvůrce trhu, systematická internalizace a obchodování s investičními nástroji v rámci správy vlastního majetku.

S ohledem na cíl dané kapitoly, tedy určení hranice mezi regulovanou a neregulovanou činností v případě obchodování na vlastní účet, byla blíže analyzována činnost obchodování na vlastní účet v rámci správy vlastního majetku. Za tímto účelem bylo detailně rozebráno ustanovení § 4b ZPKT, stanovící výjimky z povinnosti získat patřičné povolení ČNB, pakliže činnost daného subjektu naplňuje definiční znaky některé z hlavních investičních služeb. Na základě rozboru daného ustanovení lze předjímat dvě modelové situace, s nimiž se bude možné v praxi se setkat:

1) Obchodník s cennými papíry poskytující hlavní investiční služby ve vztahu ke všem investičním nástrojům též pravidelně obchoduje s investičními nástroji na vlastní účet za účelem rozšíření vlastního majetku. Jelikož obchodník poskytuje další hlavní investiční služby, nebude se tak na něj vztahovat výjimka ve smyslu ustanovení § 4b odst. 1 písm. d) ZPKT. Takový obchodník s cennými papíry bude mít pro účely obchodování s investičními na vlastní účet povinnost získat patřičné povolení od ČNB k poskytování hlavní investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT.

2) Subjekt, jež neposkytuje žádné hlavní investiční služby, pravidelně obchoduje na burze za účelem rozšíření vlastního majetku. Přestože taková činnost materiálně naplňuje znaky hlavní investiční služby ve smyslu ustanovení § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT, nebude takový subjekt pro výkon této činnosti potřebovat povolení od ČNB a nebude podléhat režimu regulace dle ZPKT, neboť se na něj uplatní výjimka podle § 4b odst. 1 písm. d) ZPKT.

Závěr

Tato práce se věnovala regulaci investičních služeb poskytovaných na kapitálovém trhu. Z důvodu rozsahu dané regulace nebylo jejím účelem toliko poskytnout plnohodnotný rozbor veškeré předmětné právní úpravy, nýbrž analyzovat pouze vybrané potenciálně problematické otázky. Důvodem, proč považuji za stěžejní důkladné odlišení jednotlivých parametrů investičních služeb, je zejména vymezení míry dopadu regulace kapitálového trhu na jednotlivé subjekty. Z tohoto důvodu byla na mnoha místech práce užitá určitá forma komparace mezi činnostmi naplňující znaky hlavní investiční služby na jedné straně a na straně druhé neregulovanou aktivitou.

Cílem první a druhé kapitoly této práce, které lze společně označit za obecnou část, bylo vymezení právního rámce poskytování investičních služeb, které byly následně podrobeny hlubší analýze v rámci následujících kapitol. Nejdříve byly v rámci první kapitoly přiblíženy a blíže rozebrány pojmy, jež jsou stěžejní jak pro následující kapitoly této práce, tak pro úpravu kapitálového trhu jako takovou. Bližšímu rozboru se tak nejprve dostalo vymezení kapitálového trhu, investičních služeb obecně a investičních nástrojů. V rámci druhé kapitoly se práce věnovala již samotné právní regulaci dotýkající se samotného poskytování investičních služeb. Práce se tak v předmětné kapitole věnovala zejména obecnému dělení investičních služeb, výčtu jejich poskytovatelů a příjemců jakožto subjektů působících na kapitálovém trhu také jednoduše povinnostem, které mezi sebou dané subjekty musí plnit. Věřím, že tento rozbor obecného právního rámce poskytování investičních služeb, jenž nabídly první dvě kapitoly, byl dostatečný pro analýzu, která je obsahem dalších kapitol a která je také těžištěm této práce.

Ve třetí kapitole této práce byl podrobně analyzován právní institut zprostředkování investičních služeb. Na základě analýzy v dané kapitole lze postavit najisto, že pod tuto službu spadá široké množství činností, pro něž je společné zejména skutečnost, že je mají určitý vztah, byť zprostředkovaný,

ke konkrétním investičním nástrojům či investičním službám, načež je třeba danou činnost považovat za poskytování hlavní investiční služby ve smyslu ZPKT. Tato skutečnost musí být reflektována zejména ze strany poskytovatelů takových služeb, kteří musí své podnikání dostatečně podřídit související regulaci kapitálového trhu. Za zprostředkování je třeba mimo jiné považovat i poskytnutí určité formu doporučení či poskytování pomocných prací, přičemž těmto pojmům byla věnována podstatná část dané kapitoly. Jako distinkce s neregulovanou činností byla vybrána činnost „*tipaření*“, jež byla zejména z historického pohledu s činností zprostředkování často zaměňována.

Čtvrtá kapitola této práce se zabývala vymezením hlavní investiční služby investičního poradenství a její distinkcí s doplňkovou investiční službou investiční výzkumu a analýzy. Investiční poradenství bylo na základě analýzy provedené v dané kapitole vymezeno jako služba, v jejímž rámci poskytuje její poskytovatel zákazníkovi určitá doporučení sledující individuální zájmy investora. V rámci předmětné analýzy byl též kladen důraz na zvláštnosti v oblasti informačních povinností poskytovatele dané služby jakožto služby s poradenským prvkem. Vedle toho se daná kapitola zabývala vymezením doplňkové investiční služby investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení, jejímž předmětem je poskytování obecných doporučení, pod které spadají takové formy doporučení, které nesledují individuální zájmy konkrétních investorů či se vůbec netýkají specifických investičních nástrojů.

V této kapitole jsme se setkali s dalšími užitími pojmu doporučení, kdy pro účely této práce rozlišujeme již tři instituty, které s daným pojmem pracují. Jedná se o doporučení ve smyslu zprostředkování, jež je adresováno konkrétnímu zákazníkovi či potenciálnímu zákazníkovi a v takovém může vzbudit zájem o specifickou investiční službu či obchod s investičním nástrojem. Dále je pojem doporučení třeba vykládat ve smyslu investičního poradenství, kde je navíc třeba přidat požadavek na individualitu doporučení ve vztahu k zákazníkovi, přičemž dané již musí mít vztah přímo k investičnímu nástroji. Poslední formou je obecné doporučení, jež je

obsahem doplňkové investiční služby výzkum a analýza. Takové doporučení nebude sledovat individuální zájmy investora a za předpokladu, kdy bude adresováno konkrétnímu zákazníkovi, nebude se týkat žádného specifického investičního nástroje nebo služby. Toto vymezení považuji za velmi důležité, neboť regulace kapitálového trhu neobsahuje přesné definice daných pojmů, které mohou na první pohled působit velmi podobně, avšak jejich výklad bude klíčem k určení, o jakou investiční službu se bude v daném případě jednat.

V páté kapitole této práce byla detailněji rozebrána hlavní investiční služba obchodování s investičními nástroji na vlastní účet. Pro účely této kapitoly byl nejprve vymezen rozdíl mezi investiční službou a činností, kdy jako primární rozdílový znak byla určena absence zájmu třetí osoby v případě investiční činnosti. Dále byly posuzovány jednotlivé formy možného výkonu poskytování dané investiční služby s důrazem na investování v rámci správy vlastního majetku. Konečně byly v této kapitole vymezeny výjimky z působnosti ZPKT, zejména opět s ohledem především na případy obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, a kdy lze takovou činnost vykonávat bez podřízení se regulaci kapitálového trhu.

Na základě analýz jednotlivých služeb, a to zejména s ohledem na nejednoznačnost pojmu doporučení, lze dojít k závěru, že platná právní úprava v mnohých případech nenabízí zcela jasné a exaktní hranice, po jejichž překročení se bude v případě subjektů působících na kapitálovém trhu jednat o regulované poskytování hlavních investičních služeb. Ač se tuto situaci snaží český regulátor aktivně řešit pomocí různých stanovisek, benchmarků či jiných dokumentů, stále se ocitáme v určité právní nejistotě, která může působit zvýšené náklady zejména menším subjektům působícím na trhu. Tuto situaci neulehčuje ani značně roztříštěná regulace kapitálového trhu, kdy subjekty na něm působící musí kromě vnitrostátní a evropské právní úpravy aktivně sledovat právě již zmiňovaná stanoviska či benchmarky ČNB, popř. ESMA, jež zásadním způsobem dotváří platnou právní úpravu, která tak v mnohých případech nemusí být ze stran účastníků kapitálového trhu předvídatelná.

Kromě jednotlivých vymezení vybraných investičních služeb bylo v rámci této práce možné dojít k závěru, že v průběhu historického vývoje právní regulace kapitálového trhu lze sledovat postupné rozšiřování rámce jednotlivých činností, které jsou řazeny do výčtu hlavních investičních služeb a dopadá tak na ně přísná regulace kapitálového trhu. Za předpokladu, že tento trend bude v budoucnu pokračovat, bude třeba předmětný vývoj vymezení jednotlivých hlavních investičních služeb bedlivě sledovat, neboť je možné, že dosud neregulované činnosti se v budoucnu mohou stát předmětem regulace kapitálového trhu. Takový posun bude mít výrazný dopad opět zejména na jejich poskytovatele, neboť podřízení se dané regulaci může být značně časově a finančně náročné.

Seznam zkratk

ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., obchodních společnostech a družstvech, ve znění pozdějších předpisů
ZISIF	Zákon 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZoDP	Zákon č. 170/2018 Sb., o distribuci pojištění a zajištění, ve znění pozdějších předpisů
MiFID	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS
MiFID II	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
SFDR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb
Nařízení o taxonomii	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/852 ze dne 18. června 2020 o zřízení rámce pro usnadnění udržitelných investic a o změně nařízení (EU) 2019/2088
Nařízení	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. dubna 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 Zákon č. 170/2018 Sb., o distribuci pojištění a zajištění, ve znění pozdějších předpisů
ČNB	Česká národní banka
SDEU	Soudní dvůr Evropské unie

Seznam použitých zdrojů

Literatura

HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, ISBN 978-80-7400-533-6,

DĚDIČ, J. a kol.: Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu). 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. ISBN 80-7175-084-0,

HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-433-9,

DĚDIČ, J., Štenglová, I. Zákon o cenných papírech. Komentář. Praha: C. H. Beck, 1996, ISBN 80-7179-104-0,

VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, ISBN 978-80-7357-647-9,

HOBZA, M. investiční služby v právní teorii a praxi. Praha: Leges, 2017, ISBN 978-80-7502-225-7,

HOBZA, M. Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace. Praha: Leges, 2016, ISBN 978-80-7502-152-6,

MOLONEY, N. EU Securities and Financial Markets Regulation (3rd edition). Oxford: Oxford University Press, 2014, ISBN 978-0-19-966434-4,

PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír a kol. Občanský zákoník. 2. vydání Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-747-7,

BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-440-7,

MOLONEY, N., FERRAN, E., PAYNE, J. The Oxford Handbook of Financial Regulation. Oxford: Oxford University Press, 2015, ISBN 978-0-19-968720-6,

HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. Obchodněprávní revue, Praha: C. H. Beck, 2020, č. 2, s. 121-126, ISSN 1803-6554,

BERAN, J., CETLOVÁ, K., ČERNOHOUZ, J., DOLEŽALOVÁ, D., KRÁLÍK, A., LIBOSVÁR, O., MACHÁTOVÁ, M., MIKULA, O., PIHERA, V., PILKOVÁ, J., ŠOVAR, J. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: Komentář. Wolters Kluwer, 2015, ISBN 978-80-7478-783-6,

HOBZA, Martin. Zprostředkování uzavření smluv týkajících se investičních nástrojů ve světle rozsudku Khorassani. Obchodněprávní revue, Praha: C. H. Beck, 2019, č. 2. s. 36–41, ISSN 1803-6554,

Arnett, G. W. Global Securities Markets: Navigating the world's exchanges and OTC markets. Hoboken, N.J.: John Wiley. [online]. 2011. [cit. 2023-3-18], ISBN 978-1-118-25838-5. Dostupné z https://learning.oreilly.com/library/view/global-securities-markets/9781118056622/OEBPS/9781118056622_epub_ch_6.htm,

JEŽDÍK, Jan, BERAN, Jiří, PĚNČÍKOVÁ, Lenka. Zákon o distribuci pojištění a zajištění. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-884-9,

HULMÁK, Milan a kol. Občanský zákoník VI. Závazkové právo. Zvláštní část (§ 2055–3014). 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, ISBN 978-80-7400-287-8,

PETROV, Jan, VÝTISK, Michal, BERAN, Vladimír a kol. Občanský zákoník. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2022, ISBN 978-80-7400-747-7,

GERLOCH, Aleš. Teorie práva. 8. aktualizované vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2021. ISBN 9788073808389.

Internetové zdroje

Komise pro cenné papíry [online]. 2004. [cit. 2023-3-14] Metodika Investiční zprostředkovatel (IZ) Dostupné z

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_zprostredkovatel_2004.pdf

ESMA [online]. 2018 [cit. 2023-3-14] Obecné pokyny k některým aspektům požadavků směrnice MiFID II ohledně vhodnosti. Dostupné z

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_cs.pdf

Česká národní banka [online]. 2020 [cit. 2023-3-14] Stanovisko K testu vhodnosti při poskytování investičních služeb. Dostupné z

<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2020-04%20>

Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona o distribuci pojištění a zajištění [online]. Zvláštní část, k § 2, písm. c) až f).

Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2018, VIII. volební období, sněmovní tisk 48. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=133251>

Česká národní banka [online]. 2011 [cit. 2023-3-14] K vymezení hranice mezi tipařstvím a zprostředkováním pojištění. Dostupné z:

<https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2011-05/>

ESMA [online]. 2018. [cit. 2023-3-14] MiFID II Supervisory briefing. Suitability. Dostupné z [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1206_mifid_ii_supervisory_briefing_on_suitability.pdf)

[43-1206_mifid_ii_supervisory_briefing_on_suitability.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1206_mifid_ii_supervisory_briefing_on_suitability.pdf)

Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. Zvláštní část, k

bodům 8 až 18. Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2008, V. volební období, sněmovní tisk 420. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=25867&pdf=1>

Komise pro cenné papíry, [online]. 2004. [cit. 2015-11-25] K pojmu investiční služby obchodování s investičními instrumenty na vlastní účet (§ 4 odst. 2 písm. c) zákona o podnikání na kapitálovém trhu) Příloha Schéma algoritmu neoprávněného výkonu investiční služby obchodování s investičními nástroji na vlastní účet. Dostupné z https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file241.pdf

Vláda České republiky. Důvodová zpráva k Vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony [online]. Zvláštní část, k bodu 42. Praha: Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 2017, VII. volební období, sněmovní tisk 869. [cit. 2023-3-14]. Dostupné z <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=127453>

Právní předpisy

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů,

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů,

Zákon č. 90/2012 Sb., obchodních společnostech a družstvech, ve znění pozdějších předpisů,

Zákon 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů,

Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů,

Zákon č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony,

Zákon č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony,

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (MiFID II),

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS (MiFID I),

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (SFDR),

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/852 ze dne 18. června 2020 o zřízení rámce pro usnadnění udržitelných investic a o změně nařízení (EU) 2019/2088 (Nařízení o taxonomii),

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. dubna 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
Zákon č. 170/2018 Sb., o distribuci pojištění a zajištění, ve znění pozdějších předpisů.

Judikatura

Rozsudek Soudního dvora Evropské unie ze dne 14. 6. 2017, C-678/15, Mohammad Zadeh Khorassani proti Kathrin Pflanz

Investiční služby a jejich právní regulace

Abstrakt

Hlavním myšlenkou této diplomové práce je nejprve přiblížit velmi komplexní problematiku právní regulace poskytování investičních služeb v České republice a následně vybrat určité potenciálně problematické a nejasné oblasti, které jsou v práci za pomoci různých výzkumných metod blíže rozebírány, načež cílem je dojít k jasnému závěru, jak by se dané pojmy a oblasti měly ve světle celkové regulace kapitálového trhu vykládat.

V rámci první a druhé kapitoly této diplomové práce dochází nejprve k vymezení jednotlivých pojmů, se kterými se v práci bude opakovaně pracovat a které jsou stěžejní pro další kapitoly. Dále je zde uveden obecný úvod do velmi široké právní regulace poskytování investičních služeb, který je pojat zejména tak, aby se práce mohla v dalších kapitolách zaměřit již na konkrétní vybrané oblasti z právní regulace poskytování investičních služeb. Cílem třetí kapitoly je již podrobně přiblížit a jasně vymežit pojem zprostředkování investičních služeb, a to zejména s ohledem na ne zcela jasné, avšak velmi široké spektrum činností, které pod zprostředkování spadají. Hlavní zaměření dané kapitoly poté plynule směřuje k analýze pojmů doporučení a přípravných prací. Cílem čtvrté kapitoly je poté určení jasné hranice mezi poskytováním investičního poradenství na jedné straně a poskytováním určitých neregulovaných obecných doporučení na straně druhé. Tato kapitola se opět důkladně zaměřuje na pojem doporučení, jež je v určité formě definičním znakem obou zmíněných služeb. Pátá a též poslední kapitola této práce se zabývá hlavní investiční službou investování na vlastní účet. Cílem této kapitoly je opět určit hranici, kdy se již bude jednat o regulovanou činnost a kdy nikoliv, přičemž dané se neobejde bez podrobného rozboru jednotlivých výjimek, kdy daná činnost sice naplňuje parametry investiční služby, avšak je z regulovaného režimu vyňata přímo zákonodárcem.

Společným cílem celé práce je tak u vybraných služeb vymežit hranici, kdy se už v daném případě bude jednat o přísně regulované poskytování hlavních investičních služeb a kdy nikoliv.

Klíčová slova

Investiční služby, Investiční podnik, Regulace kapitálového trhu

Regulation of investment services

Abstract

The main idea of this diploma thesis is first to present the very complex issue of legal regulation of the provision of investment services in the Czech Republic and then to select certain potentially problematic and unclear areas which are analyzed using various research methods and then to reach a clear conclusion on how these concepts and areas should be interpreted in the meaning of the overall regulation of the capital market.

The first and second chapters of this thesis define the various concepts that will be repeatedly dealt with in the diploma thesis and which are essential to the following chapters. Next, there is a general introduction to the very broad legal regulation of the provision of investment services which is mainly conceived so that the diploma thesis can only focus on specific selected areas of the regulation of the provision of investment services in the following chapters. The aim of the third chapter is to provide a detailed introduction to and a clear definition of the concept of investment services intermediation, particularly in view of the not entirely clear but very broad range of activities that fall under that concept. The focus of the chapter then moves towards an analysis of the concepts of recommendations and preparatory work. The aim of the fourth chapter is then to draw a clear line between the provision of investment advice on the one hand and the provision of certain unregulated general recommendations on the other. This chapter again focuses in depth on the concept of recommendation which is in some form a defining feature of both services. The fifth and final chapter of this diploma thesis deals with the main investment service of dealing on own account. The aim of this chapter is again to define the boundary of when an activity is a regulated and when it is not using a detailed analysis of individual exceptions where the activity fulfils the parameters of an investment service but is exempted from the regulated regime directly by the legislator.

The common goal of the whole diploma thesis is to define the boundary for selected services when it will be provision of investment services which is strictly regulated and when it is not.

Key words

Investment services, Investment firm, Capital market regulation