

Univerzita Karlova

Právnická fakulta

JUDr. Martin Hobza

Finančněprávní rámec poskytování investičních služeb

The legal framework of investment services provision

Disertační práce

Školitel autora disertační práce: prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 31. prosince 2016

Prohlašuji, že předloženou disertační práci jsem vypracoval samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 31. 12. 2016

JUDr. Martin Hobza

Autor disertační práce

Poděkování:

Na tomto místě bych velmi rád upřímně poděkoval panu prof. JUDr. Milanu Bakešovi, DrSc. za cennou a všestrannou pomoc, kterou mi poskytoval nejen po celou dobu mého doktorského studia.

Poděkování patří také mým nejbližším, bez jejichž podpory by tato práce nevznikla.

Obsah

Úvod	6
1 Obecné otázky regulace poskytování investičních služeb	16
1.1 Finanční trh jako prostor poskytování investičních služeb	16
1.2 Obecně k pojmu regulace a regulace finančního trhu	21
1.3 Ideová východiska regulace poskytování investičních služeb	25
1.3.1 Efektivita a důvěryhodnost kapitálového trhu.....	28
1.3.2 Ochrana investorů	32
1.3.3 Vnitřní trh v oblasti investičních služeb.....	38
1.4 Dílčí shrnutí	40
2 Právo investičních služeb v kontextu europeizace práva finančního trhu	43
2.1 Právo investičních služeb	43
2.2 Vybrané problémy harmonizace práva investičních služeb	46
2.3 Dílčí shrnutí	59
3 Investiční služby: pojmové znaky, členění	62
3.1 Pojmové znaky investičních služeb	62
3.1.1 Podnikatelská povaha činnosti	64
3.1.2 Vztah k investičnímu nástroji.....	65
3.1.3 Zařaditelnost činnosti pod kategorie investičních služeb stanovené právním předpisem	69
3.2 Členění investičních služeb	72
3.2.1 Hlavní a doplňkové investiční služby	73
3.2.2 Investiční služby s poradenským prvkem a bez tohoto prvku	75
3.2.3 Investiční služby poskytované investorům, emitentům, nebo čistě zprostředkovatelské.....	78
3.2.4 Investiční služby vyhrazené a nevyhrazené	81
3.3 Dílčí shrnutí	83
4 Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů aneb investiční zprostředkování	86
4.1 Stručně k vybraným hlavním investičním službám.....	88
4.1.1 Provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka	88
4.1.2 Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.....	89
4.1.3 Obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání	90
4.1.4 Provozování mnohostranného obchodního systému a organizovaného obchodního systému.....	93
4.1.5 Investiční služby, související s umístováním investičních nástrojů	94
4.2 Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů – základní znaky investiční služby.....	95
4.3 Distinkce investičního zprostředkování a tipařské činnosti	100
4.4 Distinkce investičního zprostředkování a umístování investičních nástrojů	108
4.5 Dílčí shrnutí	113
5 Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů.....	117
5.1 Pojem a základní znaky investičního poradenství.....	117
5.1.1 Znak doporučení.....	120
5.1.2 Vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji nebo nástrojům.....	121
5.1.3 Na míru šitá doporučení	123

5.1.4	Znak adresnosti rozšiřování	124
5.2	Distinkce investičního poradenství a individuálního portfolio managementu	125
5.2.1	Osoba činící investiční rozhodnutí	125
5.2.2	Průběžné investiční poradenství nebo portfolio management?	128
5.3	Distinkce investičního poradenství a investičního zprostředkování.....	133
5.3.1	Informace jako předmět obou investičních služeb	133
5.3.2	Rada nebo doporučení jako rozlišovací prvek?.....	135
5.3.3	Investiční zprostředkování v případě zákazníků – laiků: skutečnost nebo iluze?..	138
5.3.4	Teze a zhodnocení problematiky.....	141
5.4	Investiční poradenství podle MiFID II	143
5.4.1	Distinkce nezávislého a nikoli nezávislého investičního poradenství	144
5.4.2	Co činí nezávislé investiční poradenství nezávislým?	148
5.4.3	Šíře okruhu posuzovaných investičních nástrojů	149
5.4.4	Věcně omezené nezávislé investiční poradenství	152
5.4.5	Problematické aspekty nezávislého investičního poradenství	153
5.5	Dílčí shrnutí	156
6	Veřejnoprávní a soukromoprávní nástroje ochrany zákazníka – adresáta investičních služeb.....	159
6.1	Nástroje práva investičních služeb a jejich členění	159
6.1.1	Obezřetnostní pravidla a kategorizace zákazníků	160
6.1.2	Pravidla jednání se zákazníky	164
6.2	K limitům nástrojů práva investičních služeb	168
6.3	Nástroje soukromého práva	173
6.4	Dílčí shrnutí	180
	Závěr.....	182
	Seznam použité literatury a pramenů	191
	Shrnutí	206
	Summary	209
	Anotace.....	212
	Abstract	213
	Klíčová slova.....	214
	Key words	214

Úvod¹

Dynamický rozvoj finančního trhu nejen na území členských států Evropské unie v uplynulých letech jde ruku v ruce s prohlubující se regulací činností na finančním trhu vykonávaných a subjektů na finančním trhu působících, a to prostřednictvím nástrojů, kterými disponuje právní řád. Nejcitelnější vliv na předmětnou oblast mají nástroje finančněprávní, tedy nástroje veřejného práva,² kterými normotvůrce zajišťuje realizaci myšlenky ideálního fungování finančního trhu a vhodného chování jeho účastníků, a to zejména s ohledem na princip ochrany drobných, retailových investorů. Působením těchto nástrojů unijní i národní povahy vzniká velmi komplexní regulatorní rámec, který přes svoji rozsáhlost a vysokou specializovanost, nebo možná právě proto, obsahuje celou řadu interpretačně nejasných oblastí, které mohou v praxi působit obtíže.

Takřka ideální oblastí pro ilustraci a ověření výše uvedeného tvrzení je problematika, které je věnována předkládaná disertační práce. Jedná se o oblast právní regulace poskytování investičních služeb jako činností charakteristicky vykonávaných na smluvním základě poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu, jak je tato kategorie subjektů vymezena zákonem o dohledu v oblasti kapitálového trhu,³ jako poskytovatelem investiční služby vůči zákazníkovi, typicky investorovi nebo

¹ Tento text byl zpracován s finanční podporou a v rámci projektu "Poskytování služeb na finančním trhu pod vlivem rekonstrukce", GA UK č. 1578514, realizovaného na Právnické fakultě Univerzity Karlovy v letech 2014 – 2016.

² O systematickém zařazení finančního práva jako práva veřejného nepanují pochybnosti. To však nevylučuje existenci oblastí se smíšenou povahou, které právo finančního trhu bezesporu obsahuje. Srov. BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 15. ISBN 978-80-7400-440-7.

³ Srov. § 5 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

potenciálnímu investorovi⁴ jako adresátu investiční služby, přičemž oba subjekty se nachází *de iure* v rovnoprávném postavení. S ohledem na myšlenková východiska, na kterých je regulace poskytování investičních služeb vystavěna, ingeruje unijní i národní právo do tohoto soukromoprávního vztahu různými způsoby, když například vymezuje požadavky na okruh subjektů, které jsou investiční služby oprávněny poskytovat, případně stanoví podmínky, za kterých může být investiční služba vůbec poskytnuta.

Zkušenosti z tržní praxe v členských státech s rozvinutým finančním sektorem ukazují, že jakkoli propracovaná a kvalitní veřejnoprávní regulatorní opatření narážejí na meze své efektivity v okamžiku, kdy má dojít k nápravě škodlivého stavu způsobeného investorovi jako typickému adresátu investičních služeb pochybením poskytovatele takové investiční služby. Je-li jedním z cílů, nebo dokonce stěžejním cílem rozsáhlé unijní i národní legislativy ochrana retailového investora jako zvláště zranitelného adresáta investičních služeb, právě v tento moment se ukazuje, že efektivní regulace musí být doprovázena efektivními soukromoprávními opatřeními, které budou v takovém případě investorovi k dispozici, jakousi soukromoprávní koncovkou. S tím úzce souvisí také nezbytná přítomnost účinného a dostupného mimosoudního systému či orgánu řešení sporů plynoucích z poskytování investičních služeb. Ačkoli je

⁴ Dále v předkládané práci používám, v zájmu vnitřního rozčlenění pozitivněprávního pojmu zákazník, pro označení adresátů investičních služeb v pozici subjektu, stojící na straně nabídky peněžních prostředků na finančním trhu, obecný pojem investor, který považuji v kontextu předkládaného tématu za nejvhodnější. Pojem zákazník tak chápu především ve smyslu tuzemského pozitivního práva. K otázce vhodného označení adresátů služeb na finančním trhu obecně srov. KOHAJDA, Michael. Vztah mezi pojmy „spotřebitel“ v soukromém právu a „klient“ v právu finančního trhu. In MRKÝVKA, Petr a kol. *DNY PRÁVA 2013 – DAYS OF LAW 2013: Část IX. – Interakce soukromého a finančního práva*. Brno: Masarykova Univerzita, 2014, s. 211-217. ISBN 978-80-210-6816-2.

předkládaná disertační práce primárně zaměřena, jak ostatně plyne již z jejího názvu, na finančněprávní, tedy veřejnoprávní rámec poskytování investičních služeb, nelze dle mého názoru při zodpovědné analýze předkládaného tématu pominout zmínit i některé tyto svou povahou soukromoprávní nástroje. Vycházím z premisy, která v poslední době rezonuje nejen mezi představiteli tuzemské finančněprávní doktríny,⁵ že není z hlediska teorie, tím spíše ne z hlediska praxe příliš vhodné zkoumat konkrétní oblast finančního práva (v našem případě tedy oblast spadající do předmětu práva finančního trhu) čistě izolovaně v kontextu práva finančního jako (převážně) práva veřejného, ale je třeba ji uchopit komplexně a upozornit též na její soukromoprávní konotace. Oprávněnost této premisy vynikne zejména v souvislosti s obecně přijímanou myšlenkou relativizace dualismu veřejného a soukromého práva, související s procesy privatizace práva veřejného a publicizace práva soukromého, na níž reflektují nejen teoreticky zaměřená díla,⁶ ale též judikatura⁷ a která byla v nedávné době podrobena kritickému zkoumání v souvislosti s možná poněkud mnohoznačnou formulací § 1 odst. 1 věta

⁵ Podporu této premisy otevřeně vyjadřují v tuzemském kontextu jak zástupci pražské, tak brněnské finančněprávní doktríny. V této souvislosti lze vzpomenout na příslušná dosud nepublikovaná vystoupení M. Kohajdy, M. Radvana a P. Kotáby v rámci rokování finančněprávní části sekce Relativizace dualismu veřejného a soukromého práva konference Soukromé a veřejné v soudobém právu, konané ve dnech 5. až 7. 10. 2016 na půdě Právnické fakulty Univerzity Karlovy, kterých byl přítomen i autor předkládané práce. Nutno dodat, že z téže premisy vychází i západoevropská finančněprávní doktrína. Srov. např. koncepci německých prací GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, ISBN 978-3-406-65413-8 nebo BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 8., völlig neu bearbeitete Auflage. Heidelberg: C.F. Müller, 2016. ISBN 978-3-8114-4247-4.

⁶ HÁLOVÁ, Miloslava. Veřejnoprávní regulace soukromoprávních činností a uplatňování soukromého práva. *Veřejné právo a právo soukromé: aktuální tendence a výzvy veřejnoprávní úpravy plynoucí z problematiky právního dualismu*. Praha: Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, 2014, s. 70. ISBN 978-80-87975-10-7 nebo GERLOCH, Aleš a Jan TRYZNA. Dualismus soukromého a veřejného práva a nový občanský zákoník: k jednotě a diferenciaci práva. *Právník*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2014, roč. 153, č. 9, s. 743. ISSN 0231-6625.

⁷ Srov. např. nález Ústavního soudu ze dne 6. 2. 2007, sp. zn. I. ÚS 531/05.

druhá občanského zákoníku.⁸ S ohledem na právě uvedené tak jedním z cílů této práce bude zodpovědět otázku, která soukromoprávní opatření směřující k získání kompenzace na straně poškozeného investora připadají v tuzemském kontextu v úvahu a nakolik jsou tato opatření aplikovatelná specificky v případě sporů z investičních služeb způsobila zvýšit míru ochrany investorů, garantovanou v současnosti primárně nástroji veřejného práva. Vycházím zde z hypotézy, že současná objemná unijní i tuzemská finančněprávní regulace není doprovázena dostatečně efektivními soukromoprávními nástroji, přičemž tato skutečnost může negativně dopadat na právní jistotu investorů, ale i poskytovatelů investičních služeb a odvětví poskytování investičních služeb jako celek

Výše uvedená otázka, kterou chápu jako určitou nadstavbu předkládané problematiky a která zasluhuje další a hlubší výzkumnou pozornost, však přirozeně nemůže být zodpovězena bez předchozí podrobné analýzy samotného veřejnoprávního rámce, v němž se poskytovatelé investičních služeb i jejich zákazníci pohybují. Předmětem předkládané disertační práce je stručně řečeno primárně analýza právní regulace jednotlivých investičních služeb jako zprostředkovatelských činností, směřujících k zajištění interakce obou nejvýznamnějších skupin subjektů finančního trhu, investorů a emitentů, vykonávaných skupinou třetí, tedy množinou poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu,⁹ konkrétně podmnožinou poskytovatelů investičních služeb,¹⁰ sekundárně vybraných pravidel jejich poskytování, souvisejících s ochranou investorů.

⁸ Srov. § 1 odst. 1 věta druhá zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. „*Uplatňování soukromého práva je nezávislé na uplatňování práva veřejného.*“

⁹ KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Subjekty finančního trhu. In BAKEŠ, Milan a kol., s. 453.

¹⁰ Ačkoli není pojem poskytovatel investičních služeb v současné době v platném právu používán, odborná literatura s ním operuje. Srov. HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ.

Není ani nemůže být ambicí této práce podat všeobjímající výklad předkládané objemné problematiky, naplnění takového cíle by jednak jistě výrazně překonalo předepsaný rozsah disertační práce, jednak by takový cíl byl, s ohledem na související nezbytné obsáhlé použití deskriptivní metody a obdobný způsob zpracování tématu, které je úspěšně zpracováno na jiných místech,¹¹ nevhodný z hlediska principů tvorby disertační práce. Pozornost tak bude věnována především dvěma z hlavních investičních služeb, se kterými se zákazník v pozici investora v praxi setká nejčastěji, konkrétně investiční službě přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a investiční poradenství týkající se investičních nástrojů. V této souvislosti si položím a pokusím zodpovědět otázku, na kterých znacích se rozlišení obou hlavních investičních služeb zakládá a zda rovina právní odpovídá v tomto případě rovině faktické. Již na tomto místě si dovoluji předeslat, že v této oblasti podle mého názoru dochází, minimálně v tuzemské praxi, ke zjevnému nesouladu mezi obsahem a formálním zařazením poskytovaných investičních služeb.

Ze systematického hlediska v souladu s principem od obecného k zvláštnímu vyjde předkládaná práce z obecných myšlenkových východisek regulace investičních služeb jako činností na finančním trhu, zařadí problematiku v kontextu procesu europeizace práva finančního trhu, vymezí stěžejní pojem investiční služba a identifikuje a analyzuje jeho základní pojmové znaky. Následně budou charakterizovány hlavní investiční služby. Těžiště práce bude spočívat v analýze již shora

Investiční služby a nástroje po rekodifikaci. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

¹¹ Srov. zejména HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář.* Praha: C.H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9 nebo HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci.* Praha: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6.

zmíněných investičních služeb přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a investiční poradenství, kdy u obou těchto služeb budou vymezeny jejich pojmové znaky, pozornost bude zaměřena na jejich vzájemnou distinkci, stejně jako na teoretické a praktické otázky jejich odlišení od jiných hlavních investičních služeb a neregulovaných aktivit nejen na finančním trhu. U investičního poradenství bude nadto provedena v českém jazyce dosud nedostupná bližší analýza a zhodnocení změn, které do předkládané oblasti vnese nová unijní právní úprava.¹² Pozornost bude dále, v rámci kapitoly věnované veřejnoprávním a soukromoprávním nástrojům ochrany investora, zaměřena jednak na výklad stěžejního pojmu odborná péče, jednak na vybraná pravidla jednání se zákazníky. Stranou nezůstanou ani výše zmíněné otázky vztahu veřejného a soukromého práva v oblasti poskytování investičních služeb a vhodné soukromoprávní koncovky regulace poskytování investičních služeb, se zaměřením na relativní novinku v tuzemském právním řádu, totiž institut povinnosti nahradit škodu způsobenou informací nebo radou dle občanského zákoníku.¹³

Cílem práce je teoreticky vymezit, systematicky uchopit a analyzovat problematiku právního rámce poskytování investičních služeb, a to především s důrazem na pojmové znaky jednotlivých služeb a jejich vzájemné rozlišení, a na základě provedené analýzy identifikovat oblasti, ve kterých dochází k zastření hranic mezi jednotlivými investičními službami a kde je třeba postupovat při posuzování charakteru předmětné služby obzvláště obezřetně. Sekundárním, i když z hlediska teoretického i

¹² Zejména 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 (dále jen „MiFID II“) a její transpozice, včetně souvisejících nařízeních, prováděcích legislativních aktů a dalších dokumentů.

¹³ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

z hlediska praktických dopadů nikoli méně významným cílem je, jak již bylo uvedeno výše, upozornit na průniky veřejnoprávní a soukromoprávní roviny předkládaného tématu v oblasti nástrojů ochrany investora jako typického adresáta investičních služeb, tyto analyzovat a zformulovat návrhy, které jsou, alespoň v potenciální rovině, podle mého názoru způsobilé přispět k účinnému naplnění jedné ze stěžejních zásad regulace předkládané oblasti, již opakovaně zásadě ochrany neprofesionálních účastníků finančního trhu. Cílem obecnějším, který bude v rámci práce naplňován průběžně, je pak identifikace, analýza a představení vlastní interpretace výkladově neostrých oblastí, které nejsou v předkládané problematice ničím výjimečným. V této souvislosti se předkládaná práce pokusí najít odpověď především na níže uvedené výzkumné otázky:

1. Která myšlenková východiska a jakým způsobem determinují současnou podobu regulace poskytování investičních služeb a jaký vliv na ni má unijní právo?
2. Jaké jsou pojmové znaky investičních služeb, jejich členění a vzájemná distinkce?
3. Které znaky vymezují investiční zprostředkování a investiční poradenství a které je vzájemně odlišují? Odpovídá v praxi obsah poskytovaných služeb jejich předpokládané podstatě?
4. Které nástroje stanoví právní řád na ochranu investora jako příjemce investičních služeb? Jsou tyto nástroje dostatečné? V případě, že nikoliv, která opatření je vhodné přijmout?

Existence výše naznačených interpretačně nejednoznačných oblastí je dána jednak rozsahem a komplexností materie, které je tato práce věnována, jednak v tuzemském kontextu dosud spíše nižším stupněm jejího teoretického rozpracování ve srovnání například s otázkami

spadajícími do jiného úseku zvláštní části finančního práva,¹⁴ práva daňového, stejně jako doposud nepřilíš rozsáhlou judikaturou. Z česky psaných zdrojů jsou k dispozici především dvě stěžejní díla komentářové povahy,¹⁵ v roce 2016 publikovaná monografie, komplexně zpracovávající předkládanou problematiku,¹⁶ doktrinární analýzy, věnované zejména otázkám dohledu nad finančním trhem¹⁷ a příslušné kapitoly učebnicové literatury věnované finančnímu právu,¹⁸ problematika je též příležitostně zpracovávána v odborných periodikách. Absence rozsáhlého a detailního doktrinárního zpracování předkládaného tématu by však neměla implikovat závěr o jeho neaktuálnosti, případně snad nevhodnosti k teoretickému podchycení. Při pohledu do zahraničí se ukazuje, že míra pozornosti, která je v tuzemském kontextu předkládanému tématu věnována, stojí v historicky podmíněném kontrastu s pozorností, která se tématu dostává v zemích západní Evropy s rozvinutým finančním sektorem. Této skutečnosti odpovídá také rozsah dostupné cizojazyčné, především anglicky a německy psané odborné literatury. Předkládaná disertační práce z těchto zdrojů přirozeně vychází, přičemž s ohledem na příbuznost právních systémů i kulturního a společenského kontextu klade důraz na zdroje německých autorů.¹⁹ Jak

¹⁴ RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 7. ISBN 978-80-210-5277-2.

¹⁵ HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9 a ŠOVAR, Jan a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-783-6.

¹⁶ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. Praha: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-533-6.

¹⁷ Např. KOHAJDA, Michael. *Dozor nad regulovanými subjekty finančního trhu* [online]. Praha, 2008. 179 s. Vedoucí práce Milan Bakeš.

¹⁸ Zejména KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Právní úprava finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, s. 420-502.

¹⁹ Tento přístup je rovněž podmíněn absolvováním předmětu Europäisches und internationales Kapitalmarkt- und Finanzdienstleistungsrecht, vedeného prof. Herbertem

bude ilustrováno níže, při zpracovávání tématu se zohlednění zahraničních názorů jeví jako velmi praktické, pokud ne přímo nezbytné, neboť v mnoha ohledech je konkrétní otázka, o níž se v našem právním řádu teprve opatrně uvažuje, již v zahraniční rozpracována, a to často na detailní úrovni.²⁰

Jelikož je předkládaná práce výsledkem mého víceletého výzkumu v rámci doktorského studia, do určité míry shrnuje a systematizuje dosavadní dílčí výsledky tohoto výzkumu. Tyto dílčí výsledky, které byly v minulosti zčásti publikovány formou článků v odborných periodících, kapitol v kolektivních monografiích a také v rámci monografie zaměřené na blízkou problematiku distribuce investičních nástrojů, budou při zpracování této práce rovněž použity. V souladu s pravidly vědecké práce bude na tuto skutečnost v rámci poznámkového aparátu práce upozorněno.

Z hlediska metod vědecké práce využiji při tvorbě předkládané práce především metodu analyticko-syntetickou v kombinaci s metodou deskriptivní, v menší míře pak budu pracovat též metodou komparativní. Ze systematického hlediska se práce bude, vyjma úvodu a závěru, dělit na část věnovanou obecným otázkám tématu, včetně pokusu o zařazení tématu v rámci procesu europeizace práva finančního trhu, zahrnující dvě kapitoly, kapitolu věnovanou pojmovému vymezení a znakům investičních služeb, dvě kapitoly zabývající se detailně dvěma hlavními investičními službami, totiž přijímáním a předáváním pokynů týkajících se investičních nástrojů a investičním poradenstvím, a konečně kapitolu

Kronke, který jsem v průběhu doktorského studia měl možnost navštěvovat v rámci semestrálního výzkumného pobytu v německém Heidelbergu.

²⁰ Pro ilustraci tohoto tvrzení odkazuji například na problematiku mechanismu určení výše investorovi způsobené škody při chybném poskytnutí investičního poradenství. Srov. kapitolu 6. této práce.

věnovanou průsečíkům veřejnoprávní a soukromoprávní roviny předkládaného tématu v oblasti nástrojů ochrany investora.

Není-li níže stanoveno jinak, zachycuje práce právní stav ke dni 30. 12. 2016 a na některých místech nastiňuje i předpokládaný další vývoj tuzemské a především unijní právní úpravy.

1 Obecné otázky regulace poskytování investičních služeb

Před přistoupením k samotné analýze konkrétních investičních služeb a právního rámce jejich poskytování považují za nutné provést stručné vymezení institutu finančního trhu a jeho jednotlivých segmentů jako prostoru, v rámci něhož jsou investiční služby poskytovány, spolu s vymezením myšlenkových východisek, na kterých se regulace investičních služeb jako specifických činností na tomto trhu vykonávaných zakládá. S ohledem na užší zaměření předkládané práce a skutečnost, že oběma uvedeným oblastem se obsáhle věnuje četná zahraniční i tuzemská ekonomická i právnická odborná literatura, si tato kapitola neklade za cíl přinést teoreticky ucelené pojednání o institutu finančního trhu, pozornost bude zaměřena výhradně na otázky blíže spjaté s tématem práce.

1.1 Finanční trh jako prostor poskytování investičních služeb

Chápání finančního trhu jako jednoho ze základních finančněprávních institutů²¹ vychází především z myšlenkového konstruktů ekonomické teorie, který je teorií finančního práva přejímán a dále rozpracováván. Trhem obecná ekonomická teorie rozumí systémem, v rámci něhož dochází ke střetu nabídky a poptávky,²² tedy alokační systémem, který zajišťuje setkávání nabídky prodávajících a poptávky

²¹ Mezi základní finančněprávní instituty finančněprávní doktrína dále řadí daně a obdobná peněžítá plnění, rozpočet, úvěr, měnu a devizové hospodářství. Srov. BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. Základní finančněprávní instituty. In BAKEŠ, Milan a kol., s. 81 a násl.

²² VEIL, Rüdiger. *European capital markets law*. Oxford: Hart Publishing, 2013, s. 73. ISBN 978-1-84946-440-6.

kupujících tak, aby mohlo dojít ke směně zboží, služeb a dalších zdrojů.²³ Jelikož v rámci ekonomických činností dochází pravidelně k situaci, kdy u subjektů na straně jedné dochází ke kumulaci peněžních prostředků a tím jejich (dočasněmu) přebytku a u subjektů na straně druhé k (dočasněmu) nedostatku těchto prostředků, je pojmovým znakem moderní ekonomiky existence institutu, v rámci něhož dochází k dobrovolnému přemísťování dočasně volných peněžních prostředků mezi oběma výše zmíněnými kategoriemi subjektů.²⁴ Tímto institutem je finanční trh. Pojem finanční trh zahrnuje všechny z trhů, na nichž se střetává nabídka a poptávka po penězích a peněžitéch hodnotách za účelem umožnění obchodu mezi účastníky takových trhů.²⁵ V moderním chápání finančního trhu je třeba klást důraz na absenci jeho místního a časového určení a chápat jej jako decentralizovaný, hranice států překračující, v zásadě celosvětový a trvale operující systém, umožňující redistribuci peněžních prostředků na dobrovolném, smluvním principu.²⁶

V případě finančního trhu platí, že je jeho efektivní funkce podmíněna, kromě přítomností strany nabídky peněžních prostředků, kterou lze souhrnně označit za stranu investorů a která v případě finančního trhu představuje zároveň stranu poptávky po finančních investičních instrumentech²⁷ a strany poptávky po peněžních prostředcích, kterou lze souhrnně označit jako stranu emitentů a která zároveň

²³ ROSE, Peter S. *Peněžní a kapitálové trhy: finanční systém ve stále globálnější ekonomice*. Praha: Victoria Publishing, 1995, s. 17. ISBN 80-85605-52-X.

²⁴ V této souvislosti je zdůrazňováno alokační působení finančního trhu, které je spolu s funkcí akumulací a mobilizační základní funkcí institutu finančního trhu.

²⁵ GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, s. 1. ISBN 978-3-406-65413-8.

²⁶ BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. Základní finančněprávní instituty. In BAKEŠ, Milan a kol., s. 102.

²⁷ KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKEŠ, Milan a kol., s. 421.

představuje stranu nabídky finančních investičních instrumentů, přítomností různorodé skupiny subjektů vykonávajících činnosti zprostředkovatelské povahy, které vstupují mezi stranu investorů a stranu emitentů a svým působením, které je navenek uskutečňováno prostřednictvím neméně různorodého okruhu činností, usnadňují nebo vůbec umožňují interakci obou výše zmíněných stran. Těmito subjekty, jak bude uvedeno níže, jsou finanční zprostředkovatelé, a z této kategorie především pro účely předkládané práce stěžejní množina poskytovatelů investičních služeb. Činnost poskytovatelů investičních služeb probíhá jak při straně nabídky finančních investičních instrumentů, kde tyto subjekty spolupůsobí například při emisi investičních cenných papírů, tak na straně poptávky po finančních investičních instrumentech, kde tyto subjekty poskytují řadu služeb směřujících k identifikování investiční příležitosti a realizaci investičního rozhodnutí, tak ale též v místě střetu nabídky a poptávky, kde tyto subjekty zajišťují existenci potřebné tržní infrastruktury nezbytné k provedení obchodu s finančním investičním instrumentem, který obě výše uvedené strany nabízejí nebo poptávají. V této souvislosti je třeba zdůraznit roli poskytovatelů investičních služeb jako tvůrců a provozovatelů mnohostranných obchodních systémů. Přítomnost finančních zprostředkovatelů představuje jeden z charakteristických znaků finančního trhu,²⁸ přičemž lze konstatovat, že při zohlednění současné komplexnosti finančního trhu je přítomnost a výkon činnosti poskytovatelů investičních služeb na finančním trhu jednou z nutných podmínek pro jeho účinné fungování.

Finanční trh jako ekonomická kategorie bývá v literatuře dále členěn podle celé řady kritérií na dílčí segmenty, přičemž z pohledu předkládané

²⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 7-8.

problematiky je klíčové především dělení finančního trhu na trh peněžní a trh kapitálový. V tomto případě dle všeobecné doktrinární shody představuje rozlišovací kritérium počáteční splatnost²⁹ a charakter nástrojů obchodovaných na tom kterém segmentu finančního trhu, přičemž obě tyto veličiny jsou do určité míry provázány.³⁰ Peněžní trh je vnímán jako trh krátkodobých peněz, respektive nástrojů peněžní prostředky reprezentujících, zatímco kapitálový trh je trhem nástrojů střednědobých a dlouhodobých. Doba splatnosti, rozhodná pro zařazení konkrétního nástroje do množiny nástrojů peněžního, nebo kapitálového trhu je v tuzemském kontextu stanovena na 12 měsíců, je však třeba upozornit, že náhled na tuto časovou hranici se může v rámci zahraniční doktríny i lišit.³¹ Bez nároku na přesné určení zmíněné hranice lze obecně shrnout, že nástroje obchodované na peněžním trhu mají splatnost vyjádřenou řádově ve dnech, týdnech nebo měsících, zatímco nástroje obchodované na kapitálovém trhu mají splatnost vyjádřenou v letech, případně splatnost vůbec vyjádřenou nemají. Členění finančního trhu na uvedené dva segmenty nemusí být konečné, v zahraniční doktríně lze narazit na distinkci peněžního a kapitálového trhu, ale dále i trhu derivátů a směnárenského trhu jako segmentů finančního trhu odlišných od prvních dvou uvedených.³² Ačkoli je právě nastíněné členění finančního trhu otázkou primárně akademickou, je třeba upozornit na skutečnost, že tato otázka má i praktické přesahy. Vhodným příkladem, který bude níže podrobněji zmíněn, je oprávnění některých kategorií poskytovatelů

²⁹ Počáteční splatností je třeba rozumět splatnost konkrétního nástroje při jeho vydání. Srov. HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 7.

³⁰ RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ, s. 6.

³¹ Německé zdroje uvádí v případě splatnosti nástrojů obchodovaných na peněžním trhu rozmezí 3 až 14 měsíců. Srov. GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT, s. 1-2.

³² VEIL, Rüdiger, s. 74.

investičních služeb poskytovat své služby výhradně k nástrojům, které lze kategorizovat jako nástroje kapitálového, nikoli peněžního trhu.

V souvislosti s teoretickým zařazením otázek souvisejících s investičními službami a jejich poskytováním do rámce finančního trhu (a následně práva finančního trhu) považují za vhodné zdůraznit, že se tyto otázky prolínají oběma výše zmíněnými segmenty, tedy jak trhem peněžním, tak, a to především, trhem kapitálovým.³³ Regulace poskytování investičních služeb chápe finanční trh jako celek a neomezuje svou působnost pouze na kapitálový trh ve smyslu výše uvedeného členění, resp. nástroje kapitálového trhu, avšak dopadá i na nástroje trhu peněžního. V této souvislosti je někdy připomínáno³⁴ příliš zužující pojmosloví užívané základním národním právním předpisem upravujícím danou oblast, zákonem o podnikání na kapitálovém trhu.³⁵ Uvedená situace, která je důsledkem komplexního přístupu k činnostem vykonávaným na finančním trhu ve vztahu k investičnímu nástroji v předkládané oblasti poněkud relativizuje účelnost teoretického oddělení peněžního a kapitálového trhu a podporuje tak čas od času formulované závěry o umělé povaze distinkce obou segmentů finančního trhu jako univerzálního finančněprávního institutu.

Právě provedená relativizace účelnosti odlišování institutu kapitálového trhu a finančního trhu nic nemění na skutečnosti, že předkládaná problematika s ohledem na svůj převažující předmět, tedy investiční nástroje jako finanční investiční instrumenty s dobou splatnosti zpravidla přesahující 12 měsíců a právní vztahy související

³³ Tedy trhem, na kterém jsou nabízeny a poptávány kapitálové nástroje. CLAUSSEN, Carsten Peter a Roland ERNE. *Bank- und Börsenrecht*. 2. Aufl. München: Beck, 2000, s. 433. ISBN 3-406-46203-0.

³⁴ HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 8.

³⁵ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“).

s poskytováním vybraných služeb ve vztahu k těmto nástrojům, je převážně zařazována přímo jako součást segmentu kapitálového trhu s přesahy do segmentu trhu finančního, s omezenou pozorností na případné zařazení problematiky do kontextu širšího institutu finančního trhu. Jako účelné se podle mého názoru tedy jeví obecné zařazení poskytování investičních služeb do rámce finančního trhu a v případě dalšího dělení do segmentu trhu kapitálového při současném zohlednění přesahů problematiky do oblasti trhu finančního,³⁶ když samotné zařazení do práva finančního trhu bez dalšího by se mohlo jevit jako příliš obecné a s ohledem na převažující část materie i do jisté míry zavádějící.

1.2 Obecně k pojmu regulace a regulace finančního trhu

Poskytování investičních služeb je jako jedna z činností vykonávaných v rámci mechanismu finančního trhu činností právním řádem rozsáhle regulovanou. Pojmu regulace, který lze označit za pojem vlastní oboru teorie práva³⁷ jsou věnována jiná teoretická pojednání, nepovažuji proto za nutné se k němu na tomto místě obsáhleji vracet. Lze stručně připomenout, že dle obecné teorie práva je regulativnost spolu s právní závazností, obecností a vynutitelností státním donucením jedním z definičních znaků právní normy, kdy právní norma je příslušným subjektem vydávána, aby ve společnosti něco regulovala, což plyne z jejího charakteru jako společenského regulativu.³⁸ Z tohoto obecného právně-teoretického pojetí vychází i současné doktrinární přístupy k institutu regulace finančního nebo úžeji kapitálového trhu. Přestože lze souhlasit s názorem, podle něhož prozatím neexistuje obecně přijímaná

³⁶ Obdobně HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 8.

³⁷ KOHAJDA, Michael. *Dozor nad regulovanými subjekty finančního trhu* [online]. Praha, 2008, s. 14. Vedoucí práce Milan Bakeš.

³⁸ KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Praha: Beck, 1995, s. 148. ISBN 80-7179-028-1.

definice regulace kapitálového trhu,³⁹ kdy toto tvrzení lze vztáhnout i na regulaci finančního trhu obecně, lze podstatu tohoto pojmu ilustrovat zahraniční i tuzemskou literaturou. V chápání zahraniční literatury lze pod pojem regulace finančního trhu zařadit jakoukoli normativní úpravu, vztahující se k předmětné oblasti s tím, že nemusí jít pouze o normy obsažené v právních předpisech, ale též v normotvorbě orgánů veřejné moci a soukromoprávních subjektů.⁴⁰ Institut regulace finančního trhu je následně odlišován od regulace trhu kapitálového, kdy do rámce regulace kapitálového trhu spadá regulace transakcí s investičními nástroji, nikoli již regulace bankovníctví a pojišťovnictví, zatímco regulace finančního trhu je chápána v širším smyslu a zahrnuje všechny výše uvedené oblasti.⁴¹ Z tuzemské literatury prezentovaných přístupů k pojmu regulace lze pro oblast regulace finančního trhu a činností na něm vykonávaných za podnětné označit chápání tohoto institutu jako „*vytváření vzorců, pravidel chování na finančním trhu, jež jsou autoritativně prosazovány prostřednictvím právních norem.*“⁴² Logickým vyústěním existence takto vytvořených a ve vztazích mezi veřejnou mocí a jednotlivými subjekty finančního trhu autoritativně prosazovaných pravidel je chápání regulace jako usměrňování nebo limitování určitých činností, a to na základě předem známých pravidel, vyvolané potřebami společnosti v určité oblasti, přičemž v případě regulace právní je regulace realizována

³⁹ WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 27.

⁴⁰ WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 27.

⁴¹ WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 28.

⁴² KOHAJDA, Michael, s. 16.

normativní činností,⁴³ tedy především prostřednictvím obecně závazných normativních právních aktů, právních předpisů.⁴⁴

V kontextu předkládané problematiky je pro vymezení pojmu regulace v oblasti finančního trhu vhodné dále nahlédnout do relevantních právních předpisů finančního trhu, které s uvedeným pojmem pracují. V kontextu unijního práva je tímto předpisem především účinná směrnice o trzích finančních nástrojů⁴⁵ a směrnice, nahrazující tuto směrnici s účinností od roku 2018.⁴⁶ Oba zmíněné prameny unijního práva s pojmem regulace pracují jak v preambulích, tak v samotné normativní části, přičemž tento pojem je převážně užíván ve smyslu stanovení nových pravidel nebo rozšíření aplikace stávajících pravidel na dosud neupravené oblasti, například v případě některých strukturovaných investičních nástrojů,⁴⁷ nebo posílení, prohloubení pravidel stávajících, která se v průběhu doby jejich aplikace ukázala být nedostatečnými.⁴⁸

⁴³ VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Kontrola nad finanční činností*. Praha: Univerzita Karlova. Právnická fakulta, 2015, s. 28. ISBN 978-80-87975-40-4.

⁴⁴ GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. 4. upr. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, s. 75. ISBN 978-80-7380-023-9

⁴⁵ 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 (dále jen „MiFID“).

⁴⁶ 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 (dále jen „MiFID II“).

⁴⁷ Srov. recital 4 preambule MiFID, resp. recital 8 preambule MiFID II: „*Je vhodné do seznamu finančních nástrojů zařadit určité komoditní deriváty a jiné nástroje, které jsou vytvořeny a se kterými se obchoduje způsobem, jenž vyžaduje podobný typ regulace jako tradiční finanční nástroje.*“

⁴⁸ Srov. recital 4 preambule MiFID II: „*Finanční krize odhalila nedostatky ve fungování a transparentnosti finančních trhů. Vývoj finančních trhů poukázal na potřebu posílit rámec pro regulaci trhů finančních nástrojů, včetně případů obchodování na mimoburzovních trzích (OTC), s cílem zvýšit transparentnost, poskytnout lepší ochranu investorům, posílit důvěru, řešit otázku neregulovaných oblastí a zajistit, aby orgány dohledu měly patřičné pravomoci k plnění svých úkolů.*“

V tuzemském kontextu pak jde zejména o ZPKT jako základní stavební kámen regulace poskytování investičních služeb a zákon o bankách. V prvním případě je pojem využíván v kontextu řízení rizik⁴⁹ a dále v případě vymezení jedné z kategorií trhu s investičními nástroji, regulovaného trhu. Regulovaným trhem se v souladu s příslušným ustanovením ZPKT rozumí *„trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením České národní banky, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh, která jsou v souladu se ZPKT.“*⁵⁰ V rámci uvedené legální definice je třeba zdůraznit prvek existence organizátorem regulovaného trhu v souladu se ZPKT stanoveného souboru pravidel, jehož prostřednictvím tento subjekt reguluje, neboli usměrňuje jednotlivé aspekty činnosti regulovaného trhu a jeho účastníků. V případě druhém se pak s pojmem regulace setkáváme v kontextu existence zvláštních pravidel pro poskytování některých finančních služeb dle sektorových zákonů v oblasti finančního trhu.⁵¹

Lze shrnout, že výše ilustrovaný pozitivněprávní kontext užití pojmu regulace podle mého názoru odůvodňuje chápání tohoto pojmu v oblasti finančního trhu jako usměrňování, spíše než omezování aktivit na finančním, resp. kapitálovém trhu vykonávaných, tedy *„(...) stanovení speciálních pravidel upravujících postavení a chování jednotlivých subjektů kapitálového trhu a vytvoření mechanismu kontroly a vynucování těchto pravidel.“*⁵² Smyslem regulace není omezování nebo limitování

⁴⁹ Srov. § 150 odst. 1 ZPKT.

⁵⁰ Srov. § 55 odst. 1 ZPKT.

⁵¹ Srov. § 1 odst. 5 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách.

⁵² HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 10-11.

fungování a rozvoje finančního trhu pomocí stanovení závazných pravidel, jako spíše usměrňování jednotlivých subjektů a jejich činností tak, aby bylo dosaženo právní úpravou chráněných a společensky významných cílů.

1.3 Ideová východiska regulace poskytování investičních služeb

Důvody rozsáhlé regulace poskytování investičních služeb v zásadě splývají s obecnými důvody regulace finančního trhu a činností na finančním trhu vykonávaných, přičemž vychází z obecných principů funkce práva jako společenského regulátoru⁵³ a je třeba je v souladu s obecným doktrinárním přístupem hledat jednak v komplexnosti vztahů na finančním trhu vznikajících a existujících, jednak, a to především, v celkovém stěžejním ekonomickém působení institutu finančního trhu v moderní společnosti. Určitá specifika pak vychází z převažující povahy investičních služeb jako zprostředkovatelských činností, poskytovaných též investorům se statutem neprofesionálních zákazníků,⁵⁴ kdy poskytnutá investiční služba zahrnující interakci mezi poskytovatelem a investorem tvoří nezbytný mezičlánek mezi emitentem investičního nástroje, tímto investičním nástrojem, jehož se poskytnutá služba (a současně zájem investora) týká a takovým investorem. Je zřejmé, že případné pochybení při poskytování investiční služby může mít dalekosáhlé dopady na důvěru investora nejen v konkrétní investiční nástroj resp. jeho konkrétního emitenta, ale též ve fungování finančního trhu jako takového. V této souvislosti je podle mého názoru třeba zdůraznit, že v nezanedbatelném procentu případů to je právě poskytovatel investiční služby a kvalita jeho

⁵³ KNAPP, Viktor, s. 40.

⁵⁴ Blíže ke kategorizaci investorů, resp. zákazníků jako adresátů investičních služeb srov. kapitulu 6 této práce.

výkonu, která ovlivní reputaci konkrétního investičního nástroje, kategorie investičních nástrojů nebo emitenta v očích retailových investorů jako kategorie investorů, jejíž zastoupení na finančním trhu v unijním, ale i tuzemském kontextu nabývá na objemu.

V rámci rešerší provedených v procesu příprav této disertační práce jsem se seznámil s celou řadou teoretických přístupů k vymezení cílů regulace finančního trhu, které lze aplikovat i na specifickou oblast poskytování investičních služeb. Tradičně bývají v literatuře uváděny základní čtyři cíle regulace, kterými jsou ochrana finančního trhu a finančních institucí proti systémovému riziku, ochrana spotřebitele, podpora efektivity finančního systému jako celku a dosahování určitých státem stanovených společenských cílů.⁵⁵ Z okolností vážících se k jednotlivým cílům regulace vychází jedno z několika možných teoretických třídění regulace finančního trhu⁵⁶ na regulaci obezřetnostní, kdy je cílem zajištění odpovídajícího ekonomického a organizačního stavu subjektů působících na finančním trhu,⁵⁷ systémovou, kdy je cílem zajištění stability finančního systému jako celku, ochranu spotřebitele, zaměřenou na pravidla jednání se spotřebiteli vytvořená s cílem ochránit je před faktory jako jsou neúplné informace, nesprávné jednání finančních institucí, nekalé praktiky a podobně a konečně zachování spravedlivého soutěžního prostředí s cílem zajistit fungování odpovídající soutěže mezi finančními institucemi a omezení praxe ohrožující soutěž.⁵⁸ Někteří autoři

⁵⁵ HERRING, Richard J., SANTOMERO, Anthony M. *What is optimal financial regulation?* The Wharton School. University of Pennsylvania [online]. 1999. [cit. 2016-09-21]. Dostupné z WWW: <https://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-34.html>, s. 14-15.

⁵⁶ K jednotlivým teoretickým tříděním regulace finančního trhu srov. KOHAJDA, Michael, s. 19 a násl.

⁵⁷ V originále „*safety and soundness of individual financial institutions*“.

⁵⁸ LLEWELLYN, David T. *Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues*. Paper presented at a World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs. Washington DC, 6th and 7th June, 2006

jako alternativu k výše uvedené koncepci předkládají náhled na cíle regulace finančního trhu ekonomickou optikou, když za primární cíl považují podporu efektivitu finančního systému prostřednictvím potírání protisoutěžního jednání, špatné praxe na trhu, informační asymetrie a systémové nestability.⁵⁹

Přestože se jednotlivé přístupy, jak bylo ve stručnosti ilustrováno výše, liší v širší okruhu cílů regulace finančního trhu i přesném vymezení těchto cílů, jejich zřetelně identifikovatelným společným jmenovatelem, který se též projevuje v pozitivním právu⁶⁰ a je uznáván doktrínou,⁶¹ je podle mého názoru důraz na efektivitu a důvěryhodnost finančního trhu na straně jedné a ochranu investorů na straně druhé. Tyto dva pojmy přitom nevystupují izolovaně, je třeba je chápat jako vzájemně se doplňující, přičemž další cíle regulace, jako je například nediskriminační přístup k účastníkům finančního trhu nebo spravedlivá soutěž, představují dílčí aspekty obou uvedených centrálních pojmů.⁶² Oba výše uvedené primární cíle nejsou pouhým teoretickým konstruktem, ale mají svůj odraz v unijním i národním pozitivním právu. Příkladem budiž nenormativní částí směrnic regulujících problematiku investičních služeb⁶³ a příslušná

[online]. 2006. [cit. 2016-09-21]. Dostupné z WWW: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/2057292-1162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>.

⁵⁹ CARMICHAEL, Jeffrey, POMERLEANO, Michael. *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*. Washington, DC: World Bank. [online]. 2002. [cit. 2016-09-21]. Dostupné z WWW: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15236>, s. 24 a násl.

⁶⁰ Srov. např. recital 10 preambule směrnice Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (dále jen „směrnice o prospektu“).

⁶¹ CAPEK, Sebastian. *Der Anlegerschutz in Deutschland: Welche rechte haben geschädigte Anleger von Lehman Brothers Zertifikaten?* Hamburg: Diplomica Verlag GmbH, 2010, s. 23. ISBN 978-3-8366-9594-7.

⁶² VEIL, Rüdiger, s. 74.

⁶³ Srov. např. recital 31 a 44 preambule MiFID nebo recital 86 preambule MiFID II.

ustanovení národních implementačních předpisů.⁶⁴ Mohou tak posloužit jako interpretační vodítko při zaplňování mezer, které s sebou regulace investičních služeb nevyhnutelně přináší, a to za pomoci argumentace *e ratione legis* v rámci teleologického nebo historického výkladu.⁶⁵

V rámci unijní regulace finančního trhu, jejíž je předkládaná problematika integrální součástí, přistupuje ke zmíněným cílům nadto cíl třetí, kterým je vytvoření a zajištění fungování vnitřního trhu v oblasti investičních služeb⁶⁶ formou zajištění realizace svobody usazování, volného pohybu služeb a volného pohybu kapitálu. Tento cíl je podle mého názoru třeba chápat jako komplementární k oběma výše uvedeným, při jeho dosahování nesmí být žádný z dříve uvedených cílů opominut.

1.3.1 Efektivita a důvěryhodnost kapitálového trhu

Prvním z výše identifikovaných hlavních cílů regulace poskytování investičních služeb je zajištění hladkého fungování finančního, resp. kapitálového trhu a důvěry veřejnosti v trh, které jsou předpokladem ekonomického růstu,⁶⁷ a které jsou někdy souhrnně označovány pojmem ochrana kapitálového trhu. Efektivita fungování kapitálového trhu bývá někdy podrobněji označována za trojdimenzionální, kdy první rovinou je efektivita institucionální, zahrnující svobodný přístup strany nabídky a poptávky na kapitálový trh, druhou efektivita operační, spočívající v redukci transakčních nákladů a konečně rovinou třetí alokační efektivita, spočívající v dosahování co nejvyššího zisku za současného zajištění rozumné míry rizika pro investory.⁶⁸ Ochrana kapitálového trhu je

⁶⁴ V kontextu právního řádu České republiky srov. § 1 odst. 1 ZPKT.

⁶⁵ Blíže GERLOCH, Aleš, s. 150-151 nebo KNAPP, Viktor, s. 171.

⁶⁶ Jak deklarují prameny unijního práva a uvádí též literatura. Srov. např. recital 4 preambule směrnice o prospektu a GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT, s. 3-4.

⁶⁷ Srov. recital 1 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu).

⁶⁸ VEIL, Rüdiger, s. 18-19.

realizována několika kategoriemi pravidel. Za prvé jde o obezřetnostní pravidla (*prudential rules*) dopadající na poskytovatele investičních služeb, která stanoví základní organizační, kapitálové, odbornostní a další požadavky tak, aby byla činnost v oblasti investičních služeb umožněna výhradně k tomu způsobilým subjektům. Dále jsou to pravidla transparentnosti a integrity trhu (*market transparency* nebo *market integrity*), jejichž cílem je zajistit stabilní fungování kapitálového trhu, resp. jeho dílčích segmentů a konečně jde o pravidla zajišťující včasnou dostupnost obsahově dostačujících informací o investičních nástrojích a jejich emitentech (*issuer's transparency*).⁶⁹

Conditio sine qua non pro efektivní fungování finančního trhu přitom představuje důvěra obou hlavních množin jeho účastníků, tedy jak strany emitentů, nabízejících na kapitálovém trhu investiční nástroje a poptávající kapitál, tak, a to především, strany investorů, nabízejících kapitál a hledajících možnosti jeho zhodnocení, v kapitálový trh jako celek, tedy v jeho fungování a v poskytovatele služeb na trhu se pohybující. Případné narušení důvěry investorů ve významném rozsahu může vést ke snížení objemu investic na kapitálovém trhu realizovaných a tím k ohrožení jeho samotné funkce jako systému směny finančních investičních instrumentů za peněžní prostředky, naopak narušení důvěry strany nabídky investičních nástrojů výrazně limituje tuto nabídku. Činnosti poskytovatelů investičních služeb a jejich kvalita jsou přitom dle mého názoru stěžejním prvkem, budujícím nebo naopak ohrožujícím důvěru především retailových investorů v kapitálový trh jako celek. Poskytovatel investičních služeb a jím poskytovaná služba totiž typicky představují první a pravděpodobně i nadále nejbližší pojítka mezi

⁶⁹ HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 8-9.

investorem a realitou kapitálového trhu, právě na základě poskytovaných investičních služeb si investor utváří dojem ohledně kapitálového trhu a dalších poskytovatelů služeb na něm působících. Jak uvádím v kontextu distribuce investičních nástrojů na jiném místě, případná pochybení při poskytování investičních služeb představují reputační riziko nejen pro samotného poskytovatele, ale též pro celou řadu dalších subjektů v distribučním řetězci konkrétního investičního nástroje, a to včetně emitenta či tvůrce tohoto nástroje.⁷⁰ Tato naznačená zásadní role poskytovatelů investičních služeb se v rámci regulatorního rámce projevuje jak nastavením obezřetnostních požadavků, tak v oblasti pravidel jednání se zákazníky.

Mé dosavadní poznatky z tuzemské praxe poskytování investičních služeb na kapitálovém trhu ukazují, že výše uvedená hypotéza nemá svůj odraz pouze v teoretické rovině a že nesprávný nebo neetický způsob poskytování investičních služeb může citelně zasáhnout reputaci určitého segmentu kapitálového trhu nebo určité kategorie investičních nástrojů, stejně jako určité kategorie poskytovatelů investičních služeb.⁷¹ Uvedené tvrzení lze nejlépe ilustrovat na problematice v nedávném období poměrně rozšířené nesprávné praxe při poskytování vybraných investičních služeb k investičním cenným papírům, zejména akciím, neprofesionálním zákazníkům některými investičními zprostředkovateli. V této souvislosti v prostředí tuzemského kapitálového trhu zdomácněl pojem *churning*, původně známý z prostřední kapitálového trhu Spojených států amerických, tedy nekalá praktika spočívající mimo jiné v nadměrném

⁷⁰ HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*. Praha: Leges, 2016, s. 25-26. ISBN 978-80-7502-152-6.

⁷¹ Tento závěr neplatí pouze v oblasti poskytování investičních služeb, ale například také v aktuálně intenzivně diskutované oblasti konstrukce, distribuce a rizika missellingu životního pojištění s rezervotvornou nebo investiční složkou.

obchodování s investičními nástroji zákazníka bez ekonomického opodstatnění za účelem maximalizace zisku poskytovatele investiční služby, plynoucího z poplatků za uskutečněné transakce.⁷² Následkem naznačené praxe bylo jednak zpochybnění kredibility a odůvodněnosti existence kategorie investičních zprostředkovatelů jako takové, jednak úvahy o (ne)vhodnosti přímých investic retailových investorů se statutem neprofesionálních zákazníků do investičních cenných papírů, jednak celková nedůvěra retailových investorů v tento segment kapitálového trhu. Mám za to, že v porovnání se západoevropskými členskými státy stále relativně nižší objem přímých investic neprofesionálních zákazníků do investičních cenných papírů⁷³ v tuzemském prostředí může být do určité míry podmíněn opatrností a nedůvěrou investorů plynoucí z výše charakterizovaného nežádoucího, mnohdy až predátorského způsobu poskytování investičních služeb. Jak bude v podrobnostech uvedeno dále v této práci, tato skutečnost je jedním z důvodů, proč je v souvislosti s implementací MiFID II v zájmu ochrany kapitálového trhu a ochrany investorů do právního řádu České republiky navrhováno omezení stávajících oprávnění investičního zprostředkovatele co do okruhu investičních nástrojů, kterých se poskytované investiční služby mohou týkat,⁷⁴ přestože se obsah výjimky, stanovené MiFID a představující právní základ existence a činnosti investičních zprostředkovatelů jako

⁷² Blíže k tomu kapitola 5.2 a CHOD, Karel. *Investiční zprostředkovatel: legislativa a praxe, nekalé praktiky*. Brno: Tribun EU, 2013, s. 137 a násl. ISBN 978-80-260-5358-3.

⁷³ Pro relevantní data za rok 2015 srov. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2016. [cit. 2016-11-27] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2015. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2015/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-25123>.

⁷⁴ Jedná se zejména o vynětí akcií z působnosti investičních zprostředkovatelů. Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2016. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2016-09-22] Sněmovní tisk 869/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=869&CT1=0>, s. 193 a násl.

národní kategorie poskytovatelů investičních služeb, s účinností MiFID II věcně nemění.⁷⁵

1.3.2 Ochrana investorů

V pořadí druhým, avšak nikoli méně významným cílem unijní i národní regulace poskytování investičních služeb je ochrana investorů, a to především investorů retailových, v pozitivněprávní terminologii označených jako zákazníci, kteří nejsou profesionálními zákazníky.⁷⁶ V případě tohoto cíle je tedy, na rozdíl od univerzálního zaměření ochrany kapitálového trhu, důraz kladen na stranu nabídky peněžních prostředků, resp. poptávky po finančních investičních instrumentech. Tento cíl je v souladu s dobře patrným trendem rostoucího významu ochrany investorů v rámci přijímané unijní i národní legislativy, který se projevuje jednak v normativní rovině významným rozšiřováním materie sloužící primárně k ochraně investora, jednak v rovině nenormativní často vzletnou proklamací záměru unijního normotvůrce přispět prostřednictvím přijímané právní úpravy k ochraně investorů.⁷⁷ Jak uvádím na jiném místě, *„nelze přehlédnout trend výrazného nabývání objemu opatření, cílících primárně na ochranu investora na kapitálovém trhu. Pro ilustraci výše uvedeného, za předchozí dvě dekády jsme svědky přechodu od poměrně subtilní regulace, založené zejména na plnění informačních povinností vůči investorovi, přes regulaci přinášející mimo jiné povinnosti poskytovatele služeb na kapitálovém trhu posoudit, zda je nabízená investice pro investora vhodná, k regulaci, která přináší povinnost emitenta či tvůrce investičního nástroje zajistit, aby byl daný investiční nástroj distribuován výhradně na předem vymezeném a zhodnoceném*

⁷⁵ Srov. článek 3 MiFID a článek 3 odst. 1 písm. a) až c) MiFID II.

⁷⁶ Srov. např. § 12b odst. 1 písm. d) a § 32 odst. 4 písm. b) ZPKT.

⁷⁷ Srov. např. recital 3 MiFID II.

*cílovém trhu.*⁷⁸ Jak již bylo naznačeno v úvodu této práce a bude též v podrobnostech odůvodněno níže,⁷⁹ vycházím z hypotézy, že i přes nezpochybnitelný přínos unijní i národní regulace naráží tato postupně na limity své efektivity, determinované již samotnou její převažující veřejnoprávní podstatou.⁸⁰

Výše zmíněný trend nabral na rychlosti v souvislosti se světovou finanční krizí, která v kombinaci s nedostatky regulatorního rámce způsobila ve světovém i unijním měřítku citelné ztráty na straně investorů a odhalila několik oblastí, které je třeba reformovat. V oblasti investičních služeb jimi jsou nedostatek adekvátních a přesných informací na straně investorů, kdy jsou investoři zahlceni obsáhlými, mnohdy nepřehlednými a specifickým jazykem psanými dokumenty, které snižují vzájemnou porovnatelnost finančních produktů, dále užívání agresivních obchodních praktik při nabízení nebo samotné tvorbě finančních produktů a neoznamování střetu zájmů v okamžiku nabízení finančního produktu.⁸¹ Unijní regulace na tyto oblasti reflektuje různými způsoby. Na tomto místě postupně k jednotlivým problematickým oblastem zmiňuji alespoň zakotvení povinnosti vyhotovit a předložit tzv. klíčové informací pro investory v případě nabízení investic do fondů kolektivního investování⁸²

⁷⁸ HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*, s. 26-27.

⁷⁹ Blíže se tomuto tématu věnuje kapitola 6 této práce.

⁸⁰ Také viz HOBZA, Martin. *Investment services and protection of the retail client. The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2015, roč. 5, číslo 1, s. 57 a násl. ISSN 1805-8396.

⁸¹ TIRUMANDYAM, Praveen, KANCHAN Ashish. *Investor & Consumer Protection Regulations in Financial Services*. [online]. 2011. [cit. 2016-09-22]. Dostupné z WWW: https://www.fi.capgemini.com/resource-file-access/resource/pdf/Investor___Consumer_Protection_Regulations_in_Financial_Services.pdf.

⁸² Srov. článek 78 a násl. směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (dále jen „UCITS IV“) ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice

a strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou⁸³ jako přehledných dokumentů, umožňujících srovnání nabízených finančních produktů, posílená pravidla jednání se zákazníky⁸⁴ nebo pravidla pro vyloučení střetu zájmů v případě poskytování nezávislého investičního poradenství.⁸⁵

Ochrana investora je v oblasti poskytování investičních služeb realizována několika kategoriemi opatření, z nichž některá byla již zmíněna v souvislosti se zajištěním efektivity a důvěryhodnosti kapitálového trhu. Tato různorodá opatření lze dle mého názoru schematicky členit na základě jejich charakteru na:

- 1) opatření normativní, kterými rozumím především příslušná ustanovení právních předpisů, tvořících regulační rámec poskytování investičních služeb, směřující částečně či výhradně k ochraně investora; do této kategorie by dle mého názoru bylo možno zařadit i případnou specifickou procesněprávní úpravu, sloužící k ochraně investora jako adresáta investičních služeb,
- 2) nenormativní, kterými rozumím mimoprávní vlivy působící pozitivně na schopnost investora posoudit základní prvky a rizika nabízené investiční služby nebo obchodu s investičním nástrojem, jako je například vzdělávací a osvětová činnost směřující ke zvýšení

2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitářů, zásady odměňování a sankce (dále jen „UCITS V“) a implementační ustanovení § 227 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen „ZISIF“).

⁸³ Srov. nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou (dále jen „nařízení PRIIPs“).

⁸⁴ Srov. článek 24 a násl. MiFID II.

⁸⁵ Srov. článek 24 odst. 7 MiFID II.

finanční gramotnosti investorů, ať už je vykonávána veřejnoprávním subjektem nebo subjektem soukromoprávního charakteru, a dále působení konkurenčního prostředí na kapitálovém trhu, přispívající k větší šíři a kvalitě poskytovaných investičních služeb,

- 3) institucionální, kterými rozumím jednak existenci a činnost institucí, jejichž úkolem je v širokém slova smyslu vylepšit pozici investora v případě, že byl v rámci svého působení na kapitálovém trhu poškozen poskytovatelem investičních služeb nebo jeho činností, jako je například existence záručních systémů, v tuzemském kontextu představovaných Garančním fondem obchodníků s cennými papíry⁸⁶ nebo specializovaných orgánů mimosoudního řešení sporů z investičních služeb, představovaných v České republice s ohledem na nedávno udělenou univerzální působnost finančního arbitra pro spory z investičních služeb tímto orgánem,⁸⁷
- 4) a konečně dohledová, spočívající ve výkonu dohledu nad kapitálovým trhem obecně a dodržováním pravidel směřujících k ochraně investorů zvláště.

Na základě charakteru jejich působení pak lze opatření členit na:

- 1) bezprostřední, tedy směřující přímo k ochraně investora jako primárnímu cíli, a
- 2) zprostředkovaná nebo zprostředkovaně působící, směřující primárně k odlišnému cíli, avšak pozitivně působící i na oblast ochrany investora.

Typickým příkladem normativního bezprostředně působícího opatření ochrany investorů, kterému bude pozornost věnována v dalších

⁸⁶ Srov. § 128 a násl. ZPKT.

⁸⁷ Srov. § 1 odst. 1 písm. h) zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi.

částech předkládané práce, jsou pravidla jednání poskytovatele investičních služeb se zákazníky, tedy pravidla, která „(...)zahrnují zejména celkový směr jednání dohlíženého subjektu s klienty, plnění informačních povinností vůči klientům, rovné zacházení s klienty, zjišťování a hodnocení relevantních informací o klientovi atp.,“⁸⁸ jejichž převažujícím účelem je vyvážit faktickou nerovnost mezi neprofesionálním zákazníkem a poskytovatelem investičních služeb jako profesionálem na kapitálovém trhu. Naopak příkladem normativního zprostředkovaně působícího opatření jsou obezřetnostní pravidla, tedy pravidla zahrnující mimo jiné požadavky na vnitřní řídicí a kontrolní systém a organizační uspořádání poskytovatelů investičních služeb,⁸⁹ požadavky na minimální výši kapitálu,⁹⁰ kapitálovou přiměřenost, požadavky na odbornou způsobilost jednotlivců působících v orgánech poskytovatele investičních služeb, případě osob, zastupujících poskytovatele při samotném poskytování investičních služeb na kapitálovém trhu⁹¹ a jiné, jejichž primárním účelem je zajistit plnění kvalitativních požadavků jednotlivými poskytovateli, nicméně sekundárně působí tato pravidla pozitivně i na míru ekonomické jistoty investorů, když by měla, alespoň teoreticky, zajistit poskytování investičních služeb pouze k tomu organizačně, kapitálově i odborně vybavenými subjekty.

Pozornost, kterou unijní i národní právo přikládá ochraně investora prostřednictvím pravidel jednání, vychází z již zmíněné převažující

⁸⁸ VONDRÁČKOVÁ, Pavlína, s 98.

⁸⁹ V případě obchodníka s cennými papíry srov. § 12 a násl. ZPKT a vyhlášku č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.

⁹⁰ V případě obchodníka s cennými papíry srov. § 8a ZPKT.

⁹¹ Například v případě investičního zprostředkovatele – právnické osoby srov. § 32 odst. 2 ZPKT ve spojení s § 14 ZPKT a vyhláškou č. 143/2009 Sb., odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

zprostředkovatelské povahy investičních služeb. Zprostředkovatelská činnost poskytovatele investiční služby typicky spočívá, jak bude uvedeno níže, v přímé interakci s investorem jako příjemcem, právě zde se otevírá prostor pro nejefektivnější a bezprostřední uplatnění pravidel, směřujících k ochraně investora. Lze konstatovat, že „*standardní retailový investor (...) těžko dohlédne důsledků změn u poskytovatele služeb na kapitálovém trhu ve veličinách, které jsou předmětem obezřetnostní regulace, na rozdíl od jemu přímo sdělených informací o riziku ztráty, které je s jeho investicí v případě selhání poskytovatele případně spojeno,*“⁹² případně sdělení, že zamýšlená investice neodpovídá investorovu finančnímu zázemí. V souladu se zákonem a pravidly jednání poskytnutá investiční služba představuje nutnou podmínku pro efektivní uplatnění dalších nástrojů ochrany investora, jako jsou například pravidla transparentnosti emitenta investičního cenného papíru spočívající v povinnosti vyhotovit a uveřejnit prospekt jako dokument obsahující informace nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených při veřejné nabídce investičního cenného papíru,⁹³ který je za asistence poskytovatele investičních služeb investorem upisován. Neuplatnil-li by poskytovatel investičních služeb pravidla jednání se zákazníky, zejména povinnost zjistit přiměřenost nebo vhodnost nákupu předmětného investičního cenného papíru zákazníkem, do určité míry by tím negoval pozitivní efekt investorovy obezřetnosti se základními charakteristikami nabývaného investičního nástroje. Jak jsem již uvedl na jiném místě dříve, „*(O)pomenutí u jednoho z právních nástrojů ochrany investora (v tomto případě posouzení přiměřenosti či vhodnosti) je (...) schopno snížit efekt jiného opatření (v tomto případě informační*

⁹² HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*, s. 28.

⁹³ Srov. § 35 a násl. ZPKT.

povinnosti), přičemž je nasnadě, že vysokou úroveň ochrany investora mohou, alespoň dle názoru unijního a národního normotvůrce, zajistit pouze obě doplňující se opatření v jejich vzájemné souvislosti.⁹⁴

1.3.3 Vnitřní trh v oblasti investičních služeb

Konečně třetím cílem, zahrnujícím oba cíle dříve uvedené, je prostřednictvím regulatorních nástrojů zajistit vytvoření a fungování vnitřního trhu v oblasti investičních služeb. Institut jednotného vnitřního trhu dle primárního práva⁹⁵ sestává ze čtyř tradičních prvků, totiž volného pohybu osob, v rámci něhož lze zařadit svobodu usazování, a dále volného pohybu zboží, služeb a kapitálu, k nimž je někdy řazen i prvek pátý, volný pohyb plateb, který však lze označit za podkategorii volného pohybu kapitálu.⁹⁶ Realizace a fungování vnitřního trhu v oblasti investičních služeb jsou zajištěny třemi z palety základních ekonomických svobod Evropské unie, konkrétně svobodou usazování,⁹⁷ volným pohybem služeb⁹⁸ a volným pohybem kapitálu.⁹⁹

Z takto vymezených prvků vnitřního trhu směřuje regulace poskytování investičních služeb jako podnikatelsky vykonávaných činností především k realizaci prvního a třetího prvku, přispívá však, i s ohledem na funkci investičních služeb jako činností směřujících k umožnění nebo usnadnění směny peněžních prostředků za investiční nástroje a naopak, také k volnému pohybu kapitálu. Tento prvek bývá chápán jako určitá doplňková, komplementární svoboda, která má

⁹⁴ HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*, s. 27.

⁹⁵ Srov. článek 26 odst. 2 Smlouvy o fungování Evropské unie (dále jen „SFEU“).

⁹⁶ STEHLÍK, Václav, Ondřej HAMULÁK a Michal PETR. *Praktikum práva Evropské unie: vnitřní trh: teoretické základy, judikatura, praktické příklady*. Praha: Leges, 2011, s. 211. ISBN 978-80-87576-09-0.

⁹⁷ Srov. článek 49 SFEU.

⁹⁸ Srov. článek 56 a 57 SFEU.

⁹⁹ Srov. článek 63 SFEU.

k ostatním svobodám určitou subsidiární povahu,¹⁰⁰ je však nutnou podmínkou pro realizaci ostatních svobod¹⁰¹ a zároveň existenci těchto ostatních svobod pro svoji realizaci pojmově předpokládá. Je zřejmé, že přeshraniční pohyby investičních nástrojů a peněžních prostředků realizované za přispění investičních služeb jsou podmíněny realizací ostatních svobod, zejména volným pohybem služeb, zároveň přeshraniční působení poskytovatele investiční služby na území jiného členského státu je podmíněno absencí překážek pro volný pohyb kapitálu a plateb.

Cíl přispět k zajištění fungování vnitřního trhu rezonuje unijní normotvorbou již od počátku regulace investičních služeb v 90. letech minulého století¹⁰² a projevuje se v pramenech unijního práva akcentem na svobodu usazování a volný pohyb služeb. Za nástroj pro dosažení zmíněného cíle lze v předkládané oblasti primárně označit ustanovení upravující poskytování investičních služeb v členském státě, resp. zákazníkům členského státu, poskytovatelem se sídlem v jiném členském státě. Svoboda usazování, obsahující prvek trvalé přítomnosti na území jiného členského státu, kterou lze obecně doktrinárně členit na primární usazování, jehož obsahem je typicky přenesení sídla obchodní korporace do jiného členského státu, a sekundární usazování, jehož podstatou je zakládání zastoupení, poboček nebo dceřiných společností na území jiného členského státu¹⁰³ je pak v předkládané oblasti realizována úpravou poskytování investičních služeb na území členského státu prostřednictvím

¹⁰⁰ STEHLÍK, Václav, Ondrej HAMULÁK a Michal PETR, s. 210.

¹⁰¹ TICHÝ, Luboš, Rainer ARNOLD, Jiří ZEMÁNEK, Richard KRÁL a Tomáš DUMBROVSKÝ. *Evropské právo*. 5. přeprac. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 392. ISBN 978-80-7400-546-6.

¹⁰² Srov. druhý odstavec recitálu směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.

¹⁰³ STEHLÍK, Václav, Ondrej HAMULÁK a Michal PETR, s. 161-162.

pobočky,¹⁰⁴ tedy formou sekundárního usazování. Volný pohyb služeb, vyznačující se dočasností zásadně za úplaty poskytovaných služeb, lze doktrinárně členit na aktivní svobodu poskytování služeb, jejíž podstatou je přesouvání poskytovatele služby z jednoho členského státu do jiného za účelem poskytnutí služby, pasivní svobodu poskytování služeb, kdy se na rozdíl od výše uvedeného případu přesouvá příjemce služeb,¹⁰⁵ a konečně takzvanou svobodu korespondenčního poskytování služeb,¹⁰⁶ jejíž podstatou je situace, kdy poskytovatel ani příjemce neopouští svůj členský stát a hranice členských států překračuje jen samotná poskytovaná služba.¹⁰⁷ Právní úprava poskytování investičních služeb míří právě na svobodu korespondenčního poskytování služeb, když upravuje podmínky pro přeshraniční poskytování investičních služeb.¹⁰⁸ Obě uvedené svobody jsou pak poskytovateli investičních služeb realizovány na základě v rámci unie univerzálně platného povolení uděleného domovským členským státem, někdy nazývaného jednotný evropský pas.¹⁰⁹

1.4 Dílčí shrnutí

V první kapitole této práce, která má úlohu především teoretického uvedení předkládaného tématu do ekonomického a právního rámce finančního trhu, nezbytného pro přistoupení k bližší analýze samotného institutu investičních služeb, jsem provedl zařazení investičních služeb do kontextu finančního, resp. kapitálového trhu. Toto zařazení není bez obtíží, zejména s ohledem na skutečnost, že předkládaná oblast nese s ohledem

¹⁰⁴ Srov. např. článek 32, článek 61 a 62 MiFID, v případě České republiky srov. § 24 až 24b ZPKT.

¹⁰⁵ STEHLÍK, Václav, Ondrej HAMULÁK a Michal PETR, s. 187.

¹⁰⁶ V originále „Korrespondenzdienstleistungsfreiheit“.

¹⁰⁷ OPPERMANN, Thomas, Claus Dieter CLASSEN a Martin NETTESHEIM. *Europarecht: ein Studienbuch*. 6., völlig neu bearbeitete Auflage. München: C.H. Beck, 2014, s. 427. ISBN 978-3-406-64738-3.

¹⁰⁸ Srov. např. článek 31 a 62 MiFID, v případě České republiky srov. § 25 a 25a ZPKT.

¹⁰⁹ Srov. článek 6 odst. 3 MiFID a článek 6 odst. 3 MiFID II.

na některé kategorie investičních nástrojů prvky, odůvodňující její zařazení jak do širší oblasti trhu finančního, tak do užší výšece finančního trhu, trhu kapitálového. I přes riziko určitého zjednodušení jsem ve shodě s převažující zahraniční literaturou dospěl k závěru, že vhodným rozlišovacím kritériem pro teoretickou kategorizaci tématu se zdá být jeho převažující obsah, řadící problematiku investičních služeb do oblasti kapitálového trhu¹¹⁰ se zřetelem na přesahy tématu do trhu peněžního. Část kapitoly je věnována pojmu regulace finančního, resp. kapitálového trhu, jehož je předkládaná problematika součástí. Na základě analýzy relevantní literatury a právní úpravy se domnívám, že regulaci finančního trhu je vhodné chápat jako usměrňování subjektů působících na trhu a jejich činností prostřednictvím právních nástrojů za účelem dosažení právní úpravou chráněných a společensky významných cílů.

Dále bylo přistoupeno k vymezení základních myšlenkových východisek regulace investičních služeb na pozadí doktrinárně dovozovaných důvodů regulace kapitálového trhu. Jako východisko jsem zvolil hypotézu o zprostředkovatelskou povahou investičních služeb podmíněném důrazu na princip ochrany investora, jenž se může v rámci pravidel jednání upravujících přímou interakci poskytovatele investiční služby a investora projevit nejúčinněji, spolu s principem ochrany kapitálového trhu (jeho efektivity a důvěryhodnosti). V rámci argumentace na podporu této hypotézy jsem nejprve teoreticky odůvodnil, následně na příkladu z nedávné praxe ilustroval dovozovaný stěžejní vliv (ne)důvěry zejména retailových investorů v poskytovatele investičních služeb nebo některou kategorii poskytovatelů na kapitálový trh jako takový nebo jeho některé segmenty. V rámci odstavců věnovaných

¹¹⁰ A následně právo investičních služeb do práva kapitálového trhu, více viz kapitola 2 této práce.

ochraně investora jsem jednak představil dvoustupňovou kategorizací opatření, sloužících k ochraně investora ve specifické oblasti poskytování investičních služeb, jednak upozornil na skutečnost, že opatření na ochranu investora mohou být efektivní jen tehdy, aplikují-li se při poskytování investičních služeb ve vzájemné souvislosti. Závěr kapitoly byl pak věnován pozornosti, kterou unijní právo věnuje ideji zajištění fungování vnitřního trhu v oblasti investičních služeb, a to zejména v souvislosti se svobodou usazování a volným pohybem služeb.

2 Právo investičních služeb v kontextu europeizace práva finančního trhu

Poskytování investičních služeb týkajících se investičních nástrojů tvoří, jak již bylo odůvodněno v předchozí kapitole, nedílnou součást kapitálového trhu. V souvislosti s analýzou právního rámce jejich poskytování jako primárního obsahu předkládané práce je však třeba dále zodpovědět otázku teoretického zařazení problematiky v systému práva z hlediska tuzemské a především zahraniční doktríny. S ohledem na neoddiskutovatelnou skutečnost determinace předkládané oblasti unijním právem považuji za potřebné téma zhodnotit též z perspektivy procesu europeizace práva finančního trhu, resp. práva kapitálového trhu. V rámci této kapitoly bude zhodnocena hypotéza o existenci relativně ucelené oblasti práva investičních služeb v rámci práva kapitálového trhu, která je současně jednou z oblastí s nejvyšší mírou harmonizace v rámci finančního práva, a bude upozorněno na některé problémy, které s sebou harmonizace v předmětné oblasti nese.

2.1 Právo investičních služeb

V rámci výzkumu provedeného v souvislosti s přípravou této práce jsem svou pozornost zaměřil na teoretické zařazení předkládaného tématu jako součásti právního řádu v rámci jeho vybraných tuzemských i zahraničních doktrinárních zpracování. Nutno podotknout, že této otázce se tuzemské prameny věnují spíše okrajově, ať už s ohledem na omezenou šíři předkládaného tématu v kontextu finančního práva jako takového, nebo pro jejich převažující praktické zaměření. Právní rámec investičních služeb, činnosti jejich poskytovatelů a pravidel pro jejich poskytování bývá představiteli tuzemské finančněprávní doktríny řazen, s ohledem na zařazení předmětu poskytování investičních služeb, tedy investičních

nástrojů,¹¹¹ jako integrální součást širší množiny práva finančního trhu,¹¹² resp. blíže práva kapitálového trhu, které je tradičně chápáno jako jeden z úseků zvláštní části finančního práva nefiskálního. Na rozdíl od pražské finančněprávní doktríny se doktrína brněnská vyjadřuje přímo k předkládané problematice, když za předmět regulace práva kapitálového trhu výslovně označuje mimo jiné *vztahy v rámci poskytování investičních služeb (...)*.¹¹³

V určitém, délkou období rozvoje kapitálového trhu podmíněném kontrastu s tuzemskou doktrínou bývá systematické zařazení regulace investičních služeb, resp. obchodování s investičními nástroji pravidelnou součástí zahraniční literatury věnované právu kapitálového trhu. Za inspirativní považuji s ohledem na blízkost právních systémů a stupeň rozvoje kapitálového trhu zejména literaturu německou. Problematika bývá typicky řazena jako součást práva kapitálového trhu, *Kapitalmarktrecht*¹¹⁴ nebo *capital markets law*,¹¹⁵ přičemž někdy se hovoří úžeji o *financial services law*,¹¹⁶ tedy právu finančních služeb, kdy pod obecný pojem finanční služby je řazeno mimo jiné poskytování investičních služeb (*investment services, Wertpapierdienstleistungen*) ve smyslu MiFID (I/II) a související sekundární unijní legislativy. V pracích angloamerických autorů se pak objevuje pojem *securities regulation*,¹¹⁷

¹¹¹ Přestože to podle mého názoru nerelativizuje uvedené rozlišovací kritérium, vždy je třeba vést v patrnosti teoretické zařazení některých investičních nástrojů do peněžního, nikoli kapitálového trhu.

¹¹² Srov. BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. Předmět a systém finančního práva. In BAKEŠ, Milan a kol., s. 14, s. 420 a násl.

¹¹³ RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ, s. 7.

¹¹⁴ Srov. mimo jiné BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 8., völlig neu bearbeitete Auflage. Heidelberg: C.F. Müller, 2016, s. 2 a násl. ISBN 978-3-8114-4247-4.

¹¹⁵ Např. VEIL, Rüdiger, s. 59 a násl.

¹¹⁶ Např. BARTELS, Boris. *European banking and financial services law*. 5th ed. Ghent: Larcier, 2012, 434 s. ISBN 978-2-8044-5562-0.

¹¹⁷ Srov. MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2002, 939 s. ISBN 0-19-826891-2 nebo MARKHAM, Jerry W. a Rigters GJYSHI.

vztahující se k právním vztahům souvisejících s obchodováním s cennými papíry. Některé prostudované německojazyčné prameny, věnované užším otázkám investičních služeb, z tohoto právního rámce pro účely analýzy vyčleňují další relativně ucelené oblasti, příkladem může být makléřské právo¹¹⁸ nebo právo investičního poradenství a investičního zprostředkování.¹¹⁹

Inspirován pracemi některých německojazyčných autorů docházím k závěru, že šíře a relativní ucelenost problematiky právní regulace poskytovatelů a poskytování investičních služeb umožňují hovořit o právu investičních služeb jako souboru finančněprávních norem, upravujících svébytnou výseč finančního práva. Předmětem regulace práva investičních služeb ve smyslu množiny právních norem se společným určujícím účelem jsou zjednodušeně řečeno právní vztahy, vznikající a existující v souvislosti s interakcí poskytovatelů a adresátů investičních služeb při poskytování takových služeb, stejně jako právní vztahy vznikající mezi orgánem veřejné moci a poskytovateli investičních služeb v souvislosti se zahájením, průběhem a ukončením poskytování investičních služeb. Přesné teoretické zařazení práva investičních služeb do systému finančního práva nemusí být zcela jednoznačné. Ačkoli si právo investičních služeb nemůže nárokovat pozici jedné z tradičních specifických nebo také hraničních oblastí finančního práva, jako je například právo bankovní nebo právo pojišťovací,¹²⁰ některé jeho aspekty

Research handbook on securities regulation in the United States. Cheltenham: Edward Elgar, 2014, 551 s. ISBN 978-1-78254-006-9.

¹¹⁸ IBOLD, Hans Christian. *Maklerrecht*. 3., neu bearbeitete Auflage. Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2015, 319 s. ISBN 978-3-503-16360-1.

¹¹⁹ SEIBERT, Holger. *Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung*. München: Beck, 2014, 420 s. ISBN 978-3-406-65622-4.

¹²⁰ Srov. KOTÁB, Petr. *Soukromoprávní a veřejnoprávní povaha hraničních oblastí finančního práva*. Příspěvek v rámci rokování finančněprávní části sekce Relativizace dualismu veřejného a soukromého práva konference Soukromé a veřejné v soudobém

zejména v oblasti pravidel jednání se zákazníky odůvodňují otázku, zda jej nelze pro možnou smíšenost veřejnoprávní a soukromoprávní metody regulace řadit jako novou z těchto hraničních oblastí. Mám však za to, že dosavadní zcela převažující veřejnoprávní metoda regulace právních vztahů v oblasti práva investičních služeb¹²¹ svědčí prozatím pro jeho zařazení do práva kapitálového trhu, tedy výšeče zvláštní části nefiskální finančního práva s tím, že v budoucnu může v souvislosti s předpokládaným posilováním vlivu soukromoprávních pravidel v právní regulaci poskytování investičních služeb dojít k revizi tohoto zařazení.

2.2 Vybrané problémy harmonizace práva investičních služeb

Právo investičních služeb představuje z důvodů, které byly již zmíněny na předchozích stránkách této práce, oblast s vysokou měrou harmonizace. Letným porovnáním tuzemské právní úpravy poskytování investičních služeb z unijní předlohou lze dojít k závěru, že se obě úpravy až na zanedbatelné detaily shodují, resp. shodovat by se měly. Tato skutečnost je pojmovým důsledkem převažující metody maximální, totální harmonizace, kdy jednotlivým členským státům není ponechána až na výjimky stanovené primárním právem nebo samotným unijním předpisem možnost se ve vnitrostátním právu odchýlit od ustanovení plně harmonizujícího unijního předpisu, ať už z kategorie nařízení, pro níž je

právu, konané ve dnech 5. až 7. 10. 2016 na půdě Právnické fakulty Univerzity Karlovy. Dosud nepublikováno.

¹²¹ CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure? In GRUNDMANN, Stefan, ATAMER, Yeşim M. *Financial services, financial crisis and general European contract law: failure and challenges of contracting*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011, s. 248. ISBN 978-90-411-3526-1 a MICKLITZ, Hans-Wolfgang. The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services. *European review of contract law : ERCL*. Berlin: De Gruyter, 2014, roč. 10, č. 4, s. 474. ISSN 1614-9939.

metoda maximální harmonizace charakteristická,¹²² nebo z kategorie směrnic. Odchýlit se není umožněno ať už přísnějším nebo mírnějším směrem,¹²³ a to dle judikatury Soudního dvora Evropské unie dokonce ani v případě, kdy by cílem odchýlení se formou přijetí přísnějších opatření bylo dosáhnout vyšší úrovně ochrany zákazníka – spotřebitele.¹²⁴

Právě uvedené konstatování s sebou nese otazníky, vznášející se nad v současnosti v rámci legislativního procesu projednávaným upraveným rozsahem oprávnění jedné z národních kategorií poskytovatelů investičních služeb, působících na základě fakultativní výjimky, zakotvené MiFID/MiFID II,¹²⁵ totiž investičních zprostředkovatelů. V případě těchto subjektů unijní právo limituje kumulativně okruh jimi poskytovaných investičních služeb, okruh investičních nástrojů, ke kterým jsou služby poskytovány a konečně okruh subjektů, kterým je tato kategorie poskytovatelů investičních služeb oprávněna předat pokyn zákazníka. Jak uvádím na jiném místě,¹²⁶ zatímco současný odraz výjimky v národním právu odpovídá v plném rozsahu MiFID, když ZPKT umožňuje investičním zprostředkovatelům poskytovat obě jim povolené kategorie hlavních investičních služeb k investičním cenným papírům a cenným papírům kolektivního investování bez ohledu na další rysy těchto cenných papírů a limit tak v konečném důsledku představuje, zejména v případě cenných papírů představujících účast na fondech kvalifikovaných investorů, především omezený okruh osob, kterým

¹²² WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 38.

¹²³ KRÁL, Richard. *Směrnice EU z pohledu jejich transpozice a vnitrostátních účinků*. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 68. ISBN 978-80-7400-282-3.

¹²⁴ Rozsudek Soudního dvora EU ze dne 23. dubna 2009 ve spojených věcech C-261/07 a C-299/07 *VTB-VAB NV (C-261/07) proti Total Belgium NV, a Galatea BVBA (C-299/07) proti Sanoma Magazines Belgium NV*, bod 63.

¹²⁵ Srov. článek 3 MiFID a článek 3 odst. 1 písm. a) – c) MiFID II.

¹²⁶ HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů. Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2015, roč. 23, č. 12, s. 44. ISSN 1210-4817.

mohou být v rámci investiční služby přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům tyto zákaznické pokyny předány,¹²⁷ identické znění výjimky MiFID II je v rámci projednávaného návrhu novely ZPKT transponováno úžeji, když zejména významně omezuje okruh investičních cenných papírů, kterých se investičními zprostředkovateli poskytované investiční služby mohou týkat (především vyčleňuje akcie a některé dluhopisy) a oproti unijní předloze tak omezuje pole působnosti subjektů, působících na základě výše zmíněné výjimky.

Nabízí se proto obecnější teoretická otázka, nesoucí však s sebou možné významné praktické přesahy pro tuzemský trh investičních služeb,¹²⁸ totiž nakolik je postup členského státu, který se v oblasti upravené metodou maximální harmonizace¹²⁹ při transpozici směrnice rozhodl využít směrnici předpokládanou fakultativní výjimku, avšak tuto výjimku zakotvil v částečné, modifikované podobě, která tak neodpovídá směrnici stanovenému znění, v souladu s unijním právem. Nemůže se v tomto případě jednat o neodůvodněnou neminimalistickou transpozici příslušné směrnice, tedy neodůvodněné přidávání dalších požadavků národním právem nad rámec směrnice, někdy nazývané jako tzv. *gold plating*?¹³⁰ Neminimalistická transpozice MiFID II může v tomto případě ze čtyř doktrinárně dovozovaných oblastí spočívat v tom, že Česká

¹²⁷ Investiční zprostředkovatel není především oprávněn předávat pokyny investiční společnosti, která je obhospodařovatelem fondu kvalifikovaných investorů a samosprávnému fondu kvalifikovaných investorů. Srov. § 29 odst. 1 písm. b) bod 5. a 6. ZPKT.

¹²⁸ Investiční zprostředkovatelé představují klíčovou součást tuzemského sektoru investičních služeb. Blíže k tomu viz např. HOBZA, Martin. Investiční zprostředkovatel v kontextu práva kapitálového trhu a tržní praxe. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2014, roč. 22, č. 1, s. 13-17. ISSN: 1210-8103.

¹²⁹ Názor, že MiFID je založen na metodě maximální harmonizace, je doktrínou široce akceptován. Srov. TISON, Michel. *The civil law effects in a comparative law perspective*. Financial Law Institute. Ghent University [online]. 2010. [cit. 2016-09-29]. Dostupné z WWW: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1596782, s. 11.

¹³⁰ KRÁL, Richard, s. 101.

republika při transpozici nemusela využít v případě investičních zprostředkovatelů všech možností odchýlit se od směrnice ve změkčujícím, resp. nejméně zatěžujícím směru¹³¹ a mohla by tak tuto kategorii poskytovatelů investičních služeb zatěžovat více, než vyžaduje směrnice, v tomto případě formou zúžení jejich působnosti a konkurenčnímu znevýhodnění oproti jiným členským státům, které se rozhodly výjimky taktéž využít.

Je třeba přisvědčit názoru, podle něhož v případech transpozice směrnic s regulačním dopadem na podnikání, což MiFID II a uvedená výjimka nepochybně naplňuje, by pravidlem měla být minimalistická transpozice a *gold plating* by měl být restriktivně užívanou výjimkou, odůvodněnou jednak obdobným způsobem transpozice ve více dalších členských státech, jednak nutností zajistit zvýšenou ochranu spotřebitele nebo plnění jiných kategorických požadavků.¹³² Zohlednění nebo nezohlednění uvedených principů nelze v případě navrhované transpozice z dostupných dokumentů přímo dovodit.¹³³

Při hledání odpovědi na výše položenou otázku je třeba zhodnotit povahu využití modifikované výjimky. Z teoretického hlediska lze využití uvedené výjimky hodnotit jako odchylovací transpozici na základě specifické odchylovací klauzule MiFID II, umožňující ve vztahu k dotčené otázce přijmout specifickou úpravu odchylnou od obecné úpravy ve směrnici, tedy směrnici (až na směrnici předpokládaná ustanovení) na

¹³¹ KRÁL, Richard, s. 101.

¹³² KRÁL, Richard, s. 103-104.

¹³³ Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2016. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2016-09-29] Sněmovní tisk 869/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (RIA). Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=869&CT1=0>, s. 16-20.

investiční zprostředkovatele neaplikovat.¹³⁴ V předkládaném případě tuzemský zákonodárce navrhuje využít specifickou odchylovací klauzuli, což je z hlediska unijního práva přípustné, zamýšlí nicméně modifikovat její obsah, v důsledku čehož se obsah odchylné úpravy v národním právu bude lišit od obsahu odchylné úpravy předpokládaného právem unijním, přičemž meze odchylné úpravy v národním předpisu budou ve srovnání s unijní předlohou užší a úprava samotná v tomto smyslu přísnější (restriktivnější), než odchylná úprava předvídaná unijním právem.

Otázkou zůstává, zda takovýto postup nemůže být považován za nepřipustně zatěžující transpozici MiFID II.¹³⁵ Argumentem pro tento závěr je skutečnost, že diskrece členského státu uvedená v článku 3 odstavci 1. této směrnice může směřovat právě a pouze k využití nebo nevyužití této specifické odchylovací klauzule, nikoli však již k modifikaci jejího obsahu. Takový postup členského státu by, přijmeme-li výše uvedenou argumentaci, *de facto* vytvářel svébytnou kategorii poskytovatelů investičních služeb, nepředpokládanou výslovně směrnicí, na které by kladl v oblasti okruhu způsobilých investičních nástrojů přísnější požadavky, než předpokládá směrnice.¹³⁶ Preambule směrnice ani samotný výše zmíněný článek neobsahují interpretační vodítka podporující závěr o existenci oprávnění členského státu takto modifikovat obsah odchylné úpravy, naopak gramatický a logický výklad relevantních ustanovení směrnice odůvodňuje závěr o nutnosti uplatnit výjimku „tak,

¹³⁴ KRÁL, Richard, s. 113.

¹³⁵ Jak jsem již naznačil dříve na jiném místě. Srov. HOBZA, Martin. Distribuce investičních nástrojů. *Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2015, roč. 23, č. 12, s. 44. ISSN 1210-4817.

¹³⁶ Blíže o možné problematičnosti uvedeného postupu České republiky v případě poskytování nezávislého investičního poradenství investičními zprostředkovateli srov. kapitulu 5.4.

jak je“.¹³⁷ Uvedené tvrzení lze podpořit též teleologickým argumentem, především zájmem na maximální harmonizaci pravidel poskytování investičních služeb, a to i těmi subjekty, které jsou národními specifiky a nepožívají volného pohybu služeb ani svobody usazování.

V kontrastu k právě uvedenému je však třeba upozornit na odlišnou argumentační linii, podle níž fakultativní povaha výjimky může, za podmínky bližší specifikace způsobu její aplikace ve směrnici nebo jejím odůvodnění a řádného odůvodnění tohoto kroku ve vnitrostátním právu, zakládat právo členského státu uzpůsobit dle vlastních potřeb její obsah v mezích směrnicí předpokládaných.¹³⁸ Omezení okruhu investičních nástrojů tyto meze nikterak nepřesahuje a je tudíž obecně přípustné. V případě fakultativní výjimky, tedy i v předkládaném případě výjimky MiFID II, by tato možnost nebyla přípustná pouze v případě, kdy by směrnice výslovně stanovila nebo z jejího odůvodnění vyplývalo, že fakultativní výjimku je možno aplikovat buď *en bloc*, nebo vůbec. V případě předmětné výjimky a její transpozice v tuzemském právním řádu nic takového stanoveno není, nadto je tato její modifikovaná aplikace zdůvodněna zřejmým veřejným zájmem na korektním poskytování investičních služeb, což se projevuje mimo jiné též v důvodové zprávě k návrhu transpozičního právního předpisu.¹³⁹ Podmínka řádného zdůvodnění se tak zdá být naplněna. Konečné zodpovězení této teoreticky

¹³⁷ Argumentem je zde znění článku 3 odst. 1 písm. b) MiFID II ve spojení s článkem 4 odst. 1 bod 44) MiFID II.

¹³⁸ Tuto argumentační linii zastává R. Král, jak vyplynulo z konzultace proběhnuvší v rámci příprav této práce.

¹³⁹ Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2016. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2016-09-29] Sněmovní tisk 869/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (RIA). Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=869&CT1=0>, s. 16-20.

podnětné a svým charakterem primárně spíše unijněprávní než čistě finančněprávní otázky vyžaduje další analýzu, která však bude muset být provedena na jiném místě.

Výhodou užití metody maximální harmonizace v předkládané oblasti je v teoretické rovině jednak zabránění fragmentaci právní úpravy ve vysoce specializované oblasti překračující hranice členských států,¹⁴⁰ jednak odstranění interpretačních potíží, které by mohly nastat, pokud by jednotlivé členské státy při transpozici směrnic přikládaly pojmům používaným směrnicí odlišný obsah. V této souvislosti je třeba s uvědoměním si národní terminologie v předmětné oblasti kriticky podotknout, že i přes zvolenou metodu maximální harmonizace nemusí být interpretačním problémům zcela zabráněno, když národní úprava České republiky označuje hlavního harmonizovaného poskytovatele investičních služeb, investiční podnik (*investment firm*, *Wertpapierfirma*)¹⁴¹ za obchodníka s cennými papíry,¹⁴² zatímco pojem s výrazně vyšší měrou podobnosti, totiž investiční společnost,¹⁴³ je s ohledem na historický vývoj národní právní úpravy vyhrazen jedné z kategorií obhospodařovatelů investičních fondů, která je v relevantní unijní legislativě označována jako správcovská společnost (*management company*, *Verwaltungsgesellschaft*).¹⁴⁴

Tuto terminologickou nejednoznačnost, kdy v blízkých oblastech práva kapitálového trhu, kterým je nadto společná vysoká míra harmonizace, jsou k nalezení pojmy vyvolávající riziko vzájemné záměny, nelze z teoretického, ale ani praktického hlediska hodnotit příliš pozitivně.

¹⁴⁰ WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 38.

¹⁴¹ Srov. článek 1. odst. 1 MiFID II v české, anglické a německé jazykové verzi.

¹⁴² Srov. § 5 odst. 1 ZPKT.

¹⁴³ Srov. § 7 ZISIF.

¹⁴⁴ Srov. např. článek 7 odst. 4 UCITS IV v české, anglické a německé jazykové verzi.

S ohledem na princip srozumitelnosti právní úpravy a při zohlednění existence stále vzrůstajícího počtu přímo použitelných nařízení a dalších dokumentů, užívajících výlučně unijní terminologii, bych považoval za vhodnější užívání terminologie pokud možno co nejbližší unijní předloze. Přestože jsem si vědom existence historicky zaužívaného pojmosloví v oblasti kapitálového trhu, které nemohlo být bez nepřiměřených obtíží změněno *en bloc* v souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie, mám za to, že v rámci podstatné novelizace právního rámce činnosti investičních fondů v roce 2013¹⁴⁵ a v rámci v současné době projednávané novelizace ZPKT v souvislosti s nabytím účinnosti MiFID II by mělo být, resp. mělo být s ohledem na srozumitelnost a přehlednost právní úpravy vykročeno směrem k přizpůsobení terminologie unijní předloze. Tento názor je odůvodněn jasně patrnou tendencí k maximální harmonizaci a stále rozsáhlejšímu přenášení legislativních aktivit na unijní orgány, stále rostoucím počtem přímo použitelných nařízení v předmětné oblasti, užívajících unijní, nikoli národní terminologii, tedy jevů, které se budou v budoucnu nejspíše prohlubovat, a konečně zájmem na zjednodušení přeshraničního styku v oblasti investičních služeb a snížení souvisejících transakčních nákladů, včetně omezení rizika vzniku pochybení, plynoucích z nesprávného překladu jednotlivých pojmů.

Tendence k co možná nejvyšší míře harmonizace jsou patrné též ve specifické struktuře unijních pramenů regulace poskytování investičních služeb, v rámci níž je patrná snaha o úpravu i poměrně detailních otázek na úrovni unijních orgánů. Tato skutečnost vychází z tzv. Lamfalussyho procesu jako specifického legislativního procesu evropského práva kapitálového trhu, který stanoví složitou čtyř úrovněnou hierarchii

¹⁴⁵ Mám na mysli přijetí ZISIF s účinností od 19. 8. 2013.

pramenů. První úroveň (*Level 1*) tvoří rámcové prameny unijního práva, přijímané v rámci řádného legislativního procesu dle článku 294 Smlouvy o fungování Evropské unie.¹⁴⁶ Jedná se tradičně o směrnice, ale čím dál tím více také o nařízení, představující základní právní rámec regulované oblasti. Druhou úroveň (*Level 2*) představují prováděcí právní předpisy Evropské komise s povahou delegovaných aktů¹⁴⁷ s obecnou působností ve smyslu článku 290 SFEU, vydané na základě návrhu Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy¹⁴⁸ nebo po konzultacích s tímto orgánem, kterými se doplňují předpisy první úrovně na základě výslovného zmocnění v takových předpisech, spolu s regulatorními (případně regulačními) technickými standardy¹⁴⁹ navrženými ESMA a schválenými Evropskou komisí, které lze z hlediska primárního práva klasifikovat též jako nelegislativní akty¹⁵⁰ dle článku 290 SFEU a představují speciální formu delegovaných aktů.¹⁵¹ Z hlediska kategorizace pramenů unijního práva mohou tyto akty nabývat povahu směrnic, nařízení, ale i rozhodnutí Evropské komise. Konkretizaci těchto aktů následně zajišťují implementační akty¹⁵² dle článku 291 SFEU, buď přijaté Evropskou komisí, resp. příslušným výborem komise v rámci procesu komitologie,¹⁵³ nebo jako technické implementační standardy¹⁵⁴ navržené ESMA a schválené Evropskou komisí. Druhou úroveň Lamfalussyho procesu tak

¹⁴⁶ Smlouva o fungování Evropské unie, dále jen „SFEU“.

¹⁴⁷ *Delegated Acts*.

¹⁴⁸ *European Securities and Markets Authority*, dále je „ESMA“.

¹⁴⁹ Tzv. *Regulatory Technical Standards*.

¹⁵⁰ Nelegislativními akty se rozumí akty přijímané jiným než řádným nebo zvláštním legislativním postupem dle článku 289 SFEU. TOMÁŠEK, Michal, Vladimír TÝČ, Irena PELIKÁNOVÁ a kol. *Právo Evropské unie*. Praha: Leges, 2013, s. 112. ISBN 978-80-87576-53-3.

¹⁵¹ WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 34.

¹⁵² *Implementing Acts*.

¹⁵³ Euroskop.cz [online]. 2016. [cit. 2016-09-30]. Komitologie. Dostupné z WWW: <https://www.euroskop.cz/8899/sekce/komitologie/>.

¹⁵⁴ *Technical Implementing Standards*.

lze chápat jako vnitřně rozčleněný víceúrovňový proces směřující ke konkretizaci aktů první úrovně, obsahující celkem čtyři odlišné druhy aktů. Třetí úroveň (*Level 3*) je tvořena obecnými pokyny¹⁵⁵ a doporučeními¹⁵⁶ ESMA, zaplňujícími mezery v aktech první a druhé úrovně. Primárním cílem těchto právně nezávazných,¹⁵⁷ avšak z hlediska interpretačního významných dokumentů je zajistit konzistentní interpretaci a aplikaci institutů upravených v předchozích dvou úrovních v jednotlivých členských státech. Konečně čtvrtou a poslední úroveň (*Level 4*) tvoří zjednodušeně řečeno dohled¹⁵⁸ Evropské komise nad implementací a aplikací unijního práva v předmětné oblasti členskými státy, včetně případného zapojení sankčních prostředků v podobě zahájení řízení o porušení smluv před Soudním dvorem Evropské unie dle článku 258 SFEU.

Přes výhody uvedené struktury, zejména zapojení ESMA jako orgánu s nejvyšší úrovní odbornosti v regulované oblasti a snížení objemu legislativy, která by jinak musela procházet dlouho trvajícím řádným legislativním procesem, nelze přehlédnout i některá její negativa, která mohou v konečném důsledku citelně snižovat efektivitu takto přijímané právní úpravy. Jde v první řadě o celkovou složitost struktury a obecněji objem regulace v této struktuře obsažené, v řadě druhé o časovou náročnost získání finální podoby unijní úpravy na úrovni 1, lze-li,

¹⁵⁵ *Guidelines*.

¹⁵⁶ *Recommendations*.

¹⁵⁷ Ačkoli nejsou obecné pokyny a doporučení ESMA pramenem práva ve formálním smyslu, nepřímé právní účinky jim může přiznat aplikační praxe. Například v německé literatuře se lze setkat s názorem, že porušení doporučení může být zohledněno v řízení o občanskoprávní povinnosti nahradit škodu poskytovatelem investiční služby. Srov. WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 32.

¹⁵⁸ Označení uvedené činnosti jako dohled nemusí být teoreticky zcela jednoznačné, vycházím zde z anglickojazyčnou literaturou využívaného pojmu *supervision* (WALLA, Fabian in VEIL, Rüdiger, s. 32).

s ohledem na průběžnou interpretační činnost ESMA projevující se ve výkladových dokumentech, o finální podobě vůbec hovořit, a související snížení míry právní jistoty a zvýšení administrativních nákladů poskytovatelů investičních služeb jako adresátů regulace v procesu adaptace na nové regulatorní prostředí.

První uvedené negativum se neomezuje jen na evropské právo kapitálového trhu, ale má univerzálnější platnost, nicméně v předkládané oblasti se projevuje s obzvlášť vysokou mírou intenzity. Šíře a pestrost palety unijních pramenů regulujících poskytování služeb na kapitálovém trhu je logickým vyústěním legitimní snahy unijního normotvůrce reagovat na dynamický rozvoj kapitálového trhu, služeb na něm poskytovaných a čím dál výraznější zapojení zranitelných skupin účastníků kapitálového trhu. Přesto je však třeba trend neustále se prohlubující, objemově narůstající a v komplexním až nepřehledném systému unijních pramenů se rozptylující regulace v oblasti poskytování investičních služeb sledovat s určitými obavami a hodnotit spíše kriticky. Lze si položit otázku, zda současný rozsah a úroveň komplexnosti unijní úpravy již nepřesahuje mez přijatelnou nejen pro investory, zejména investory retailové, ale též pro poskytovatele investičních služeb jako profesionály na kapitálovém trhu. Jinými slovy řečeno, zda současný stav již negativně neovlivňuje efektivitu regulace celého sektoru a nedochází tak k jevu, kteří jiní trefně nazvali přeregulací neboli overkillem,¹⁵⁹ kdy se některým typicky personálně a kapitálově spíše méně nebo středně vybaveným poskytovatelům investičních služeb může ekonomicky

¹⁵⁹ „Důležité obecně je, aby nedošlo k „přeregulaci“ (overkill), a tím vytvoření zbytečné a ještě větší administrativní zátěže pro všechny zúčastněné, tedy jak pro orgán dohledu, tak pro účastníky podnikající na finančních trzích.“ JANOVEC, Michal. Současná integrace dohledu na finančních trzích. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2013, roč. 5., č. 6, s. 164. ISSN 1803-6554.

vyplatit novou regulaci sledovat spíše rámcově a riskovat případné hrozící sankce, než s vynaložením nemalých personálních a finančních prostředků v bezvadném rozsahu zajišťovat soulad činností s novým, rozsáhlým a méně přehledným regulatorním rámcem.

Zmírněním popsané neoptimální situace by mohlo být, pokud pomineme v kontextu současného legislativního trendu na úrovni Evropské unie spíše nepravděpodobné omezování rozsahu regulace předmětné oblasti jako takového, širší zapojení již aplikovaného principu tzv. *principle-based regulation*, přiznávajícího regulovaným subjektům určitou míru diskrece při aplikaci rámcově stanovených pravidel, zejména s přihlédnutím k rozsahu jejich činnosti, charakteru poskytovaných služeb, personálnímu vybavení a podobně. Podstatou *principle-based regulation* je stanovení obecných pravidel, jejichž rozsah aplikace závisí na postupech, nastavených samotným regulovaným poskytovatelem investičních služeb. Kvalita a odůvodněnost zmiňovaných postupů je potom předmětem dohledu na národní úrovni a dotyčný poskytovatel musí být připraven v kterémkoli okamžiku parametry těchto postupů věcně obhájit. Odchýlí-li se poskytovatel od určitého pravidla nebo jeho maximálního rozsahu, musí být dle zásady *comply or explain* schopen toto odchýlení odpovídajícím způsobem vysvětlit. Je třeba si uvědomit, že unijní právo kapitálového trhu je, a logicky zřejmě musí být, šito na míru především členským státům s nejvyšším stupněm rozvoje kapitálového trhu, jako je Německo nebo Spojené království, a významným mnohdy v jiných členských státech působícím poskytovatelům investičních služeb, přičemž jeho plná aplikace v případě méně významných drobných poskytovatelů investičních služeb, zaměřujících se výhradně na vnitrostátní trh se může zdát v některých ohledech až nepřiměřená. Mám za to, že rozšíření aplikace *principle-based regulation* by umožnilo na

jedné straně zachování nezbytné vzájemné srovnatelnosti poskytovatelů investičních služeb v jednotlivých členských státech co do klíčových prvků regulace, které tyto subjekty podléhají, na stranu druhou by mohlo umožnit v odůvodněných případech snížit regulatorní zátěž dopadající na drobné, výlučně vnitrostátně působící poskytovatele investičních služeb a zaměřit regulatorní a dohledovou pozornost v případě těchto subjektů na ty oblasti, které jsou s přihlédnutím k charakteru jejich činnosti klíčové.

S výše zmíněnou složitostí struktury pramenů evropského práva kapitálového trhu spojené v pořadí druhé negativum lze ilustrovat na případu přípravy novelizovaného unijního regulatorního rámce poskytování investičních služeb, jehož jádro tvoří MiFID II. Ačkoli je platné znění samotné směrnice jako aktu úrovně 1 známo již více než dva roky, relativně velké množství ustanovení, u kterých směrnice předpokládá konkretizaci akty úrovně 2, na svou konečnou podobu čekalo buď do nedávné doby, nebo dosud čeká.¹⁶⁰ Tato skutečnost, způsobená dle dostupných informací prodlením Evropské komise s přijímáním aktů úrovně 2, připravených ESMA, vedla k silicímu znepokojení sektoru poskytovatelů investičních služeb a k ne zcela obvyklému kroku, totiž k odložení účinnosti MiFID II a souvisejícího legislativního balíčku o jeden rok, přičemž obavy sektoru nebyly tímto krokem zcela rozptýleny.

Popsaný ne zcela optimální průběh legislativních příprav změny regulatorního prostředí v případě MiFID II dává podnět k obecnější otázce, zda víceúrovňová struktura regulace kapitálového trhu nelimituje efektivitu přijímání změn. Převáděno do obecné roviny, ve specifické a

¹⁶⁰ Harmonogram jednotlivých kroků je přehledně zpracován na webu evropské komise. European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-09-31]. Updated rules for markets in financial instruments: MiFID 2. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm.

dosti složité oblasti práva kapitálového trhu lze i přes výše zmíněný, do určité míry diskutabilní příspěvek víceúrovňové legislativní struktury k urychlení přijetí předpisu, dovozovat přímou úměru mezi počtem aktů, jichž je potřeba k vyjasnění rámcového znění směrnice a časovou dotaci, potřebnou k témuž účelu. Z právně teoretického, ale ani praktického hlediska nelze pozitivně hodnotit stav, kdy se již poměrně dlouhou dobu platný primární pramen práva (aktu úrovně 1) místy i výrazným způsobem změni nikoli formální změnou tohoto pramene, ale působením dalších, sekundárních pramenů primárním pramenem předpokládaných (aktů úrovně 2) na obsah primárního pramene, nadto v krátkém čase před plánovaným vstupem primárního pramene i sekundárních pramenů v účinnost, která musí být z tohoto důvodu odložena. Ačkoli jsou tak rámcové povinnosti adresátů primárního pramene známy již poměrně dlouhou dobu, adresáti právní normy nemají možnost přizpůsobit těmto rámcovým požadavkům své procesy. Uvedený stav negativně dopadá na právní jistotu adresátů, stejně jako na princip legitimního očekávání, založený zveřejněným platným zněním primárního pramene. Kromě nejistoty podnikatelského prostředí má tento stav i negativní ekonomické dopady, spočívající ve zvýšení administrativních a regulatorních nákladů adresátů v souvislosti se zajištěním souladu s novou právní úpravou.

2.3 Dílčí shrnutí

Předmětem druhé kapitoly práce bylo jednak zařazení právní úpravy investičních služeb a jejich poskytování do rámce finančního práva, jednak analýza vybraných otázek, které s sebou přináší europeizace předkládané oblasti. V první části kapitoly jsem vymezil právo investičních služeb jako relativně ucelenou součást práva kapitálového trhu jako práva veřejného, jejímž předmětem je stručně řečeno úprava právních vztahů mezi poskytovateli, zákazníky a veřejnou mocí vznikajících, trvajících a

zanikajících v souvislosti s poskytováním investičních služeb. V druhé části byly pak bez nároku na úplnost identifikovány, analyzovány a na jednotlivých příkladech ilustrovány tři v teoretické, ale i praktické rovině problematické oblasti, související s harmonizací právního rámce poskytování investičních služeb: diskrece členského státu při transpozici fakultativní výjimky z harmonizovaného režimu poskytování investičních služeb zakotvené unijním právem a její meze, terminologický nesoulad unijní a národní legislativy a z této skutečnosti plynoucí komplikace, a konečně objem regulatorní materie v oblasti kapitálového trhu a její tvorba v rámci specifického čtyřstupňového procesu.

V případě první problematické oblasti jsem podrobil analýze otázku přípustnosti nebo nepřípustnosti modifikace mezí fakultativní výjimky z režimu směrnice při odchylovací transpozici směrnice členským státem. Je otázkou, zda diskrece členského státu směřuje výhradně k využití nebo nevyužití výjimky, nikoli též k omezení nebo rozšíření její působnosti. V konkrétní rovině si tak lze položit otázku, zda v rámci legislativního procesu aktuálně navrhované omezení rozsahu oprávnění investičního zprostředkovatele jako národního subjektu působícího na základě výjimky z MiFID II poskytovat investiční služby na pouze některé kategorie investičních cenných papírů nemůže být neodůvodněně zatěžující transpozicí MiFID II.

Druhá problematická oblast harmonizace práva investičních služeb byla ilustrována na příkladu terminologie, užívané unijním právem, včetně přímo použitelných unijních předpisů a národním právem pro tutéž kategorii poskytovatelů investičních služeb a pro jednu z kategorií obhospodařovatelů investičních fondů. Nerespektování unijní terminologie národním právem jsem vyhodnotil jako potenciální ohrožení

principu srozumitelnosti právní úpravy a v této souvislosti jsem argumenty zjevného přesunu regulatorních aktivit na unijní orgány, rozšiřování okruhu přímo použitelných předpisů a zájmu na zjednodušení přeshraničního styku v oblasti investičních služeb podpořil závěr o vhodnosti a nutnosti sblížovat, či dokonce unifikovat v podstatných rysech národní terminologii s terminologií unijní, a to zejména v tak komplexní oblasti s takovým přeshraničním významem, kterou právo investičních služeb představuje.

Ve třetí oblasti byla po charakteristice Lamfalussyho procesu jako specifického procesu tvorby právní úpravy kapitálového trhu formulována teze o možném blížícím se nebo možná pro některé skupiny adresátů investičních služeb již dosaženém kritickém bodu rozsáhlosti, složitosti a srozumitelnosti unijní právní úpravy, jinými slovy řečeno byla zhodnocena skutečnost, zda již nedochází nebo vstupem nového regulatorního rámce v účinnost nedojde k přeregulaci a k s ní spojenému snížení efektivity legislativních opatření jako takových. Na zkušenostech z praxe zakládám myšlenku, že tento bod může být poměrně blízko, nebyl-li již dosažen, řešení shledávám, kromě spíše méně pravděpodobné úpravy rozsahu regulace jako takové, v širší aplikaci zásad *principle-based regulation*. Na příkladu procesu směřujícího k nabytí účinnosti MiFID II byl dále ilustrován možný negativní dopad složitosti víceúrovňové struktury tvorby unijních předpisů v oblasti investičních služeb na časový horizont přijetí finální podoby předpisu první úrovně a související zasažení principů právní jistoty a legitimního očekávání u poskytovatelů investičních služeb jako primárních adresátů.

3 Investiční služby: pojmové znaky, členění

Po identifikaci a analýze základních principů regulace poskytování investičních služeb a rámcovém zařazení práva investičních služeb v systému finančního práva a v procesu europeizace práva finančního, resp. kapitálového trhu je vhodné v rámci předkládané kapitoly přistoupit k samotnému vymezení pojmu investičních služeb, jejich základních znaků a provést jejich teoretickou i pozitivněprávní kategorizaci. Ačkoli je okruh investičních služeb vymezen taxativním výčtem ve směrnici a následně transpozičním zákoně, není otázka podřazení určité činnosti pod některou z kategorií investičních služeb, jak bude ilustrováno níže, ve všech případech zcela snadným úkolem. Vymezení jednotlivých pojmových znaků tak může představovat praktické interpretační vodítko jak pro poskytovatele investičních služeb, jejich zákazníky i orgány veřejné moci při výkonu působnosti v oblasti investičních služeb.

3.1 Pojmové znaky investičních služeb

Vymezení institutu investičních služeb je nutnou podmínkou pro přistoupení k analýze kategorií investičních služeb a jejich vzájemných rozdílů. Nahlédnutím do relevantních pramenů práva zjišťujeme, že ačkoli unijní i národní právo pojem investičních služeb běžně užívá, legální definici příslušné předpisy neobsahují. Při pokusu o vymezení tohoto pojmu tak nezbývá než vyjít z pojmových znaků, obsažených jednak v relevantních ustanoveních unijních i vnitrostátních předpisů, jednak dovozovaných doktrinárně a rozhodovací praxí orgánů dohledu. Syntézou uvedených pramenů lze při určité míře zobecnění dovozovat, že právní úprava investičních služeb vychází z koncepce faktického

podnikatelského¹⁶¹ výkonu v právním předpisu uvedených činností zprostředkovatelské povahy na kapitálovém trhu subjektem v pozici poskytovatele investiční služby vůči subjektu v pozici příjemce investiční služby, a to ve vztahu ke konkrétnímu investičnímu nástroji, případně konkrétní skupině investičních nástrojů,¹⁶² přičemž není rozhodné, zda subjekt vykonávající takovou faktickou činnost disponuje veřejnoprávním oprávněním k poskytování investičních služeb či nikoli,¹⁶³ zda skutečně došlo k poskytnutí investiční služby nebo byla služba pouze nabízena,¹⁶⁴ ani není rozhodný charakter smluvního vztahu, na jehož základě je taková faktická činnost vykonávána.¹⁶⁵

¹⁶¹ Srov. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-05] Rozhodnutí KCP/16/2005. K obecným znakům investiční služby. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2Fobecne%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=KCP%2F16%2F2005>, s. 1: „K naplnění znaků pojmu poskytování investiční služby je potřebné mj. prokázat, že účastník řízení vyvíjenou činností naplňuje obecné znaky podnikání tj. soustavné činnosti prováděné samostatně na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“

¹⁶² Srov. přílohu č. I. oddíl A a B MiFID a totožné ustanovení MiFID II a § 4 ZPKT.

¹⁶³ V kontextu tehdejší regulace investičních služeb srov. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-05] Rozhodnutí KCP/1/2004 – k neoprávněnému poskytování investičních služeb. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=KCP%2F1%2F2004>, s. 1.: „Vymezení investičních služeb (...) nepopisuje právní vztahy, ale faktické činnosti. Pro posouzení odpovědnosti za neoprávněné podnikání podle zákona o cenných papírech není podstatné, zda určitá osoba vykonává činnost vyhrazenou obchodníkům s cennými papíry prostřednictvím zaměstnanců nebo prostřednictvím osob oprávněných např. k činnosti zprostředkovatelů či poradců podle živnostenského zákona.“

¹⁶⁴ V kontextu tehdejší regulace investičních služeb srov. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-05] Rozhodnutí KCP/14/2003 K nabízení a poskytování investičních služeb. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2Fobecne%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=KCP%2F14%2F2003>, s. 1.: „Znak poskytování investiční služby je naplněn již v okamžiku, kdy se obchodník zaváže službu poskytnout; není rozhodné, zda svůj závazek splní.“

¹⁶⁵ Srov. výše uvedené rozhodnutí KCP/1/2004.

Na základě právě provedeného vymezení pojmu investičních služeb jsem identifikoval jeho následující pojmové znaky:

- a) podnikatelská povaha činností,
- b) zprostředkovatelská povaha činností,
- c) vztah činností k investičnímu nástroji nebo skupině investičních nástrojů,
- d) zařaditelnost činností pod kategorie investičních služeb stanovené právním předpisem.

3.1.1 Podnikatelská povaha činnosti

Zatímco převažující zprostředkovatelská povaha investičních služeb plyne z již v první kapitole zmíněného postavení investičních služeb v systému kapitálového trhu a v praxi nevyvolává tento znak obtíže, další znaky zasluhují bližší komentář. Jak unijní úprava, tak národní transpozice u investičních služeb akcentuje, ať už přímo,¹⁶⁶ nebo nepřímo vymezením výjimek z požadavku na povolení k jejich poskytování,¹⁶⁷ podnikatelský princip jejich poskytování. Pro zhodnocení, zda je daná činnost poskytována podnikatelským způsobem, je třeba v konkrétním případě posoudit naplnění znaků podnikání dle obecných předpisů soukromého práva, totiž výkon výdělečné činnosti na vlastní účet a odpovědnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku.¹⁶⁸ Nebyl-li by jeden z takto stanovených obecných znaků podnikání ze strany poskytovatele služby naplněn, například by docházelo k poskytování bezplatného poradenství k investičním nástrojům, lze dovozovat, že daná činnost by nemohla být hodnocena jako investiční služba. Vždy je však dle mého názoru třeba, i

¹⁶⁶ Srov. recital 7 preambule MiFID a § 4 odst. 1 ZPKT, stejně jako samotný název ZPKT.

¹⁶⁷ Srov. § 4b odst. 1 písm. a) bod 2. a písm. b) ZPKT.

¹⁶⁸ Srov. § 420 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

s ohledem na princip ochrany příjemce poskytované služby, posuzovat způsob poskytování služby komplexně v rámci celé šíře činností poskytovatele a důsledně tak rozlišovat nenaplnění znaků podnikatelského výkonu činnosti¹⁶⁹ od situace, kdy je jeden nebo více absentujících znaků nahrazen splněním těchto znaků u další související týmž subjektem poskytované služby, například určitá služba je v rámci činnosti poskytovatele vykonávána bezplatně z toho důvodu, že tvoří určitý doplněk k za úplatu poskytované službě jiné. Příkladem může být poskytování bezplatného investičního poradenství v souvislosti s provizně odměňovaným poskytováním investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů.

3.1.2 Vztah k investičnímu nástroji

Dalším pojmovým znakem investičních služeb je vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji nebo blíže určené skupině investičních nástrojů. Nejedná se o investiční službu, je-li poskytována k investičnímu instrumentu nebo jinému předmětu nezařaditelnému pod některou z právním řádem předvídaných kategorií investičních nástrojů. Takovými instrumenty mohou být především reálné investiční instrumenty, zejména investiční zlato a jiné vysoce hodnotné komodity ve fyzické podobě, nebo cenné papíry, které nenaplní znaky investičního nástroje.¹⁷⁰ Jakkoli se jeví právě uvedené na první pohled celkem zřejmé, dělící linie mezi činnostmi zakládajícími poskytování investičních služeb a činnostmi z hlediska regulace poskytování investičních služeb nedotčenými může

¹⁶⁹ Srov. výše uvedené rozhodnutí KCP/16/2005.

¹⁷⁰ Odborná literatura v této souvislosti uvádí směnku, u které je vyloučena převoditelnost doložkou „nikoli na řad“ (HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 79), dalším příkladem mohou podle mého názoru být zakladatelské akcie investičního fondu ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem. Srov. HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*, s. 22.

být překvapivě tenká a pro poskytovatele služeb a zejména zákazníky jako adresáty související regulace ne vždy jednoznačně identifikovatelná. Uvedené tvrzení lze ilustrovat jednak na otázkách obchodování se zlatem, kde je rozhodující podoba zlata jako reálného investičního instrumentu nebo podkladového aktiva investičního nástroje,¹⁷¹ jednak na zajímavém, a nejen orgánem dohledu v poslední době opakovaně zmiňovaném případě tzv. forexových robotů.¹⁷²

Podstatou tohoto případu je činnost subjektu, který na území České republiky podnikatelsky prostřednictvím sítě distributorů nabízí potenciálním zákazníkům k nájmu licenci software, umožňujícího zákazníkům jako držitelům licence tohoto software při aplikaci software na zákaznickém účtu v obchodním systému vybraných obchodníků s cennými papíry provádět automatizované obchody na peněžním trhu dle v software předem určené obchodní strategie. Samotný software je bez zapojení v obchodním systému příslušných obchodníků s cennými papíry neaktivní a nepřináší žádný užitek. Odměna z uvedené transakce má povahu nájemného z licence a je stanovena jednak konkrétní peněžitou částkou, kterou se subjekt zavazuje kompenzovat v případě aktivní licence bez zásahů zákazníka po předem stanovenou dobu, jednak podílem na výnosu, kterého zákazník dosáhl po dobu aktivního využívání licence. Lze uvedenou situaci hodnotit jako poskytování nájemních služeb k software jako věci v právním smyslu, tedy jako činnost nepodléhající regulaci

¹⁷¹ Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2016-10-05] K obchodování s drahými kovy (např. zlatem) z hlediska dohledu České národní banky. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_obchodovani_s_drahymi_kovy.pdf.

¹⁷² Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2016-10-06] Upozornění na aktivity skupiny WSM. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitele/upozorneni/upozorneni_wsm.html.

poskytování investičních služeb k předmětu, který není investičním nástrojem, nebo jako zprostředkování obchodů s nástroji peněžního trhu, resp. s finančními deriváty, jejichž podkladovou proměnnou je nástroj peněžního trhu nebo jiná veličina související s peněžním trhem?

Na právě uvedeném případu lze názorně ilustrovat neostrost hranice mezi regulovanou a neregulovanou sférou¹⁷³ zprostředkovatelských činností na finančním trhu, stejně jako protichůdné působení zásad, ovládajících (nejen) právo investičních služeb. S ohledem na zásadu hodnocení poskytovaných služeb dle skutečného obsahu a zásadu ochrany investorů by bylo dle mého názoru třeba uvedenou činnost posoudit materiálně s přihlédnutím ke konečnému cíli, který je nájmem licence software zákazníkem sledován, jako investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se nástrojů peněžního trhu nebo finančních derivátů, zde ve formě zprostředkování obchodů s těmito investičními nástroji. Indicií podporující tento závěr může být především nemožnost jiného praktického využití pronajaté licence než pro obchodování na peněžním trhu spolu s ekonomickou zainteresovaností tvůrce software na aktivním užívání licence. Principy legální licence a v pochybnostech ve prospěch poskytovatele při posuzování povahy jím poskytované služby¹⁷⁴ naopak svědčí o zařazení uvedeného případu do neregulované oblasti, když předmětem transakce mezi poskytovatelem služby a zákazníkem není investiční nástroj, ale (pouze) softwarová licence. Následné aktivní využití nebo nevyužití licence je pak zcela na autonomním rozhodnutí

¹⁷³ Často neoficiálně, avšak trefně nazývanou šedou zónou.

¹⁷⁴ Tímto principem mám na mysli analogickou aplikaci principu *in dubio pro reo* v oblasti správního trestání na kapitálovém trhu a v oblasti výkonu dohledu nad kapitálovým trhem. Blíže MATES, Pavel. *Základy správního práva trestního*. 5. vydání. Praha: C.H. Beck, 2010, s. 176. ISBN 978-80-7400-357-8.

takového zákazníka a děje se bez součinnosti poskytovatele – pronajímatele licence.

Mám za to, že s ohledem na myšlenková východiska regulace poskytování investičních služeb, včetně sílícího akcentu na ochranu investorů,¹⁷⁵ je druhý uvedený výklad neudržitelný. Vztah poskytované služby k investičnímu nástroji je třeba vykládat v materiálním smyslu, s ohledem na účel poskytované služby. Je-li jediným rozumně odůvodnitelným účelem nabytí licence software zákazníkem umožnění aplikace automatizovaných obchodních strategií při obchodování s investičními nástroji v rámci obchodního systému obchodníka s cennými papíry, kdy je nadto konkrétní obchodník s cennými papíry ze skupiny, do níž náleží též pronajímatel licence, zákazníkovi pronajímatelem licence doporučen, zákazník je ekonomicky motivován k výběru tohoto konkrétního obchodníka a pronajímatel licence je majetkově zainteresován na aktivním užívání licence a podmiňuje kompenzaci nájemného určitou dobou aktivního užívání licence, nelze než dojít k závěru, že jde materiálně o zprostředkování obchodování s investičními nástroji, kdy se poskytovaná služba týká investičních nástrojů, s nimiž je za použití softwarové licence zákazníkem obchodováno. Software, jehož klíčové parametry jsou v nájemní smlouvě definovány neurčitě, tak v tomto případě představuje pouze technickou součást řetězce úkonů, směřujících k obchodování s investičními nástroji, není materiálním předmětem transakce mezi poskytovatelem služby (pronajímatelem software) a zákazníkem, hledajícím příležitost umístit své dočasně volné peněžní prostředky na finančním trhu (nájemcem software).

¹⁷⁵ Srov. např. recital 4 a recital 86 preambule MiFID II.

3.1.3 Zařaditelnost činnosti pod kategorie investičních služeb stanovené právním předpisem

Pojmový znak investičních služeb, zřejmě na první pohled nejvíce patrný po nahlédnutí do unijních i národních pramenů, představuje zařaditelnost poskytované služby nebo vykonávané činnosti pod některou z kategorií investičních služeb vymezenou směrnicí a transpozičním zákonem. Při úvahách o možném zařazení služby do některé z kategorií je třeba, i s přihlédnutím k ne vždy ostrým konturám té které investiční služby, pečlivě hodnotit faktickou povahu poskytované služby, a to zejména v případech poskytovatelů s limitovaným rozsahem oprávnění co do okruhu investičních služeb. V rámci tohoto hodnocení je vhodné zohlednit výkladová stanoviska unijních¹⁷⁶ i národních¹⁷⁷ orgánů dohledu a dále také skutečnost, že podoby investičních služeb mohou nabývat i příslušným právním předpisem jinak označené aktivity v oblasti práva kapitálového trhu.

Příkladem z rámce právní úpravy investičních fondů může být oprávnění investiční společnosti jako správce investičních fondů nabízet investice do investičních fondů obhospodařovaných správcem odlišným od nabízející investiční společnosti, resp. jiného správce investičních fondů v režimu ZISIF.¹⁷⁸ K této činnosti je v souladu s příslušným ustanovením ZISIF¹⁷⁹ investiční společnost oprávněna na základě povolení přijímat a předávat pokyny týkající se investičních nástrojů

¹⁷⁶ Např. ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-10-06] Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf.

¹⁷⁷ Např. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-06] Metodika k investičním službám. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf.

¹⁷⁸ Ve smyslu § 38 odst. 2 písm. b) ZISIF.

¹⁷⁹ Ustanovení § 39 odst. 4 ZISIF.

uděleném dle téhož zákona,¹⁸⁰ tedy vykonávat činnost, která je materiálně poskytováním hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům, konkrétně cenným papírům kolektivního investování.¹⁸¹ Východiskem je zde premisa, že nabízení investic mimo výkon administrace investiční společnosti je materiálně investiční službou.¹⁸² Z hlediska materiálního posouzení uvedené činnosti jako investiční služby je v této souvislosti třeba připomenout, že ZISIF vymezuje v příslušných ustanoveních¹⁸³ oprávnění investiční společnosti vykonávat činnosti obdobné některým investičním službám dle ZPKT, přičemž požadavky kladené na výkon takto vymezených činností jsou pak konkretizovány v dalším ustanovení ZISIF¹⁸⁴ odkazem na relevantní úpravu poskytování investičních služeb dle ZPKT. Ačkoli předmětné ustanovení ZISIF nehovoří, s ohledem na mírné odlišnosti ve vymezení některých činností v ZISIF oproti vymezení korespondujících investičních služeb v ZPKT,¹⁸⁵ přímo o investičních službách, ale o „výkonu činností uvedených v § 11 odst. 1 písm. c) až f) pro jiného“,¹⁸⁶ netřeba dle mého názoru váhat s konstatováním, že jde materiálně o investiční služby a jejich poskytování tak kromě pravidel stanovených ZISIF určuje též ZPKT.

Modifikaci právě uvedeného případu představuje nabízení investičních nástrojů odlišných od cenných papírů kolektivního

¹⁸⁰ Srov. § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF.

¹⁸¹ HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*, s. 44.

¹⁸² ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2016-10-06] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>, s. 379 a KRÁLÍK, Aleš. Obhospodařovatel. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 44.

¹⁸³ Srov. § 11 odst. 1 písm. c) až f) ZISIF.

¹⁸⁴ Srov. § 33 ZISIF.

¹⁸⁵ KRÁLÍK, Aleš. Poskytování investičních služeb. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 126.

¹⁸⁶ Srov. § 33 odst. 1 ZISIF.

investování investiční společností nebo jiným správcem investičního fondu.¹⁸⁷ Dotyčný správce jedná v tomto případě v pozici srovnatelné s obchodníkem s cennými papíry nebo investičním zprostředkovatelem a k výkonu uvedených činností je, stejně jako ve shora uvedeném případě nabízení investic do „cizích“ fondů, oprávněn pouze za předpokladu, že mu bylo dle ZISIF uděleno povolení vykonávat individuální portfolio management, tedy obhospodařovat majetek zákazníka, jehož součástí je investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání.¹⁸⁸ S ohledem na uvedenou skutečnost je tak individuální portfolio management někdy označován jako „*vstupní brána pro investiční společnosti do světa obchodníků s cennými papíry*.“¹⁸⁹ Materiální přiblížení se činnostmi vykonávaných investičními společnostmi na základě povolení uděleného v režimu ZISIF činnostem vykonávaným obchodníky s cennými papíry a tedy materiální chápání těchto činností jako investičních služeb je patrné také z neomezeného okruhu kategorií investičních nástrojů, kterých se převážná část těchto činností může týkat. Tento závěr lze podle mého názoru dovodit aplikací metody logického výkladu¹⁹⁰ na příslušné ustanovení ZISIF.¹⁹¹ Jak jsem již uvedl dříve při jiné příležitosti, „*jestliže zákon omezuje okruh investičních nástrojů, k nimž mohou být činnosti odpovídající investičním službám vykonávány, pouze v případě úschovy a správy investičních nástrojů, a to ve vztahu k cenným papírům vydaným investičním fondem nebo zahraničním*

¹⁸⁷ A to na základě oprávnění zakotveného v ustanovení § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF.

¹⁸⁸ Srov. § 11 odst. 2 a § 11 odst. 1 písm. c) ZISIF. Individuální portfolio management může být vykonáván také ve vztahu k majetku investičního fondu. Srov. WAGNER, Markus, SCHLÖMER, Verena a Dirk ZETZSCHE. AIFMD vs. MiFID: Similarities and differences. In ZETZSCHE, Dirk *The alternative investment fund managers directive: European regulation of alternative investment funds*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2012, s. 100. ISBN 978-90-411-4044-9.

¹⁸⁹ KRÁLÍK, Aleš. Obhospodařování a obhospodařovatel. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 45.

¹⁹⁰ KNAPP, Viktor, s. 171.

¹⁹¹ Srov. § 11 odst. 1 písm. c) až f) ZISIF.

*investičním fondem, zatímco u ostatních činností odpovídajících investičním službám toto omezení chybí, lze tak argumento per eliminationem dojít k závěru o neomezenosti okruhu investičních nástrojů, ve vztahu k nimž mohou být zbývající činnosti (...) vykonávány.*¹⁹² Lze nicméně konstatovat, že výše ilustrované oprávnění investičních společností a dalších správců investičních fondů působit jako univerzální poskytovatel investičních služeb není v praxi v plné šíři využíváno.¹⁹³

3.2 Členění investičních služeb

V zájmu systematického uchopení tématu budou níže, bez nároku na úplnost, představena v rámci přípravy práce identifikovaná možná členění investičních služeb a jednotlivá rozlišovací kritéria, z nichž některá jsou stanovena právní úpravou a jiná plynou primárně z povahy jednotlivých investičních služeb. Níže formulovaná teoretická rozlišovací kritéria mohou v praxi pomoci při zhodnocení materiální povahy poskytované investiční služby. V rámci provedené analýzy jsem identifikoval následující rozlišovací kritéria:

- a) diferenciaci investičních služeb dle právní úpravy,
- b) přítomnost poradenského prvku v rámci investiční služby,
- c) povaha investiční služby z hlediska primárních adresátů,
- d) okruh oprávněných poskytovatelů.

Na základě takto identifikovaných rozlišovacích kritérií lze investiční služby dělit na:

¹⁹² HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*, s. 46.

¹⁹³ Jak plyne ze seznamu regulovaných a registrovaných subjektů České národní banky. Česká národní banka [online]. 2016. [cit. 2016-11-07] Seznam regulovaných a registrovaných subjektů. Dostupné z WWW: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=07.11.2016&p_ses_idx=204.

- a) hlavní investiční služby a činnosti a doplňkové investiční služby,
- b) s poradenským (rozhodovacím) prvkem nebo bez tohoto prvku,
- c) poskytované výlučně nebo převážně straně poptávky po investičních nástrojích (straně investorů), poskytované výlučně nebo převážně straně nabídky investičních nástrojů (straně emitentů) nebo zajišťující tržní infrastrukturu (čistě zprostředkovatelské),
- d) vyhrazené a nevyhrazené.

3.2.1 Hlavní a doplňkové investiční služby

Primárním, z právního řádu plynoucím členěním investičních služeb je členění na hlavní investiční služby a činnosti¹⁹⁴ a investiční služby doplňkové.¹⁹⁵ Rozlišovacím kritériem je zde zařazení té které služby do taxativního výčtu příslušné přílohy MiFID/MiFID II, resp. příslušného ustanovení ZPKT. Kategorie osmi, resp. devíti¹⁹⁶ hlavních investičních služeb v širším slova smyslu zahrnuje také investiční činnosti, tedy kategorii regulovaných činností vztahujících se k investičnímu nástroji, kde absentuje obecný pojmový znak služby, tedy výkon určité činnosti pro adresáta (příjemce, zákazníka) poskytované služby.¹⁹⁷ Příkladem může být investiční služba obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, tedy činnost vykonávaná s využitím vlastního majetku poskytovatele, jejímž výsledkem je uzavření obchodů s jedním nebo více investičními

¹⁹⁴ V dalších jazykových verzích *investment services and activities*, *Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten*.

¹⁹⁵ V dalších jazykových verzích *ancillary services*, *Nebendienstleistungen*.

¹⁹⁶ MiFID II počítá se zakotvením deváté investiční služby, totiž provozování organizovaného obchodního systému. Srov. přílohu I., oddíl A, bod 9) MiFID II.

¹⁹⁷ HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 62-63.

nástroji,¹⁹⁸ která může dle skutečného obsahu nabývat jak podoby investiční činnosti, kde poskytovatel investičních služeb jedná z vlastní iniciativy obvykle se záměrem dosáhnout zisku na kurzovém rozdílu příslušného investičního nástroje v době nákupu a době prodeje, tak podoby investiční služby v užším slova smyslu, kde poskytovatel vystupuje jako protistrana zákazníka, například v případě samovstupu komisionáře v případě existence komisionářského vztahu mezi poskytovatelem a zákazníkem, činnosti tvůrce trhu,¹⁹⁹ nebo systematické internalizace.²⁰⁰

Doplňkové investiční služby, jak již plyne z názvu této kategorie investičních služeb, představují pro poskytovatele investičních služeb určitou vedlejší, doplňkovou činnost při poskytování služeb hlavních, což plyne mimo jiné již z označení některých těchto služeb.²⁰¹ Zařazení určitých služeb jako doplňkových investičních služeb je dle mého názoru v některých případech podmíněno nikoli přímou vazbou služeb na konkrétní investiční nástroj nebo nástroje, ale jejich přímou návazností na poskytování hlavní investiční služby tímž poskytovatelem. Příkladem může být poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi jako příjemci doplňkové investiční služby za účelem umožnění obchodu s investičním

¹⁹⁸ Srov. článek 4 odst. 1 bod 6) MiFID II.

¹⁹⁹ Dle článku 4 odst. 1 bod 8) MiFID II se tvůrcem trhu rozumí „osoba, která trvale působí na finančních trzích jako osoba ochotná obchodovat na vlastní účet formou nákupu a prodeje finančních nástrojů s využitím vlastního majetku a za jí stanovené ceny.“

²⁰⁰ Systematickou internalizací je třeba v souladu s článkem 4 odst. 1 bodem 20) MiFID II rozumět činnost poskytovatele investičních služeb, který organizovaně, často, systematicky a ve značném množství obchoduje na vlastní účet při provádění pokynů zákazníků mimo regulovaný trh, mnohostranný obchodní systém nebo organizovaný obchodní systém, aniž by provozoval mnohostranný systém.

²⁰¹ Viz např. poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí ve smyslu § 4 odst. 3 písm. b) ZPKT nebo provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb ve smyslu písm. e) téhož ustanovení.

nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí,²⁰² zde typicky v pozici poskytovatele hlavní investiční služby provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka²⁰³ v případech pákového obchodování (*margin trading*), kdy, zjednodušeně řečeno, poskytovatel investiční služby za účelem umožnění obchodu ve větším objemu, než činí objem vlastních prostředků zákazníka, poskytuje zákazníkovi úvěr v podobě peněžních prostředků nebo zápůjčku v podobě investičních nástrojů.²⁰⁴ Dalším příkladem může být také provádění devizových operací souvisejících s poskytováním investičních služeb,²⁰⁵ a to v případě obchodování s investičními nástroji denominovanými v zahraniční měně po předchozí konverzi tuzemské měny zákazníka za měnu, v níž je investiční nástroj denominován, kde poskytovatel této doplňkové investiční služby působí současně jako poskytovatel již výše zmíněné hlavní investiční služby. Doplňkové investiční služby tak mají z teoretického hlediska především usnadnit poskytování investičních služeb hlavních. Jejich doplňková povaha se projevuje, jak bude ilustrováno níže, mimo jiné také ve výrazně širším okruhu subjektů, které tyto služby mohou poskytovat.

3.2.2 Investiční služby s poradenským prvkem a bez tohoto prvku

V kontrastu s výše uvedeným pozitivněprávním členěním svou povahou teoretické členění představuje dělení hlavních investičních služeb na investiční služby s poradenským (nebo také rozhodovacím) prvkem a investiční služby, u nichž tento prvek není, alespoň *de iure*, přítomen.

²⁰² Ve smyslu § 4 odst. 3 písm. b) ZPKT a bodu 2) oddílu B přílohy I. MiFID II.

²⁰³ Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT.

²⁰⁴ Blíže HUSTÁK, Zdeněk. Margin trading – k některým otázkám odborné péče. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 7-8, s. 222 a násl. ISSN 1803-6554.

²⁰⁵ Ve smyslu § 4 odst. 3 písm. e) ZPKT a bodu 4) oddílu B přílohy I. MiFID II.

Investičními službami s poradenským prvkem rozumím ty z hlavních investičních služeb, jejichž zákonným znakem je poskytování kvalifikovaných informací o investičním nástroji a současně hodnotících rad směřujících k transakcím s investičními nástroji, splňujících obecné znaky rady u investičního poradenství,²⁰⁶ a kde je *de facto* přinejmenším část odpovědnosti za investiční rozhodnutí přenesena ze zákazníka na poskytovatele investiční služby. Pod pojmem rada pak rozumím soubor informací a z něho vyplývajících doporučení, které jsou sdělovány poskytovatelem investiční služby jako poskytovatelem rady příjemci investiční služby jako zákazníku za účelem usnadnění nebo ovlivnění jeho rozhodnutí, a to jak v případech, kdy jsou tyto informace poskytovány na žádost zákazníka,²⁰⁷ nebo z vůle poskytovatele investiční služby. V tomto chápání je tak charakteristickým představitelem investiční služby s poradenským prvkem investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, spolu s individuálním portfolio managementem,²⁰⁸ kde by bylo zřejmě přesnější hovořit nikoli o poradenském, ale již přímo rozhodovacím prvku na straně poskytovatele investiční služby, kdy jsou meze, rozsah, okamžik a způsob aplikace tohoto prvku předem v hrubých nebo konkrétnějších rysech určeny ujednáním mezi poskytovatelem a adresátem této služby. Investičními službami bez poradenského prvku jsou v tomto chápání zbývající hlavní investiční služby, u nichž chybí především poradenství zakládající prvek doporučení²⁰⁹ s tím, že z této

²⁰⁶ Blíže viz kapitola 5.1.

²⁰⁷ HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 11-12, s. 317. ISSN 1803-6554.

²⁰⁸ Tedy investiční sužbou obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání ve smyslu § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT.

²⁰⁹ SEIBERT, Holger. *Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung*. München: Beck, 2014, s. 47. ISBN 978-3-406-65622-4.

skupiny lze zvláště vyčlenit čistě realizační, execution-only variantu investičních služeb přijímání a předávání pokynů a provádění pokynů týkajících se jednoduchých investičních nástrojů,²¹⁰ kdy je zákazník rozhodnut pro konkrétní transakci s investičním nástrojem a tuto transakci bez potřeby dalších informací také uskuteční, a které tak lze označit za investiční služby bez poradenského prvku v užším slova smyslu.

Důraz na korektní poskytování investičních služeb s poradenským prvkem, dále prohloubený právní úpravou v rámci MiFID II, je odůvodněn rostoucím významem investičních služeb s poradenským prvkem v ekonomikách členských států, spolu s aplikací principu ochrany investora v rámci eticky náročné situace často výrazné odbornostní a informační asymetrie mezi poskytovateli investičních služeb a zejména retailovými investory jako zákazníky a související určité logické a nevyhnutelné míry závislosti zákazníka na poskytovateli investičního poradenství, ze které pro zákazníka plynou mnohá rizika.²¹¹ Uvedený důraz se v rámci veřejnoprávní regulace projevuje, jak bude uvedeno dále, především ve striktnějším nastavení pravidel jednání, upravujících tyto investiční služby, zejména v oblasti přizpůsobování poskytované investiční služby charakteristikám zákazníka, v rámci výkonu dohledu vyšší faktickou pozorností orgánu dohledu, které se poskytovatelé investičních služeb s poradenským prvkem těší, v rámci soukromého práva by se pak měl, vycházející mj. z judikatury německých soudů,²¹² projevit vyšším standardem posuzování vhodnosti a úplnosti sdělovaných informací při aplikaci zvláštních institutů směřujících k náhradě škody

²¹⁰ Ve smyslu § 15k odst. 1 ZPKT. Okruh jednoduchých investičních nástrojů pro účely ZPKT vymezuje odstavec 2 téhož ustanovení.

²¹¹ Blíže MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, s. 194-196. ISBN 978-0-521-88870-7.

²¹² IBOLD, Hans Christian, s. 210 a násl.

způsobené škodlivou informací nebo radou. Praktickým problémem uvedeného členění a z něho plynoucího důrazu na striktnější pravidla jednání se zákazníky se zdá být níže podrobněji analyzovaná skutečnost, a to, že obsah informací sdělovaných zákazníkům a forma jejich sdělování v rámci poskytování investičních služeb bez poradenského prvku může materiálně naplňovat znaky jiné investiční služby s poradenským prvkem, aniž by došlo k aplikaci vyššího standardu ochrany zákazníka.

3.2.3 Investiční služby poskytované investorům, emitentům, nebo čistě zprostředkovatelské

Investiční služby jako činnosti zprostředkovatelského charakteru na kapitálovém trhu jsou, s výjimkou investičních činností charakterizovanou výše, poskytovány ve prospěch některé z hlavních dvou skupin účastníků kapitálového trhu – emitentů nebo investorů, případně ve prospěch obou těchto skupin. Užitím rozlišovacího kritéria okruhu primárních adresátů investičních služeb lze identifikovat investiční služby 1) poskytované primárně zákazníkům v pozici investorů, tedy subjektů nabízejících peněžní prostředky a poptávajících jejich umístění na kapitálovém trhu,²¹³ jde například o hlavní investiční službu investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, 2) poskytované primárně zákazníkům v pozici emitentů, tedy subjektů nabízejících investiční nástroje a poptávajících prostřednictvím kapitálového trhu financování, kam lze zařadit obě hlavní investiční služby týkající se umístování investičních nástrojů²¹⁴ a konečně 3) služby čistě zprostředkovatelské povahy, jejichž účelem je zajistit existenci a fungování tržní infrastruktury, kam je třeba zařadit provozování

²¹³ Na mysli zde mám pozici před samotnou investicí na kapitálovém trhu, nikoli v okamžiku přeměny investice zpět na peněžní prostředky.

²¹⁴ Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. g) a h) ZPKT.

mnohostranného obchodního systému²¹⁵ a od účinnosti MiFID II také provozování organizovaného obchodního systému.²¹⁶

I když je zařazení investičních služeb z hlediska představeného teoretického členění ve většině případů vcelku zřejmé, nemusí tomu tak být vždy, přičemž pochybnosti o zařazení mohou vést k nesprávnému podřazení dané služby pod některou z kategorií investičních služeb. Tato skutečnost je zvláště citlivá u těch poskytovatelů, na něž se vztahuje zákonem nebo rozsahem veřejnoprávního oprávnění determinované omezení okruhu poskytovaných investičních služeb. Příkladem, který v nedávné době nabyl na významu v kontextu tuzemské praxe distribuce dluhopisů emitovaných obchodními společnostmi, je investiční služba umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání. Interpretačně nejasnou otázkou v tomto případě představuje, nakolik se jedná o investiční službu, poskytovanou výlučně emitentovi jako osobě mající zájem umístit jím vydané investiční nástroje na kapitálovém trhu, nebo o investiční službu, poskytovanou oběma stranám transakce, tedy také investorům jako potenciálním zájemcům o umístované investiční nástroje.

Tato nejednoznačnost souvisí s možným chápáním investiční služby buď jako zahrnující, byť implicitně, celý proces umístování investičních nástrojů, a to univerzálně, jak z pohledu emitenta, pro něhož poskytovatel investiční služby obstarává vydání a umístění investičního nástroje, tak investora, pro něhož obstarává nabytí tohoto nástroje,²¹⁷ přičemž činnosti vykonávané v přímé interakci s investorem, které jsou materiálně investiční službou přijímání a předávání nebo provádění pokynů týkajících

²¹⁵ Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. f) ZPKT.

²¹⁶ Ve smyslu bodu 9) oddílu A přílohy I. MiFID II.

²¹⁷ K tomuto výkladu se přiklání tuzemská doktrína. Srov. HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 87-88.

se investičních nástrojů, představují určitou druhou fází poskytované investiční služby²¹⁸ (první fází tak představuje obstarání vydání investičního nástroje, druhou fází zprostředkování nabytí investičního nástroje investorem), nebo zahrnující striktně tu část procesu, která je relevantní pro emitenta a je vykonávána pro emitenta, přičemž z pohledu investora je samotné obstarání (tedy zprostředkování a realizace) úpisu daného investičního nástroje již zcela odlišnou investiční službou, konkrétně investiční službou přijímání a předávání nebo provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů.²¹⁹

S ohledem na systematickým výkladem dovozovanou zásadu nutnosti důsledného oddělování jednotlivých investičních služeb, plynoucí z vymezení jednotlivých investičních služeb v unijní i národní legislativě, ze struktury veřejnoprávních oprávnění k poskytování jednotlivých investičních služeb, případně *a contrario* za použití analogie ustanovení ZPKT o vzájemné prostupnosti jednotlivých kategorií investičních nástrojů²²⁰ se přikláním k závěru, že investiční službu umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání je třeba hodnotit z pohledu emitenta jako výlučného adresáta služby a z hlediska druhu poskytovaných investičních služeb chápat umístování investičních nástrojů jako proces, sestávající ze dvou paralelně existujících rovin. První

²¹⁸ Jak dovodila v rozhodovací praxi Česká národní banka. Srov. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2016-10-11] Rozhodnutí České národní banky ve věci Salve Finance, a.s. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_do_hledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00010_CNB_573.pdf, s. 9.

²¹⁹ Tento výklad bylo možné dovodit z metodických dokumentů České národní banky. Srov. Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-10-11] Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf, s. 7.

²²⁰ Srov. § 3 odst. 6 ZPKT.

rovina zahrnuje interakci poskytovatele investiční služby s emitentem investičního nástroje, druhá právní vztahy mezi poskytovatelem a investory jako nabyvateli umístěvaného investičního nástroje. Zatímco právní vztahy v první rovině naplňují znaky poskytování výše uvedené investiční služby, druhá rovina je materiálně poskytováním investiční služby přijímání a předávání nebo provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů ve vztahu k investorovi.

3.2.4 Investiční služby vyhrazené a nevyhrazené

Poslední výše identifikované členění staví na rozlišovacím kritériu nezbytnosti (vyhrazené investiční služby) nebo naopak absenci nezbytnosti (nevyhrazené investiční služby) získání povolení nebo jiného veřejnoprávního oprávnění udělovaného dle finančněprávních předpisů v oblasti práva finančního trhu pro oprávněné poskytování investičních služeb, neuplatní-li se některá ze zákonem předvídaných výjimek.²²¹ Uvedené rozlišovací kritérium je, jak již bylo zmíněno výše, jedním z podkladů pro zařazení jednotlivých investičních služeb do katalogu hlavních nebo doplňkových investičních služeb dle unijní i národní legislativy.

Vyhrazenými investičními službami rozumím hlavní investiční služby a také doplňkovou investiční službu úschova správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb,²²² jejichž poskytování je v souladu s unijní²²³ i národní právní úpravou vyhrazeno exkluzivně obchodníkům s cennými papíry, disponujícím příslušným povolením České národní banky, jiným poskytovatelům investičních služeb na základě veřejnoprávního oprávnění dle ZPKT nebo jiných sektorových právních

²²¹ Ve smyslu § 4b ZPKT.

²²² Ve smyslu § 4 odst. 3 písm. a) ZPKT.

²²³ Srov. článek 5 MiFID II a § 4a ZPKT.

předpisů v oblasti práva finančního trhu, případě osobám odlišným od poskytovatele investičních služeb na základě zvláštních zákonů, kdy bývá zmiňováno především oprávnění advokátů a notářů provádět v rámci advokátní, resp. notářské činnosti úschovu a správu investičních nástrojů.²²⁴ Optikou širší zákonného oprávnění můžeme poskytovatele vyhrazených investičních služeb teoreticky členit na poskytovatele univerzální, oprávněné poskytovat na základě povolení všechny z okruhu vyhrazených investičních služeb (byť v rámci povolení může být a typicky bývá okruh poskytovaných vyhrazených investičních služeb omezen), kterými jsou obchodníci s cennými papíry²²⁵ a poskytovatele s omezeným rozsahem činnosti, tedy takové, jejichž oprávnění je *ex lege* omezeno na vybrané vyhrazené investiční služby, kterými jsou investiční zprostředkovatelé jako subjekty oprávněné na základě registrace dle ZPKT poskytovat dvě z katalogu vyhrazených investičních služeb,²²⁶ správci investičních fondů oprávnění vykonávat na základě povolení uděleného dle ZISIF činnosti, které jsou materiálně poskytováním jedné ze čtyř vyhrazených investičních služeb,²²⁷ organizátoři regulovaného trhu, oprávnění na základě povolení dle ZPKT provozovat mnohostranný obchodní systém²²⁸ a od účinnosti transpozice MiFID II též provozovatelé organizovaného obchodního systému,²²⁹ a konečně vázaní zástupci jako nepřímí poskytovatelé investičních služeb, oprávnění na základě písemné

²²⁴ HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 87-88.

²²⁵ Srov. § 5 odst. 1 ZPKT.

²²⁶ Srov. § 29 a násl. ZPKT.

²²⁷ Srov. § 11 odst. 1 písm. c) až f) a § 39 odst. 4 ZISIF.

²²⁸ Srov. § 69 odst. 1 ZPKT.

²²⁹ Srov. § 4 odst. 2 písm. g) a § 73d a násl. ZPKT ve znění návrhu novely ZPKT. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2016. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2016-10-17] Sněmovní tisk 869/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=869&CT1=0>, s. 193 a násl.

smlouvy se zastoupeným a zápisu do seznamu vázaných zástupců jménem a na účet zastoupeného poskytovatele investičních služeb poskytovat tři z vyhrazených investičních služeb.²³⁰

Nevyhrazenými investičními službami jsou všechny zbývající doplňkové investiční služby, které mohou být poskytovány též osobami bez zvláštního oprávnění dle finančněprávních předpisů, upravujících podnikání na kapitálovém trhu, fondové podnikání a související oblasti. S ohledem na podnikatelský charakter výkonu činnosti jako obecný pojmový znak poskytování investičních služeb je však pro nevyhrazené investiční služby, poskytované subjektem odlišným od výše uvedených poskytovatelů investičních služeb, nezbytné živnostenské nebo jiné podnikatelské oprávnění dle zvláštních právních předpisů.

3.3 Dílčí shrnutí

První část třetí kapitoly práce byla věnována stěžejním teoretickým otázkám investičních služeb, konkrétně vymezení a analýze tohoto institutu prostřednictvím jeho pojmových znaků. Tři ze čtyř těchto znaků, totiž podnikatelská povaha činnosti, vztah k investičnímu nástroji a zařaditelnost činnosti pod některou z pozitivních právně vymezených kategorií byly blíže analyzovány, přičemž jsem se pokusil na aktuálních případech z praxe ilustrovat, že posouzení, zda došlo k naplnění jednotlivých znaků investičních služeb, nemusí být vždy jednoduché. V případě otázky vztahu služby k investičnímu nástroji jsem pro hraniční případy dovedl, že vztahuje-li se poskytovaná služba formálně k předmětu odlišnému od investičního nástroje, avšak materiálním předmětem transakce je při zohlednění veškerých okolností případu investiční nástroj, je třeba tuto službu, i s ohledem na zásady ovládající

²³⁰ Srov. § 32a a násl. ZPKT.

právo investičních služeb, posoudit podle skutečného obsahu jako regulovanou investiční službu. V případě znaku zařaditelnosti pod některou z kategorií investičních služeb jsem upozornil na skutečnost, že i některé další činnosti v oblasti práva finančního trhu, výslovně neupravené ZPKT, jsou materiálně investičními službami. Toto tvrzení se opírá o provedenou analýzu oprávnění správců investičních fondů vykonávat na základě ZISIF činnosti obdobné investičním službám, konkrétně v první variantě nabízet investice do investičního fondu spravovaného odlišným správcem, ve druhé variantě poskytovat služby k investičním nástrojům neomezujícím se na cenné papíry kolektivního investování jako investiční nástroje charakteristické pro oblast investičních fondů, tedy působit materiálně jako poskytovatelé investičních služeb.

Druhou část kapitoly jsem věnoval teoretickému rozčlenění investičních služeb a jednotlivým rozlišovacím kritériím. V rámci pozitivněprávního členění na investiční služby hlavní a doplňkové byla pozornost věnována podmínce návaznosti doplňkové investiční služby na službu hlavní, a to na příkladu obchodování na páku (*margin trading*). Dále jsem, v závislosti na existenci nebo neexistenci poradenského prvku jako definičního znaku investiční služby, identifikoval kategorie služeb s poradenským prvkem, přičemž bylo upozorněno na nikoli optimální skutečnost, že některé investiční služby bez poradenského prvku (a tedy s nižším standardem ochrany zákazníka) mohou v závislosti na způsobu jejich poskytování materiálně tento prvek obsahovat. Rovněž jsem, v souvislosti s představeným teoretickým dělením investičních služeb dle jejich primárního adresáta, upozornil v případě procesu umístování investičních cenných papírů na praktické konotace stanovení primárního adresáta souvisejících investičních služeb. Na základě analýzy doktrinárních a aplikačních přístupů k danému problému jsem dospěl

k závěru, že tento proces je vhodné z hlediska práva investičních služeb chápat, posuzováno optikou emitenta a investora, ve dvou paralelních rovinách, přičemž každá z těchto rovin je zajišťována odlišnou hlavní investiční službou. Konečně v případě členění s použitím kritéria nezbytnosti zvláštního veřejnoprávního oprávnění uděleného dle předpisů práva investičních služeb na investiční služby vyhrazené a nevyhrazené bylo upozorněno na poměrně pestrý okruh poskytovatelů vyhrazených investičních služeb co do rozsahu jejich oprávnění.

4 Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů aneb investiční zprostředkování

Následující dvě kapitoly budou věnovány vybraným hlavním investičním službám ve smyslu příslušné přílohy MiFID/MiFID II²³¹ a příslušného ustanovení ZPKT.²³² V zájmu úplnosti předkládaného tématu se nelze obejít bez alespoň stručné charakteristiky každé z hlavních investičních služeb, s ohledem na zachování odpovídající analytické hloubky a přijatelného rozsahu práce a s ohledem na existenci česky psané kvalitní odborné literatury, na kterou si dovoluji tímto odkázat,²³³ bude bližší analytická pozornost zaměřena pouze na vybrané hlavní investiční služby, jejich vzájemné rozdíly a průniky. Konkrétně se bude jednat především o investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,²³⁴ která bývá v praxi někdy označována jako investiční zprostředkování a investiční poradenství týkajících se investičních nástrojů.²³⁵ Tyto dvě služby bývají někdy označovány jako nejrozšířenější retailové investiční služby.²³⁶ S ohledem na blízkost se účinnost MiFID II a v zájmu zachování aktuálnosti práce bude u druhé

²³¹ Srov. přílohu č. I. oddíl A a B MiFID a totožné ustanovení MiFID II.

²³² Srov. § 4 ZPKT.

²³³ V případě tuzemské literatury jde především o opakovaně citované dílo HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 77 a násl., stejně jako HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 59 a násl.

²³⁴ Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. a) a odst. 4 ZPKT.

²³⁵ Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. e) a odst. 5 ZPKT.

²³⁶ V originále *retail investment services*, srov. CHEREDNYCHENKO, Olha O. The legal matrix for retail investment services in the EU: where is an individual investor? In DEVENNEY, James a Mel KENNY. *Consumer credit, debt and investment in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, s. 254. ISBN 978-1-10701302-5 nebo obecněji *retail financial services*, zahrnující platební, bankovní a investiční služby. Srov. CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure?, s. 221.

jmenované služby analyzován jak stávající, tak poměrně výrazně pozměněný připravovaný právní rámec jejího poskytování.

V rámci obou následujících kapitol vycházím z již v úvodu letmo zmíněné hypotézy, že v případě obou jmenovaných investičních služeb dochází v případě tržní praxe České republiky k nesouladu mezi materiálním obsahem a formálním zařazením poskytovaných investičních služeb, když nezřídka způsob poskytování investičních služeb, formálně se řadících do kategorie přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, naplňuje znaky poskytování investičního poradenství. Tato kapitola se spolu s kapitolou následující pokusí nalézt odpověď na otázku, které jsou pojmové znaky obou zmíněných investičních služeb, kde leží hlavní rozlišovací kritéria mezi oběma investičními službami a zda rovina právní odpovídá v tomto případě rovině faktické. V této souvislosti bude v rámci této kapitoly též podrobně analyzována z hlediska tržní praxe nejen v oblasti poskytování investičních služeb palčivá otázka odlišení přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů jako regulované činnosti od výkonu tzv. tipařské činnosti jako činnosti neregulované,²³⁷ spočívající v zásadě v předání kontaktu na potenciálního zákazníka poskytovateli investiční služby, emitentovi nebo jinému subjektu. V souvislosti s pokračujícím a na objemu nabývajícím trendem nabízení investičních příležitostí v podobě investic do dluhopisů emitovaných nekótovanými obchodními společnostmi retailovým investorům ze strany především investičních zprostředkovatelů v České republice bude taktéž provedena analýza vzájemné distinkce investiční služby přijímání a předávání pokynů

²³⁷ Zde ve smyslu neregulované právními předpisy v oblasti kapitálového trhu. Tipařská činnost může dle povahy svého poskytování podléhat regulaci živnostenského zákona, případně dalších právních předpisů.

týkajících se investičních nástrojů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.²³⁸

4.1 Stručně k vybraným hlavním investičním službám

Následující řádky budou věnovány telegrafickému shrnutí obsahu těch hlavních investičních služeb, kterým nebyla nebo nebude s ohledem na užší zaměření práce věnována pozornost na jiných místech předkládané práce. Vybrané aspekty individuálního portfolio managementu a investiční služby umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání budou zmíněny také v pasážích, věnovaných detailní analýze investiční služby přijímání a předávání pokynů a investičního poradenství.

4.1.1 Provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka

Podstatou této investiční služby, poskytované exkluzivně obchodníky s cennými papíry obvykle v návaznosti na níže podrobněji rozpracovanou investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, poskytovanou buď týmž obchodníkem s cennými papíry, nebo jiným poskytovatelem investičních služeb, je obstaravatelská činnost obchodníka s cennými papíry jako zástupce zákazníka při realizaci transakce s jedním nebo více investičními nástroji.²³⁹ Provádění pokynů je, v případné kombinaci s investiční službou přijímání a předávání pokynů, investiční službou zajišťující činnost, které bývá označována jako brokerage, tedy obstarávání obchodování na kapitálovém trhu.²⁴⁰

²³⁸ Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT.

²³⁹ MiFID II definuje tuto službu jako jednání k uzavření smlouvy o nákupu nebo prodeji jednoho či více finančních nástrojů na účet zákazníka, včetně uzavírání smluv o prodeji finančních nástrojů vydaných investičním podnikem nebo úvěrovou institucí v okamžiku jejich vydání. Srov. článek 4 odst. 1 bod 5) MiFID II.

²⁴⁰ LIŠKA, Petr, Štefan ELEK a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 178-179. ISBN 978-80-7478-510-8.

Charakteristicky je obsahem této služby obstarání koupě nebo prodeje investičních nástrojů na účet zákazníka, zahrnující nalezení vhodné protistrany a vhodného převodního místa a zajištění spárování pokynu zákazníka s pokynem protistrany.²⁴¹ Obchodník s cennými papíry v tomto případě vystupuje na základě smlouvy o komisi²⁴² nebo smlouvy příkazní jako zástupce zákazníka, nenese ekonomické riziko obstarávaného obchodu a nestává se konečným vlastníkem investičních nástrojů nebo peněžních prostředků, kterých se poskytovaná služba týká. Pravidelným obsahem služby je rovněž vypořádání provedené transakce v podobě zajištění převodu investičních nástrojů a peněžních prostředků.

4.1.2 Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet

Podstatou uvedené investiční služby jsou transakce, v rámci kterých se obchodník s cennými papíry jako poskytovatel služby, případně vykonavatel investiční činnosti, sám stává stranou transakce, nese ekonomický prospěch a rizika této transakce a stává se konečným vlastníkem investičních nástrojů nebo peněžních prostředků, kterých se poskytovaná služba týká. Věcně může tato služba spočívat v již výše zmíněném samovstupu komisionáře, kdy obchodník s cennými papíry v rámci existujícího právního vztahu se zákazníkem založeném smlouvou o komisi, jehož podstatou je typicky poskytování investiční služby provádění pokynů na účet zákazníka, prodá ze svého majetku nebo odkoupí do svého majetku investiční nástroj, jehož se má transakce týkat. Déle je takto třeba hodnotit činnost obchodníka s cennými papíry jako

²⁴¹ Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-10-17] Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf, s. 4.

²⁴² Blíže k tomu např. MAREK, Radan. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2013. ISBN 978-80-7400-466-7, s. 388 a násl.

tvůrce trhu (market makera) jako osoby, která na finančním trhu obchoduje na vlastní účet s investičními nástroji tak, že průběžně nabízí účastníkům příslušného trhu nebo jeho části příležitost uzavřít s ní obchod týkající se investičního nástroje za jí stanovenou cenu,²⁴³ včetně provádění systematické internalizace jako poskytování služeb tvůrce trhu zákazníkům dotyčného obchodníka s cennými papíry.²⁴⁴

Investiční služba byla již zmíněna v souvislosti s výše provedeným rozčleněním investičních služeb na investiční služby a činnosti, neboť může v případě správy vlastního majetku poskytovatele investiční služby nabývat znaky investiční činnosti, charakteristické absencí zákazníka jako přímého příjemce investiční služby. Určitý zákaznický prvek je u ní v tomto případě přesto dovozován v podobě existence protistrany provedené transakce.²⁴⁵

4.1.3 Obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání

Obsahem této investiční služby, která je v praxi označována jako (individuální) asset management, portfolio management nebo správa aktiv, je činnost poskytovatele investiční služby²⁴⁶ na základě smlouvy se

²⁴³ Srov. § 4b odst. 4 ZPKT.

²⁴⁴ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 83-84. Systematickou internalizací se dle § 17a odst. 1 ZPKT rozumí činnost obchodníka s cennými papíry, který pravidelně a systematicky provádí pokyny zákazníků týkající se investičních nástrojů tak, že obchoduje se zákazníky na vlastní účet mimo evropský regulovaný trh nebo mnohostranný obchodní systém provozovaný osobou se sídlem v členském státě Evropské unie.

²⁴⁵ Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-10-17] Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf, s. 5.

²⁴⁶ Nejen obchodníka s cennými papíry, ale i investiční společnosti. Srov. výše.

zákazníkem, spočívající ve formulaci zpravidla rámcové investiční strategie na základě zákaznickem sdělených parametrů a následné autonomní realizaci formulované strategie po dobu určenou smlouvou o obhospodařování ze strany poskytovatele této služby v podobě jednotlivých nákupů, prodejů a jiných operací s investičními nástroji.²⁴⁷ Za použití analogie z oblasti kolektivního portfolio managementu můžeme konstatovat, že individuální portfolio manažer má ve vztahu k zákaznickému majetku obdobnou pozici jako správce (obhospodařovatel) investičního fondu, tj. poskytovatel kolektivního portfolio managementu ve vztahu k majetku v tomto fondu; smlouva se zákazníkem, zakotvující investiční strategii, je pak obdobou statutu investičního fondu.

Autonomie při realizaci jednotlivých transakcí je pojmovým znakem této investiční služby, poskytovatel disponuje ve srovnání s ostatními investičními službami nejvyšší měrou diskrece, která je limitována v zásadě pouze smluvně zakotvenými mantinely investiční strategie. Jednal-li by poskytovatel při realizaci jednotlivých obchodních transakcí na základě konkrétních instrukcí zákazníka, tedy nikoli autonomně, nešlo by o portfolio management,²⁴⁸ nýbrž zpravidla o poskytování investiční služby přijímání a předávání, resp. provádění pokynů na účet zákazníka. Tato skutečnost však dle mého názoru nevylučuje občasnou a povahou spíše výjimečnou ingerenci zákazníka, co se jednotlivých realizovaných

²⁴⁷ MiFID II definuje tuto službu jako správu portfolií v souladu s pověřením od zákazníků s možností vlastního uvážení ve vztahu k jednotlivým zákazníkům, pokud tato portfolia zahrnují jeden nebo více finančních nástrojů. Srov. článek 4 odst. 1 bod 8) MiFID II.

²⁴⁸ Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-10-17] Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf, s. 6.

transakcí týče. Na straně poskytovatele této služby je tak výrazně přítomen již výše zmíněný poradenský nebo přesněji rozhodovací prvek, reflektovaný mimo jiné aplikací přísnějších pravidel jednání se zákazníky. Jak bude uvedeno níže u investičního poradenství, je tento rozhodovací prvek na straně poskytovatele investiční služby spolu s autonomií poskytovatele základním vodítkem pro materiální posouzení poskytované kombinace investičních služeb přijímání a předávání pokynů a investičního poradenství jako individuální portfolio management.

Dalším pojmovým znakem jsou pak investiční nástroje jako výlučná, nebo alespoň převážná součást obhospodařovaného majetku. Ztotožňuji se s doktrinárním závěrem, podle něhož není individuálním portfolio managementem ve smyslu ZPKT správa majetku, kde investiční nástroje tvoří, posuzováno celkovým objemem spravovaného majetku, zcela marginální část takového majetku.²⁴⁹ V tomto případě by dle povahy správy šlo zřejmě o správu cizího majetku ve smyslu občanského zákoníku, a to v závislosti na obsahu smluvního ujednání o správu prostou nebo plnou.²⁵⁰ Sám individuální portfolio management ve smyslu ZPKT má blízko ke správě plné,²⁵¹ příslušná ustanovení občanského zákoníku o (plné) správě cizího majetku se na vztah založený smlouvou mezi poskytovatelem této investiční služby a zákazníkem použijí subsidiárně, a to v rozsahu, který nevylučuje zvláštní úprava ZPKT a prováděcích právních předpisů.²⁵²

²⁴⁹ HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 71.

²⁵⁰ Ve smyslu § 1400 a násl. občanského zákoníku.

²⁵¹ SVEJKOVSKÝ, Jaroslav, MAREK, Radan a kol. *Správa cizího majetku v novém občanském zákoníku: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2015, s. 7. ISBN 978-80-7400-548-0.

²⁵² Srov. § 195 odst. 2 a 3 ZPKT. Ke vztahu ustanovení občanského zákoníku o správě cizího majetku a ustanovení zvláštních právních předpisů blíže viz KRÁLÍK, Aleš. *Správa cizího majetku – srovnání právní úpravy v novém občanském zákoníku ČR a*

4.1.4 Provozování mnohostranného obchodního systému a organizovaného obchodního systému

V případě těchto investičních služeb, z nichž druhá uvedená je dosud neúčinnou novinkou zavedenou MiFID II a MiFIR,²⁵³ se jedná o služby zajišťující vytvoření a fungování alternativních tržních platforem, organizovaných veřejných trhů s investičními nástroji,²⁵⁴ odlišných od regulovaného trhu v pozitivněprávním smyslu.²⁵⁵ Obě tyto služby je, resp. bude oprávněn poskytovat jak obchodník s cennými papíry, tak provozovatel mnohostranného nebo organizovaného obchodního systému na základě oprávnění k provozování příslušné tržní platformy. Obsahem předmětných investičních služeb je v případě obou platforem především stanovení pravidel pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na příslušné platformě, pravidla obchodování a pravidla přístupu na příslušnou platformu, a to prostřednictvím předpisů provozovatele obchodního systému, spolu se zajištěním fungování systému jako celku,²⁵⁶ včetně dohledu nad dodržováním stanovených pravidel.

S ohledem na zaměření předkládané práce se na tomto místě k tématu obchodních systémů omezím na stručné teze. Mnohostranný obchodní systém a regulovaný trh, kdy oba představují organizované veřejné trhy s investičními nástroji, se liší především v požadavku na pravidelnost fungování příslušné platformy, který v případě

v quebeckém občanském zákoníku. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2014, roč. 6, č. 1, s. 19. ISSN 1803-6554.

²⁵³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (dále jen „MiFIR“).

²⁵⁴ MAZANEC, Luboš. „Neregulované trhy“ dle směrnice MiFID II a nařízení MiFIR. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 9, s. 260. ISSN 1803-6554.

²⁵⁵ Stranou pro účely této podkapitoly ponechme teoretická členění trhů finančních investičních instrumentů.

²⁵⁶ Blíže HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 87.

mnohostranného obchodního systému absentuje,²⁵⁷ organizovaný obchodní systém se pak od mnohostranného obchodního systému odlišuje především omezeným okruhem investičních nástrojů, které jsou způsobilé být obchodovány v rámci příslušné tržní platformy, který se omezuje na tzv. nekapitálové investiční nástroje,²⁵⁸ konkrétně dluhopisy, strukturované finanční produkty ve smyslu MiFIR, povolenky na emise nebo deriváty.²⁵⁹ Speciálním novým druhem mnohostranného obchodního systému, jehož provozování zahrnuje příslušná investiční služba, je trh pro růst malých a středních podniků, určený především pro obchodování investičních nástrojů, jejichž emitenty jsou malé a střední podniky ve smyslu MiFID II.²⁶⁰

4.1.5 Investiční služby, související s umístováním investičních nástrojů

Do společné kategorie mohou být zařazeny obě hlavní investiční služby, týkající se umístování investičních nástrojů, totiž upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání. Společným již výše zmíněným znakem obou služeb je skutečnost, že jsou poskytovány primárně emitentovi umístovaného investičního nástroje, případně manažerovi emise, zatímco investorům jako zájemcům o úpis investičního nástroje mohou být a zpravidla jsou totožným poskytovatelem investiční služby poskytování investiční služby přijímání a předávání, případně provádění pokynů týkajících se umístovaných investičních nástrojů.

²⁵⁷ Blíže MAZANEC, Luboš, s. 262.

²⁵⁸ MAZANEC, Luboš, s. 264.

²⁵⁹ Srov. článek 4 odst. 1 bod 23) a 48) MiFID II, článek 2 odst. 1 bod 28) MiFIR.

²⁶⁰ Srov. článek 4 odst. 1 bod 13) a článek 33 MiFID II.

Obsahem první jmenované investiční služby je závazek poskytovatele, zde výlučně obchodníka s cennými papíry, k obstarání úpisu nebo umístění emise investičních nástrojů mezi investorskou veřejnost s tím, že pokud nebude tato činnost úspěšná, ve sjednaném rozsahu celou emisi nebo její část upíše sám. Naproti tomu u druhé jmenované investiční služby tento závazek poskytovatele investiční služby přítomen není, závazek tedy směřuje ke zprostředkování příležitosti uzavřít s investory smlouvu o úpisu.²⁶¹

Umístování emise může nabývat různých podob, například podoby veřejné nebo neveřejné nabídky investičních cenných papírů ve smyslu ZPKT nebo přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu, od čehož se odvíjí jednotlivé činnosti poskytovatele vykonávané v rámci těchto investičních služeb (může jít o vypracování prospektu, veřejnou nabídku, propagační činnost a podobně). Z hlediska soukromoprávního jsou obě služby vykonávány na základě inominátních smluv s emitenty, resp. manažery emise, upravující mimo jiné právo poskytovatele investiční služby na odměnu za umístění předmětných investičních nástrojů od emitenta, resp. manažera emise.

4.2 Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů – základní znaky investiční služby

Přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, někdy označováno jako investiční zprostředkování, bývá charakterizováno jako nezbytný základ pro poskytování dalších investičních služeb,²⁶² nebo slouží jako jejich nezbytný doplněk. Podstatou této investiční služby, která

²⁶¹ Blíže HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 72-73.

²⁶² Blíže HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 80.

je typicky poskytována nárazově v souvislosti s konkrétní transakcí, které se má týkat, a její poskytování je ukončeno spolu s předáním příslušného pokynu,²⁶³ je komunikace poskytovatele investiční služby se zákazníkem s cílem získání instrukcí o zákaznickem požadovaném obchodu nebo požadovanému typu obchodů s investičním nástroji, případně též investiční službě, v podobě pokynu zákazníka, přijetí a zaevidování²⁶⁴ takové instrukce a následné předání této instrukce poskytovateli investičních služeb, který je oprávněn danou instrukcí realizovat, a to včetně předání v rámci organizační struktury téhož poskytovatele investičních služeb, automatizovaného předání v rámci informačního systému, nebo „předání“ téže fyzické osobě v rámci personálního vybavení poskytovatele, která pokyn přijala, kde z povahy věci nelze o předání v pravém slova smyslu ani hovořit. Pokynem lze přitom v obecné rovině rozumět sdělení zákazníka, „(...) které obsahuje alespoň relativně konkretizované informace týkající se investiční služby nebo investičního nástroje, umožňující adresátovi sdělení seznat jejich obsah a účel a na základě toho provést sama nebo prostřednictvím jiné způsobilé osoby konkrétní kroky spočívající v poskytnutí další investiční služby nebo služeb, kterými dojde k naplnění vůle (záměru) vyjádřené zákazníkem v jeho sdělení.“²⁶⁵

Stejně jako obsah, i forma pokynů je v praxi pestrá. V závislosti na charakteru poskytované služby a kategorie investičních nástrojů, kterých

²⁶³ Znakem nárazovosti se tato investiční služba odlišuje zejména od individuálního portfolio managementu, který je průběžně poskytovanou investiční službou. Srov. SEIBERT, Holger, s. 42.

²⁶⁴ Náležitosti evidence přijatých a předaných pokynů jsou pro poskytovatele investičních služeb vymezeny příslušnými přílohami vyhlášky č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele.

²⁶⁵ HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 64.

se pokyn týká, sahá škála podob od pokynu charakteru strukturovaného sdělení zákazníka k transakci s investičním nástrojem, přijímaného telefonicky nebo v rámci informačního systému poskytovatele investiční služby, charakteristického především v oblasti přímého obchodování s investičními cennými papíry, nástroji peněžního trhu a deriváty, přes pokyny charakteru smlouvy o nákupu konkrétního investičního nástroje nebo nástrojů, včetně zprostředkování uzavření takové smlouvy, po pokyny v podobě zprostředkování uzavření rámcové smlouvy o budoucím investování jako jednání bezprostředně směřujícího k přijímání a předávání pokynů,²⁶⁶ nebo ve formě zprostředkování uzavření smlouvy o poskytování investiční služby individuální portfolio management „jako smlouvy, která určuje podobu budoucích pokynů týkajících se investičních nástrojů“,“²⁶⁷ východiskem je předpoklad, že materiálním obsahem takové smlouvy je provádění transakcí s investičními nástroji v zastoupení zákazníka.²⁶⁸ V této souvislosti se někdy hovoří o pokynech, které jsou smlouvou. Jedná se o pokyny, které jsou charakteristické například pro oblast zprostředkování investic do cenných papírů kolektivního investování. Výslovně se stanoví, že přijímání a předávání pokynů zahrnuje i zprostředkování obchodů s investičními nástroji ve smyslu

²⁶⁶ Česká národní banka [online]. 2012. [cit. 2016-11-20] Metodika k investičním službám (MIS). Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf, bod 3.1.1., s. 7.

²⁶⁷ Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-11-20] Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf.

²⁶⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-20] Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

propojení dvou nebo více investorů a provádění obchodů mezi těmito investory.²⁶⁹

Jak plyne i z výše nastíněných podob pokynů jako klíčové součásti předmětné investiční služby, je jeho základním definičním znakem návaznost na investiční nástroj nebo nástroje, a to ať přímá, kdy pokyn o určených parametrech směřuje v daný okamžik k určenému investičnímu nástroji, nebo nepřímá, kdy pokyn rámcového charakteru směřuje k předem neurčenému okruhu investičních nástrojů, avšak je podkladem provedení budoucí transakce s konkrétním investičním nástrojem zákazníkem nebo na účet zákazníka.

Syntézou výše uvedeného lze dovodit dva obecné znaky analyzované služby. Jsou jimi zprostředkovatelská činnost poskytovatele a vztah této činnosti k transakcím, týkajícím se investičních nástrojů. Zprostředkovatelskou činnost v tomto případě vykonává ten, kdo jako zprostředkovatel v pozici obdobné poslovi předává pokyn jako projev vůle zákazníka týkající se transakce s investičními nástroji tomu, kdo je oprávněn se zákazníkem takovou transakci uzavřít. Není rozhodné, zda je předávaný projev vůle zákazníka přijetím nabídky třetího subjektu, nebo naopak nabídkou zákazníka. Aby se však jednalo o přijímání a předávání pokynů, musí být zprostředkovateli zřejmé, že předává projev vůle směřující k transakci s investičním nástrojem. Proto zřejmě nelze jako poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů hodnotit například činnost poskytovatele poštovních služeb, který v rámci své

²⁶⁹ Srov. § 4 odst. 4 ZPKT a recital 44 MiFID II.

běžné podnikatelské činnosti předává poskytovateli investiční služby investorem podepsaný návrh smlouvy o nabytí investičního nástroje.²⁷⁰

S ohledem na tuto skutečnost tak podle mého názoru můžeme chápat investiční službu přijímání a předávání pokynů *largo sensu* a rozumět jí v zásadě libovolnou podobu zprostředkování příležitosti zákazníkovi nabýt investiční nástroj za součinnosti poskytovatele této služby, a to též v případě, že tento nástroj není v době zprostředkování příležitosti ještě přesně vymezen (tak tomu bude v případě rámcové smlouvy o budoucím investování), a také v kapitole 3.1.2 zmíněném případě, kdy investiční nástroj je materiálním předmětem transakce, která však formálně nenaplnuje znaky investiční služby přijímání a předávání pokynů. Uvedené platí též v případě, není-li to právní úpravou výslovně vyloučeno, kdy činnost poskytovatele investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů současně naplňuje znaky jiné regulované aktivity na finančním trhu, především nabízení investic do investičních fondů ve smyslu ZISIF, ovšem pouze nabývá-li tato investice podobu investičního nástroje, v tomto případě cenného papíru kolektivního investování,²⁷¹ nebo veřejné nabídky investičních cenných papírů ve smyslu ZPKT.²⁷² Soukromoprávním podkladem poskytování

²⁷⁰ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-20] Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

²⁷¹ Pojem nabízení investic dle § 294 odst. 1 ZISIF zahrnuje kromě nabízení cenných papírů kolektivního investování též nabízení jiné možnosti nabýt účast na investičním fondu, kde však již nelze hovořit s ohledem na předmět distribuce o investiční službě, neboť chybí prvek vztahu k investičnímu nástroji. Takovým příkladem může být nabízení investic do fondu kvalifikovaných investorů v podobě společnosti s ručením omezeným nebo investičního svěřenského fondu.

²⁷² Ve smyslu § 34 odst. 1 ZPKT.

této investiční služby v tomto režimu bývá charakteristicky smlouva o komisi²⁷³ nebo smlouva o zprostředkování.²⁷⁴

4.3 Distinkce investičního zprostředkování a tipařské činnosti

V praxi problémy působící a z teoretického hlediska podnětnou problematiku nejen v oblasti práva investičních služeb představuje snaha o nalezení hranice mezi výkonem regulované činnosti na finančním trhu a činnosti neregulované. V oblasti práva investičních služeb lze problematiku názorně ilustrovat na příkladu rozlišení zprostředkovatelské činnosti v podobě investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a tzv. tipařské činnosti, kdy osoba vykonávající tuto činnost materiálně nenaplní znaky poskytování investiční služby a nedopadá tak na ni finančněprávní regulační rámec. V oblasti investičních služeb je režim tipařské činnosti v praxi využíván především v rámci distribuce investičních nástrojů tam, kde poskytovatel investiční služby není oprávněn poskytovat investiční službu přijímání a předávání pokynů k určité skupině investičních nástrojů, případně tam, kde právní řád omezuje okruh subjektů, kterým je poskytovatel investiční služby oprávněn předat pokyn zákazníka k transakci s investičním nástrojem (typicky k jeho nabytí). V poslední době se v kontextu České republiky jedná především o oblast distribuce dluhopisů, emitovaných obchodními společnostmi, retailovým investorům investičními

²⁷³ Ve smyslu § 2455 a násl. občanského zákoníku. Více viz LIŠKA, Petr, Štefan ELEK a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 179 a násl.. ISBN 978-80-7478-510-8.

²⁷⁴ Ve smyslu § 2445 a násl. občanského zákoníku. Více viz BEJČEK, Josef. Zprostředkování. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 9, s. 241-249. ISSN 1803-6554.

zprostředkovateli a oblast zprostředkování obchodování s finančními deriváty.

S ohledem na výše analyzované relativně široké spektrum podob zprostředkovatelské činnosti, která je hodnocena jako poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů, je třeba obzvlášť obezřetně posuzovat skutečnou povahu činnosti subjektu vykonávajícího tipařskou činnost. Relevantní pro provedení takového hodnocení je jak pro subjekty finančního trhu, tak pro orgán dohledu jednak nastavení smluvních vztahů mezi subjektem vykonávajícím tipařskou činnost, subjektem, v jehož zájmu je činnost vykonávána (charakteristicky emitentem investičního nástroje) a potenciálními zákazníky nebo zákazníky, jednak formy, kterých tipařská činnost vůči zákazníkovi reálně nabývá. Vodítka pro distinkci tipařské činnosti a zprostředkovatelské činnosti v podobě přijímání a předávání pokynů týkajících se nabízeného investičního nástroje lze pro oblast investičních služeb dovodit syntézou znaků získaných analogickou aplikací stanoviska České národní banky v oblasti zprostředkovatelské činnosti v pojišťovnictví,²⁷⁵ analýzou rozhodovací činnosti České národní banky a rovněž komparativní metodou, tedy zhodnocením řešení obdobné otázky v rámci dalších právních řádů.

Na základě zmíněného stanoviska České národní banky lze jako tipařskou hodnotit činnost, nepřekračující hranici, kdy osoba tuto činnost vykonávající v obecné rovině zjistí zájem potenciálního investora o případné poskytnutí investiční služby určitého druhu, případně o investiční

²⁷⁵ Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-11-21] K vymezení hranice mezi tipařstvím a zprostředkováním pojištění. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_vymezeni_hranice_mezi_tiparstvim.pdf.

příležitosti určitého typu, a tuto informaci předá spolu s kontaktními údaji potenciálního investora osobě, která je oprávněna službu takového druhu poskytnout nebo investiční příležitost takového typu realizovat, jako osobě, se kterou následně investor uzavírá smlouvu o investiční službě nebo obchod s investičním nástrojem. Takto vymezenou hranici pak překračují především činnosti, které nesměřují výhradně k vyhledání a identifikaci (vytipování) potenciálního investora, ale „(...) také k jeho získání (resp. přesvědčení v podobě mentálního rozhodnutí či vážného zájmu o sjednání konkrétněji vymezeného produktu), a to i v případě doporučení určitého produktu.“²⁷⁶

Tipařská činnost může být z teoretického hlediska vymezena dvěma prvky: prvkem objektivním, spočívajícím v (pouhém) zjištění obecného zájmu a předání kontaktu na potenciálního investora, a prvkem subjektivním, vymezeným negativně jako nezapříčinění mentálního rozhodnutí potenciálního investora (a to též v podobě ovlivnění investora) k realizování určité investiční příležitosti, určitého investičního rozhodnutí. V rámci limitů tipařské činnosti tak nejedná ten, kdo představí potenciálnímu investorovi konkrétní obchod s investičním nástrojem nebo investiční službu a pokusí se jej přesvědčit k uzavření obchodu, resp. využití investiční služby. Je nasnadě, že korektní posouzení naplnění nebo nenaplnění obou prvků může být v praxi problematické.

Naplnění objektivního prvku může být primárně dovozováno z vymezení vzájemných práv a povinností osoby poskytující tipařskou činnost a osoby, v jejíž prospěch je taková činnost vykonávána. Na

²⁷⁶ Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-11-21] K vymezení hranice mezi tipařstvím a zprostředkováním pojištění. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_vymezeni_hranice_mezi_tiparstvim.pdf, s. 2.

překročení hranice tipařské činnosti z hlediska objektivního prvku lze dle mého názoru usuzovat zejména v případě přítomnosti jednotlivých prvků zprostředkovatelské činnosti ve smlouvě,²⁷⁷ kdy se osoba vykonávající tipařskou činnost zavazuje uskutečňovat činnosti charakteristické pro poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů, tedy například předložit potenciálnímu investorovi k podpisu smlouvy o investiční službě v zastoupení osoby, v jejíž prospěch je činnost vykonávána, podrobně informovat potenciálního investora o povaze služby, ke které tipařská činnost směřuje, ale i plnit pravidla jednání spojená s poskytováním investiční služby, jako je například získání a případně posuzování získaných informací od investora za účelem zhodnocení přiměřenosti zamýšlené transakce s investičním nástrojem,²⁷⁸ vedení záznamů z jednání s potenciálním investorem,²⁷⁹ poskytovat instrukce, které jsou nezbytné k realizaci investiční příležitosti a podobně. Obecně lze shrnout, že tipařská činnost z hlediska objektivního prvku může naplňovat znaky investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a materiálně být touto investiční službou především tam, kde bezprostředním a v příslušné smlouvě výslovně nebo implicitně předpokládaným výsledkem jednání osoby vykonávající

²⁷⁷ Jak dovedil Soudní dvůr Evropské unie v oblasti posouzení sjednávání a zprostředkování finančních činností jako činnosti osvobozené od DPH a jak lze konstatovat i v předkládané oblasti, zprostředkování může sestávat ze samostatných služeb nebo úkonů, jako je například identifikace příležitosti pro uzavření smlouvy pro jednu ze smluvních stran nebo vyjednávání podmínek pro jednu ze smluvních stran, které ve svém souhrnu představují zprostředkování určité činnosti. Srov. rozsudek Soudního dvora EU ze dne 21. června 2007, C-453/05, *Volker Ludwig*.

²⁷⁸ Ve smyslu § 15i ZPKT a § 27 odst. 1 vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

²⁷⁹ Ve smyslu § 17 odst. 1 ZPKT a § 16 vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb

tipařskou činnost je uzavření smluvního vztahu mezi investorem a osobou, v jejíž prospěch je tipařská činnost vykonávána.²⁸⁰

Přítomnost subjektivního prvku lze dovodit²⁸¹ z působení činností osoby vykonávající tipařskou činnost na potenciální investory v konkrétním případě. Vyvolalo-li vědomé a záměrné působení osoby vykonávající tipařskou činnost rozhodnutí investora uzavřít smlouvu se subjektem, v jehož prospěch je tipařská činnost vykonávána, nebo je-li toto působení optikou průměrného potenciálního investora způsobilé takové rozhodnutí vyvolat,²⁸² a to ať už formou přímého nebo nepřímého doporučení osoby vykonávající tipařskou činnost, jedná se materiálně o zprostředkovatelskou činnost, tedy poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, zde ve formě zprostředkování uzavření příslušné smlouvy. Kritérium průměrného potenciálního investora je dle mého názoru v případě adresátů tipařské činnosti v postavení laiků vhodné vykládat jednak v souladu s občanským zákoníkem,²⁸³ jednak pro oblast investičních služeb speciálním upřesňujícím hlediskem osoby s průměrnou intelektuální úrovní,

²⁸⁰ Obdobný závěr lze dovodit i z rozhodovací praxe České národní banky. Srov. Česká národní banka [online]. 2016. [cit. 2016-11-21] Rozhodnutí o rozkladu ve věci Regirt Propeat, s.r.o. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_do_hledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2014_00327_CNB_573.pdf, s. 3., bod 1. odůvodnění.

²⁸¹ Orgánem dohledu jsou tyto skutečnosti dovozovány zpravidla na základě svědeckých výpovědí adresátů tipařské činnosti.

²⁸² Obdobně Deutsche Bundesbank [online]. 2014. [cit. 2016-11-20] Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 32 Absatz 1 KWG. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_fidierlaubnis_buba.pdf;jsessionid=00306A0BE2C521F84ED10890CCB27A17.1_cid363?__blob=publicationOnFile&v=1, s. 5. Kritérium průměrného potenciálního investora je dle mého názoru vhodné vykládat jednak v souladu s občanským zákoníkem, jednak pro oblast investičních služeb upřesňujícím hlediskem osoby s průměrnou intelektuální úrovní, obezřetností a rozpoznávací schopností v postavení zákazníka.

²⁸³ Srov. § 4 odst. 1 občanského zákoníku.

obežřetností a rozpoznávací schopností v postavení zákazníka dle ZPKT,²⁸⁴ posuzováno v rámci skupiny typických zákazníků, na které se osoba vykonávající tiskařskou činnost obrací.²⁸⁵ Hranice určení, zda určitá činnost vyvolala nebo ovlivnila rozhodnutí investora, případně byla k tomuto způsobila, jsou poměrně mlhavé, neboť vždy zahrnují zhodnocení vnímání konkrétního potenciálního investora jako prvku nutně subjektivního charakteru. Přítomnost tohoto prvku však lze dovozovat též z objektivních skutečností. S ohledem na právní jistotu subjektů vykonávajících tiskařskou činnost považují za vhodné jednu z těchto skutečností zmínit.

Významnou indicií pro takové zjištění je způsob odměňování subjektu vykonávajícího tiskařskou činnost. Je-li tato odměna vázána na uzavření smlouvy a uskutečnění transakce s investičním nástrojem investorem, tedy *de facto* na úspěšné zprostředkování obchodu, svědčí to o pravděpodobném naplnění znaků poskytování investiční služby, když je osoba vykonávající tiskařskou činnost motivována k přinejmenším nepřímému přesvědčení investora o realizaci představené investiční příležitosti. Jinými slovy řečeno, kdo potenciálnímu investorovi představuje příležitosti uzavřít obchody s investičními nástroji, neboť uzavřel s předpokládanou protistranou takových obchodů ujednání o odměně, pokusí se zpravidla vědomě a záměrně zajistit realizaci takových obchodů ze strany investora.²⁸⁶ Tento závěr má povahu blízkou vyvrátitelné domněnce, neznamená však, že by osoba vykonávající

²⁸⁴ Srov. § 15c ZPKT.

²⁸⁵ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 203-204.

²⁸⁶ Obdobně Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-21] Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

tipařskou činnost nebyla oprávněna pobírat odměnu za nikoli každý, ale pouze za úspěšný předaný kontakt na potenciálního investora (nahlíženo z hlediska subjektu, v jehož prospěch je tipařská činnost vykonávána), jen je třeba v takovém případě obzvláště pečlivě posuzovat skutečný obsah vykonávané činnosti. Kdo naproti tomu pouze zprostředkovává kontakt mezi potenciálním investorem a poskytovatelem investiční služby nebo emitentem investičního nástroje nebo podává informace o obchodu s investičním nástrojem a tato činnost nezahrnuje vědomé a záměrné působení na investora, neposkytuje investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů.

Shrnutím výše uvedených závěrů a jejich zařazením do kontextu myšlenkových východisek regulace poskytování investičních služeb²⁸⁷ lze formulovat několik základních tezí. Za prvé, tipařskou činnost je třeba chápat jako institut, nepodléhající specifické regulaci práva investičních služeb, včetně pravidel jednání se zákazníky a dalších mechanismů, sloužících k ochraně investora. Vzhledem k této skutečnosti je vhodné vykládat její obsah a hranice spíše restriktivně tak, jak činí tuzemský i německý orgán dohledu a v protikladu k poměrně benevolentnímu chápání, které není v tržní praxi výjimkou. Za druhé, tipařskou činnost lze vymezit objektivním prvkem, spočívajícím ve skutečném a sjednaném obsahu činností a subjektivním prvkem, spočívajícím ve vědomém a záměrném ovlivnění nebo potenciálním ovlivnění investora co do využití konkrétní investiční příležitosti. Z hlediska objektivního prvku by zařazení činnosti jako tipařské mělo být na místě především tam, kde tipař slouží výhradně jako posel, předávající získané kontaktní údaje subjektu, v jehož prospěch je tipařská činnost vykonávána, aniž by vykonával jakoukoli

²⁸⁷ Blíže srov. kapitolu 1.3.

jinou pro zprostředkování charakteristickou činností. Z hlediska subjektivního prvku lze pro zařazení činnosti jako investičního zprostředkování nezbytný znak ovlivnění investora dovést jednak ze subjektivního působení činnosti na investora, jednak zásadně předpokládat za situace, kdy je předmětem komunikace mezi poskytovatelem služby a investorem konkrétní obchod s konkrétním investičním nástrojem nebo konkrétním okruhem investičních nástrojů a odměna osoby formálně vykonávající tipařskou činnost se nadto odvozuje, výhradně nebo z převážné části, z reálného uskutečnění obchodu mezi investorem a osobou, v jejíž prospěch byla „tipařská činnost“ vykonávána. Konečně za třetí, tipařská činnost nemá sloužit k obcházení právní regulace poskytování investičních služeb a souvisejícímu snížení standardu ochrany investorů, měla by zahrnovat pouze procesy pomocného, nikoli zprostředkovatelského charakteru. Touto optikou je třeba obzvláště pečlivě zkoumat nepřesázení limitů tipařské činnosti v případě subjektů, které disponují statutem poskytovatele investičních služeb (zejména pak přijímání a předávání pokynů a investiční poradenství v pozici investičního zprostředkovatele), investiční služby skutečně poskytují a současně veřejně, například prostřednictvím webové prezentace, deklarují výkon tipařské činnosti ve prospěch protistran, nebo týkající se okruhu investičních nástrojů, ke kterým jako poskytovatelé investičních služeb ze zákona nemají oprávnění, čímž v některých případech mohou *de facto* rozšiřovat z hlediska zákazníka portfolio služeb nad rámec předpokládaný unijním i národním normotvůrcem.

4.4 Distinkce investičního zprostředkování a umístování investičních nástrojů

Již v předchozích kapitolách zmíněná relativní obtížnost rozlišování mezi investiční službou přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a umístování investičních nástrojů se v praxi promítá do otázky správného posouzení a nastavení vztahů mezi poskytovatelem investiční služby, investorem a emitentem, případně manažerem emise nebo dalším poskytovatelem investičních služeb, zejména v případě, kdy se na distribuci vydávaných investičních cenných papírů podílí nebo mají podílet investiční zprostředkovatelé. Problémy při posuzování této otázky mohou částečně plynout z poměrně liberálního režimu emise dluhopisů dle zákona o dluhopisech,²⁸⁸ umožňujícímu předem neomezenému okruhu osob, včetně osob fyzických, stát se emitenty těchto investičních cenných papírů,²⁸⁹ aniž by byl tento proces finančním právem hlouběji regulován a podléhal dohledu České národní banky.

Samotný proces emise je však třeba z regulatorního hlediska striktně oddělit od procesu nabízení emitovaných cenných papírů. Kromě ustanovení ZPKT upravujících veřejnou nabídku investičních cenných papírů²⁹⁰ je třeba pamatovat na ingerenci práva investičních služeb jako určitého nástroje ochrany investora – nabyvatele emitovaných cenných papírů právě v procesu nabízení. Vzniká tak na první pohled logicky rozporná a pro emitenty a další subjekty zúčastněné na distribuci cenných papírů potenciálně matoucí situace, kdy ačkoli samotná emise podléhá pouze minimální regulaci, nabízení emitovaných cenných papírů je

²⁸⁸ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech (dále jen „zákon o dluhopisech“).

²⁸⁹ Srov. § 1 zákona o dluhopisech a PIHERA, Vlastimil. Dluhopisy. In KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila a Jindřich VÍTEK. *Právo cenných papírů*. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 101-102. ISBN 978-80-7400-515-2.

²⁹⁰ Ve smyslu § 34 a násl. ZPKT.

zpravidla přísně regulovanou hlavní investiční službou, s níž mohou být spojena výrazně rozsáhlejší pravidla než s procesem emise dle zákona o dluhopisech jako takovým.

Zmíněný logický rozpor je však pouze zdánlivý. Liberalizace trhu s dluhopisy nebyla a nemůže být chápána jako rozvolnění podmínek pro jejich distribuci a související citelné regulatorní zvýhodnění některých kategorií investičních nástrojů oproti jiným, stejně jako nemůže mít za následek snížení úrovně ochrany investorů, zamýšlejících uskutečnit svoji investici do této kategorie investičních nástrojů. Právo investičních služeb zde, zejména aplikací pravidel jednání se zákazníky, včetně v případě dluhopisů emitovaných malými a středními obchodními společnostmi, o emitentech – fyzických osobách nemluvě, stěžejních informací o kreditním riziku emitenta,²⁹¹ zachovává standard ochrany retailových investorů obvyklý u dalších kategorií investičních nástrojů.

Z hlediska emitentů i poskytovatelů investičních služeb je tak realitou zahrnutí distribuce dluhopisů s využitím distribučních kanálů zahrnujících poskytovatele investičních služeb, a to včetně nabídky dluhopisů, u které neplatí povinnost vyhotovit prospekt, pod některou z hlavních investičních služeb. Pro určení, o kterou z výše uvedených investičních služeb v konkrétním případě půjde, se zdá být rozhodné, kromě skutečné povahy činnosti poskytovatele investiční služby při jednání se zákazníkem v pozici investora, posouzení smluvního podkladu spolupráce mezi emitentem nebo zástupcem emitenta a poskytovatelem investiční služby, a to zejména s ohledem na skutečnost, že smluvní vztah mezi investorem a poskytovatelem investiční služby nebývá v tomto

²⁹¹ Tato povinnost poskytovatelů investičních služeb plyne z § 15d odst. 1 písm. d) a § 19 odst. 1 písm. b) vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

případě zpravidla zachycen v písemné formě. Syntézou rozhodovací a metodické činnosti České národní banky²⁹² lze dovést, že pro posouzení, zda je poskytovatelem investiční služby v konkrétním případě poskytována jedna nebo druhá z obou investičních služeb, je rozhodná zejména úprava okamžiku splnění závazku poskytovatele investiční služby dle smlouvy s emitentem nebo manažerem emise, odvození nebo naopak neodvození odměny za poskytnutou službu nebo její převážné části od skutečného úpisu investičních nástrojů investorem a sjednaná povaha činnosti poskytovatele investiční služby při jednání s investorem.

V souladu s mým již dříve vysloveným názorem lze hovořit o poskytování investiční služby umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání, nikoli pouze o výkonu tiskařské činnosti nebo přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů zejména v případě, kdy existuje písemná smlouva mezi poskytovatelem investiční služby a emitentem nebo jeho zástupcem, závazek poskytovatele investiční služby z této smlouvy je splněn až úpisem cenného papíru investorem (tedy umístěním části emise), odměna poskytovatele investiční služby nebo rozhodující část této odměny je vázána na ekonomické završení transakce, tedy úpis dluhopisu investorem (včetně uhrazení emisního kurzu) a poskytovatel investiční služby je v bezprostředním kontaktu s investorem v souvislosti s úpisem. Ne zcela jednoznačná je podmínka alternativního, nebo naopak kumulativního naplnění výše uvedených znaků. Zde se přikláním k závěru o nutnosti

²⁹² Jedná se jednak o relevantní zveřejňovanou rozhodovací činnost České národní banky, srov. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2016-11-25] Rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/54655/570 ze dne 21. května 2015, sp.zn. Sp/2015/10/573. Dostupné z WWW:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_do_hledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00010_CNB_573.pdf a nezveřejněné odpovědi na kvalifikované dotazy poskytovatelů investičních služeb.

naplnit uvedené znaky kumulativně pro dovození poskytování výše uvedené investiční služby. Domnívám se především, stejně jako v případě vymezení tipařské činnosti, že samotná návaznost odměny na mezi investorem a emitentem úspěšně provedenou transakci nezakládá bez dalšího poskytování této investiční služby. Vždy je však třeba přihlídnout ke specifikům konkrétního případu a konkrétnímu obsahu poskytovatelem investiční služby vykonávané činnosti.

Poskytovatelům investičních služeb neoprávněných ze zákona nebo na základě rozsahu uděleného veřejnoprávního oprávnění poskytovat výše zmíněnou investiční službu tak lze v případě existence smluvního vztahu mezi takovým poskytovatelem a emitentem doporučit věnovat zvýšenou pozornost jednak obsahu smluvního ujednání, a to zejména v případě, kdy smluvní stranou je subjekt, jemuž není daná kategorie poskytovatelů investičních služeb oprávněna předat pokyn investora, jednak skutečné činnosti poskytovatele investiční služby, která by neměla v takovém případě přesáhnout výše představené meze tipařské činnosti. V případě neexistence smluvního ujednání mezi emitentem a poskytovatelem investiční služby jako subjektem přímo jednajícím o investiční příležitosti se zákazníkem v pozici zájemce o úpis, charakteristicky v případě existence distribučního řetězce emitent – obchodník s cennými papíry oprávněný poskytovat (jednu nebo obě) hlavní investiční služby týkající se umístování investičních nástrojů – investiční zprostředkovatel přijímající pokyn od zákazníka a předávající na základě ujednání s obchodníkem s cennými papíry takový pokyn tomuto obchodníkovi – zákazník jako potenciální upisovatel umístovaného cenného papíru, nelze podle mého názoru v případě osoby přímo jednající se zákazníkem²⁹³

²⁹³ Zde se má na mysli nejširší forma jednání se zákazníkem, osobou jednající se zákazníkem se tak nerozumí pouze osoba, která přijímá a předává pokyny týkající se

dovozovat znaky poskytování investiční služby týkající se umístování investičních nástrojů. To platí i v případě potenciálně problematické a v praxi nikoli výjimečné konstrukce odměny hrazené obchodníkem s cennými papíry osobě jednající se zákazníkem, typicky investičnímu zprostředkovateli, jako poměrné části emisního kurzu dluhopisu, přičemž tato odměna je splatná až po připsání emisního kurzu investorem upisovaného dluhopisu na účet emitenta jako smluvního partnera obchodníka s cennými papíry. Domnívám se, že v tomto případě chybí jednak přímé smluvní propojení mezi osobou jednající se zákazníkem a emitentem jako podmínka nutná pro dovození prvku výkonu činnosti pro emitenta jako pojmového znaku hlavních investičních služeb týkajících se umístování investičních nástrojů,²⁹⁴ jednak přímá provizní vazba mezi emitentem a touto osobou a znaky poskytování investiční služby umístování investičních nástrojů tak nemohou být naplněny.

Výše uvedený případ je však třeba pečlivě hodnotit z hlediska možného pouze formálního zapojení obchodníka s cennými papíry do řetězce zprostředkovatelských činností propojujících investora a emitenta. Problematickým bodem výše uvedeného řetězce může být skutečný průběh transakce, kdy podle mého názoru, s ohledem na zákaz stanovený investičnímu zprostředkovateli předat přijatý pokyn zákazníka jiným subjektům než taxativně vypočteným v ZPKT,²⁹⁵ nesmí docházet k podpisu smlouvy o úpisu dluhopisu nebo dluhopisů mezi zákazníkem a

investičních nástrojů od zákazníků ve smyslu § 2 odst. 1 písm. a) vyhlášky č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

²⁹⁴ Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-10-11] Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf, s. 7.

²⁹⁵ Srov. § 29 odst. 1 písm. b) ZPKT.

emitentem jako smluvními stranami za účasti investičního zprostředkovatele, včetně předkládání a vyplňování související klientské dokumentace,²⁹⁶ jak je v praxi někdy činěno. Takový postup by dle mého názoru zakládal již v předchozích částech práce zmíněné zprostředkování uzavření smlouvy, jejímž předmětem je investiční nástroj, tedy přijímání a následné předávání pokynu nezpůsobilé protistraně. Na věci zřejmě nic nemění skutečnost, kdy by taková smlouva po zprostředkování jejího podpisu zákazníkem byla investičním zprostředkovatelem předána obchodníku s cennými papíry, který by v pozici obdobné poslovi tuto smlouvu dále předal emitentovi. Byť by k přímému předání smlouvy investičním zprostředkovatelem emitentovi v takovém případě nedošlo, i tak by materiální těžiště zprostředkovatelské činnosti spočívalo na straně investičního zprostředkovatele, který uzavření smlouvy zprostředkoval, nikoli na straně obchodníka s cennými papíry, který by sehrál roli pouhého doručovatele mezi emitentem a zákazníkem za účasti investičního zprostředkovatele sjednaných dokumentů. Je tak třeba trvat na závěru, že v případě obdobných distribučních schémat by smlouva o nabytí příslušných dluhopisů měla být za účasti investičního zprostředkovatele uzavřena mezi zákazníkem a obchodníkem s cennými papíry, který následně v rámci poskytování jemu povolené hlavní investiční služby provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka realizuje v součinnosti s emitentem zákazníkův pokyn.

4.5 Dílčí shrnutí

Předchozí řádky byly věnovány jednak stručné charakteristice vybraných hlavních investičních služeb, jednak podrobnější

²⁹⁶ Klientskou dokumentací se rozumí dokumenty, kterými poskytovatel investičních služeb plní vůči zákazníkovi povinnosti stanovené § 15 a násl. vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

charakteristice hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. V rámci části věnované této investiční službě byl charakterizován pojem pokyn, a to se zaměřením na skutečnost, že pokynem může být rovněž zprostředkování uzavření smlouvy, jejímž předmětem je investiční nástroj nebo investiční služba, a dále identifikovány dva základní znaky této investiční služby, totiž zprostředkovatelská činnost poskytovatele a vztah této činnosti k transakcím, týkajícím se investičních nástrojů. Oba pojmové znaky pak odůvodňují široké chápání obsahu této investiční služby jako v zásadě libovolné podoby zprostředkování příležitosti zákazníkovi nabýt investiční nástroj za součinnosti poskytovatele předmětné investiční služby.

Po výše shrnutém stručném úvodu do problematiky jsem přistoupil k analýze dosud doktrinárně ne zcela vyjasněných a pro praxi poměrně závažných otázek distinkce neregulované, tzv. tipařské činnosti v oblasti kapitálového trhu a zprostředkovatelské činnosti, naplňující znaky výše charakterizované investiční služby. Důraz, který byl kladen na zodpovězení souvisejících otázek, je odůvodněn zájmem na ochraně investora a zajištění spravedlivých podmínek pro jednotlivé způsoby distribuce investičních nástrojů. Mám za to, že stejně tak je odůvodněno restriktivní chápání institutu tipařské činnosti v oblasti kapitálového trhu jako takového. Jako rozhodné pro zařazení konkrétní činnosti jako tipařské nebo zprostředkovatelské jsem identifikoval dva prvky, konkrétně sjednanou a skutečnou povahu činnosti (objektivní prvek), která by neměla překročit zjištění v obecné rovině zájmu investora o typově obdobnou investiční příležitost a předání kontaktu na potenciálního investora, a dále nezapříčinění mentálního rozhodnutí potenciálního investora k realizování určité investiční příležitosti (subjektivní prvek). Zatímco objektivní prvek

Lze zpravidla dovodit z obsahu příslušných smluvních ujednání, v případě prvku subjektivního obvykle nezbyvá než se spolehnout na nepřímé indicie, z nichž nejvýznamnější je podle mého názoru majetková motivace osoby vykonávající činnost vůči investorovi na skutečné realizaci investiční příležitosti, kde lze dovodit pravděpodobnost přinejmenším nepřímého působení na investiční rozhodnutí adresáta tipařské činnosti.

Zbývající prostor byl v rámci kapitoly věnován odlišení investičního zprostředkování od investiční služby umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání, a to s přihlédnutím k aktuálním problémům distribuce veřejně i neveřejně nabízených dluhopisů emitovaných v souladu s liberálním režimem dle zákona o dluhopisech tuzemskými obchodními společnostmi. Za rozhodující pro posouzení charakteru poskytované služby jsem, kromě skutečné povahy vykonávané činnosti, označil především okamžik splnění závazku poskytovatele investiční služby podle příslušné smlouvy s emitentem, případnou závislost odměny za poskytnutou službu nebo její převážné části na realizaci úpisu investičních nástrojů investorem a sjednanou povahu činnosti poskytovatele investiční služby při jednání s investorem, přičemž na poskytování investiční služby umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání lze podle mého názoru usuzovat v případě, kdy současně je a) závazek poskytovatele dle příslušné smlouvy je splněn až umístněním části emise, b) existuje závislost odměny nebo její rozhodující části na umístění emise a c) poskytovatel má dle příslušné smlouvy být v přímém kontaktu s investorem v souvislosti s úpisem. V rámci této problematiky bylo rovněž upozorněno na možná úskalí smluvního vztahu emitent – obchodník s cennými papíry – investiční zprostředkovatel – potenciální investor co do způsobu odměňování investičního

zprostředkovatele a případné čistě formální role obchodníka s cennými papíry v tomto distribučním řetězci.

5 Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů

Obsahem této kapitoly bude především vymezení jednotlivých pojmových znaků investičního poradenství, na které naváže analytický pokus o odlišení investičního poradenství od individuálního asset managementu jako téma, nabývající na aktuálnosti nejen v souvislosti s aktuální soudní praxí, a dále již v předchozí kapitole avizovaná analýza distinkce investičního poradenství a investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, se kterou je také spjata povinnost poskytovat informace a rady, přesto však investičním poradenstvím není. Konečně dojde také na otázky blížícího se nového regulatorního rámce investičního poradenství v rámci MiFID II, včetně kritického zhodnocení některých nových institutů, které s sebou přinese.

5.1 Pojem a základní znaky investičního poradenství

Investiční poradenství týkající se investičních nástrojů představuje spolu s přijímáním a předáváním a prováděním pokynů týkajících se investičních nástrojů investiční službu, s níž přichází kategorie retailových investorů do styku zřejmě nejčastěji. Rostoucí význam této investiční služby lze ilustrovat mimo jiné na výrazném nárůstu objemu regulace, které její poskytování podléhá, v rámci MiFID a MiFID II.²⁹⁷ O investičním poradenství lze hovořit charakteristicky v případě, kdy investor v pozici zákazníka nebo potenciálního zákazníka vyhledá nebo je osloven poskytovatelem investiční služby, od něhož očekává odborné posouzení konkrétní investiční příležitosti na základě zohlednění svých

²⁹⁷ Na rostoucí význam investičního poradenství upozorňují uvedené předpisy i ve své nenormativní části. Srov. recital 3 MiFID a recital 70 MiFID II.

osobních charakteristik, nikoli pouhé informování o základních skutečnostech týkajících se investiční příležitosti.²⁹⁸

Při snaze o vymezení pojmových znaků investičního poradenství je třeba vyjít z legální definice tohoto pojmu na unijní i národní úrovni. Unijní právo obecně vymezuje investiční poradenství jako „*poskytování osobních doporučení zákazníkovi buď na jeho žádost, anebo z podnětu investičního podniku ohledně jednoho či více obchodů týkajících se finančních nástrojů*“²⁹⁹ Osobním doporučením se přitom rozumí doporučení, které je učiněno osobě v pozici investora nebo potenciálního investora nebo v postavení zástupce takového investora,³⁰⁰ osobním doporučením naopak není doporučení, které je vydáno výlučně prostřednictvím distribučních kanálů nebo pro veřejnost.³⁰¹ Distribučními kanály je v tomto případě třeba rozumět specifický hromadný způsob distribuce informací, jejichž obsahem je předmětné doporučení, například formou televizního nebo rozhlasového vysílání), nikoli šíření v rámci distribuční sítě poskytovatele doporučení.³⁰² Tuzemská transpozice přináší v souladu s prováděcí směrnicí MiFID³⁰³ konkretizaci pojmu obchod, když investičním poradenstvím, resp. jeho poskytováním rozumí „*poskytování individualizovaného poradenství, které směřuje přímo či*

²⁹⁸ „Pouhé“ informování je naproti tomu obsahem investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. Blíže k tomu srov. kapitolu 4 a podkapitolu 5.3 této práce.

²⁹⁹ Srov. článek 4 odst. 1 bod 4) MiFID II, obdobně článek 4 odst. 1 bod 4) MiFID.

³⁰⁰ Srov. článek 52 věta první směrnice Komise 2006/73/ES, ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (dále jen „prováděcí směrnice MiFID“).

³⁰¹ Srov. článek 52 poslední věta prováděcí směrnice MiFID.

³⁰² Jak plyne jednak z recitálu 79 preambule, tak z německojazyčného znění poslední věty článku 52 prováděcí směrnice MiFID: „*Eine Empfehlung stellt keine persönliche Empfehlung dar, wenn sie ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit gegeben wird.*“

³⁰³ Srov. článek 52 věta druhá písm. a) a b) prováděcí směrnice MiFID.

nepřímo k nákupu, prodeji, úpisu, umístění, vyplacení, držbě nebo jinému nakládání s konkrétním investičním nástrojem nebo nástroji nebo k uplatnění práva na takové nakládání, a to bez ohledu na to, zda je poskytováno z podnětu zákazníka nebo potenciálního zákazníka či obchodníka s cennými papíry.³⁰⁴ Německá transpozice přidává, opět s ohledem na prováděcí směrnici MiFID,³⁰⁵ další požadavek na kvalitu doporučení zakládajícího investiční poradenství, totiž že toto se musí zakládat na posouzení osobních poměrů investora nebo musí být investorovi prezentováno jako pro něj vhodné.³⁰⁶

V rámci unijních i transpozičních předpisů lze identifikovat také okruh svou povahou blízkých aktivit, které však investičním poradenstvím zásadně nejsou, nejedná-li se o činnosti sloužící k přípravě na poskytnutí investičního poradenství, jako je například poskytování obecného poradenství před poskytnutím konkretizovaných informací, naplňujících pojmové znaky investičního poradenství, týmž poskytovatelem investičních služeb.³⁰⁷ Investičním poradenstvím předně není poskytování investičních doporučení, analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji, tedy činnosti, které jsou obsahem samostatné doplňkové investiční služby.³⁰⁸ O investiční poradenství se dále nejedná v případě poradenství směřujícího k nakládání s konkrétním investičním nástrojem určeného pro

³⁰⁴ Srov. § 4 odst. 5 ZPKT.

³⁰⁵ Srov. recital 81 preambule a článek 52 věta druhá prováděcí směrnice MiFID.

³⁰⁶ Srov. § 1 odst. 1a) věta druhá bod 1a. bankovního zákona Spolkové republiky Německo (Gesetz über das Kreditwesen): „*Finanzdienstleistungen sind (...) die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird (Anlageberatung).*“

³⁰⁷ Srov. recital 82 preambule prováděcí směrnice MiFID.

³⁰⁸ Srov. § 4 odst. 3 písm. d), § 4 odst. 7 a § 125 odst. 6 ZPKT.

veřejnost nebo šířeného distribučními kanály.³⁰⁹ Konečně není investičním poradenstvím poskytování obecného poradenství ohledně určitého typu nebo kategorie investičních nástrojů.³¹⁰

Syntézou v unijních i národních předpisech uvedených náležitostí investičního poradenství lze vysledovat několik pojmových znaků tohoto institutu, z nichž některé budou níže analyzovány. Těmito pojmovými znaky podle mého názoru jsou:

- poskytování doporučení,
- ve vztahu k transakcím s konkrétním investičním nástrojem nebo nástroji,
- vůči zákazníkovi nebo jeho zástupci,
- personalizovaných (individualizovaných, na míru šitých), tedy zakládajících se na posouzení osobních charakteristik zákazníka nebo prezentovaných jako vhodných pro zákazníka,
- nerozšiřovaných výlučně prostřednictvím distribučních kanálů nebo určených výlučně pro veřejnost.

5.1.1 Znak doporučení

První pojmový znak investičního poradenství vyplývá ze samotné logické podstaty poradenství jako záměrné činnosti spočívající ve zhodnocení určité skutečnosti a následném sdělení stanoviska směřujícího k určitému rozhodnutí adresáta poradenství. O investičním poradenství lze hovořit pouze v případě, je-li jeho obsahem doporučení. O doporučení se jedná, je-li zákazníkovi určité jednání představeno jako ležící v zájmu zákazníka,³¹¹ ať už zákazník takové jednání uskuteční, nebo nikoliv. O

³⁰⁹ Srov. recital 83 preambule prováděcí směrnice MiFID.

³¹⁰ Srov. recital 81 věta první preambule prováděcí směrnice MiFID.

³¹¹ Obdobně LORENZ, Manuel. *Churning. Das Phänomen der kapitalmarkt- und börsenrechtlichen Spesenschinderei und die Sanktionierung im Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht*. Heidelberg: Müller, 2015, s. 24. ISBN 978-3-8114-6029-4.

investiční poradenství se tedy nejedná v případě, kdy obsahem informací je pouhé informování o portfoliu zákazníkem držených investičních nástrojů (například o jeho výkonnosti za určité období), aniž by současně byly předkládány konkrétní návrhy ke změnám složení takového investičního portfolia.³¹²

5.1.2 Vztah ke konkrétnímu investičnímu nástroji nebo nástrojům

Identifikace investičního nástroje jako objektu investičního poradenství nečiní z teoretického hlediska s ohledem na legální definici investičních nástrojů obtíže, i když, jak bylo ilustrováno výše, v praxi nemusí být zařazení určité hodnoty jako investičního nástroje vždy na první pohled patrné. Problematictější je určení požadované míry konkrétnosti vymezení investičního nástroje nebo nástrojů, k nimž je investiční poradenství poskytováno. V případě jasně identifikovatelného jednoho investičního nástroje nevznikají problémy. Naproti tomu v případě vymezení širší skupiny investičních nástrojů nemusí být požadovaná míra konkretizace zcela jednoznačná. V případě, že by se poskytované poradenství vztahovalo určité jasně vymezené skupině investičních nástrojů, např. prostřednictvím tickeru nebo ISIN každého takového nástroje v případě investičních cenných papírů, není nutno váhat se závěrem o dostatečně konkrétním vymezení. To platí zřejmě také v případě, kdy by byla poskytovatelem investiční služby taková skupina konkrétních investičních příležitostí zákazníkovi pouze představena a zákazník by si pro další poskytování poradenství autonomně vybral pouze některé nástroje z takové skupiny. Problematictější je posouzení vztahu

³¹² Obdobně Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-28] Merkblatt - Gemeinsames Informationsblatt der BaFin und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html, s. 1.

k dostatečně konkrétně vymezeným investičním nástrojům v případě jejich druhového určení kombinovaného například s určením geografickým, určením dle sektoru hospodářství, v němž působí emitenti takových investičních nástrojů, určením dle rizikovosti a kombinací obdobných určení (například americké akcie společností farmaceutického průmyslu, podílové listy fondů kolektivního investování s rizikovým profilem nepřekračujícím určitou hodnotu vyjádřenou tzv. syntetickým ukazatelem rizikovosti dle právního rámce činnosti investičních fondů a podobně). Pro případ takto vymezeného poradenství se domnívám, že vztah mezi doporučením a dostatečně konkrétním investičním nástrojem již v zásadě zachován není a uvedené poradenství by tak mělo být v souladu s prováděcí směrnicí MiFID hodnoceno jako obecné poradenství ohledně typu investičního nástroje.³¹³ Tento obecný závěr je však podle mého názoru třeba aplikovat s přihlédnutím ke specifickým konkrétního případu a modifikovat jej například v okamžiku, kdy samotná specializovaná činnost nebo omezená nabídka investičních nástrojů poskytovatele investiční služby i v případě poskytnutí poradenství k typově vymezeným investičním nástrojům vede ve svém důsledku k nepřímému doporučení konkrétního investičního nástroje. Tak tomu bude například u v praxi nikoli vzácného typu poskytovatele investiční služby, poskytujícího investiční poradenství a současně investiční službu přijímání a předávání pokynů k široké paletě cenných papírů kolektivního investování, který je zároveň distributorem konkrétního nebo několika

³¹³ Ve smyslu recitálu 81 preambule prováděcí směrnice MiFID. Obdobně HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 83 a Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-28] Merkblatt - Gemeinsames Informationsblatt der BaFin und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html, s. 2.

málo investičních cenných papírů (charakteristicky dluhopisů) a tyto investiční cenné papíry jsou uvedeny například v rámci veřejně dostupné webové prezentace poskytovatele. Ačkoli v případě doporučení kategorie dluhových cenných papírů obecně jsou formálně naplněny zmíněné znaky obecného doporučení, materiálně se může jednat o nepřímé doporučení konkrétního investičního nástroje z nabídky poskytovatele, a tedy při naplnění zbývajících výše uvedených znaků o investiční poradenství. Závěrem této podkapitoly je vhodné zmínit, že pro dovození naplnění tohoto znaku investičního poradenství není rozhodná povaha investičního nástroje ve smyslu příslušné přílohy MiFID/MiFID II, k němuž poradenství směřuje.³¹⁴

5.1.3 Na míru šitá doporučení

Doporučení předkládané v rámci investičního poradenství musí naplňovat znak individualizovanosti, jinými slovy řečeno, musí se jednat o doporučení šité konkrétnímu zákazníkovi na míru, při zohlednění jeho požadavků, potřeb a dále především znalostí, zkušeností, finančního zázemí a investičních cílů,³¹⁵ přičemž postačí pouhá prezentace poradenství jako vhodného pro jeho osobu nebo vycházející z vyhodnocení individuálních specifik zákazníka.³¹⁶ Primárním východiskem pro posouzení individualizovanosti informací tedy, poněkud překvapivě, není skutečný obsah poskytnutých informací, nýbrž způsob,

³¹⁴ Srov. rozsudek Soudního dvora EU ze dne 30. března 2013, C-604/11, *Genil 48 SL a Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL proti Bankinter SA a Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, bod 53.

³¹⁵ Tato skutečnost se odráží v související povinnosti poskytovatele investičního poradenství tyto skutečnosti na základě § 15h ZPKT a § 27 vyhlášky č. 303/2010 Sb. od zákazníka získat.

³¹⁶ Tento doktrinárně sdílený výklad lze dovodit z recitálu 81 preambule a článku 52 věty druhé prováděcí směrnice MiFID.

kterým je daná informace zákazníkovi prezentována.³¹⁷ Lze se důvodně domnívat, že jestliže je zákazník poskytovatelem investiční služby přesvědčován, že poskytované doporučení je pro něj vhodné, případně že vychází z provedeného posouzení jeho individuálních specifíků, jedná se vždy o investiční poradenství, a též za okolností, kdy by takové doporučení pro zákazníka bylo částečně nebo i zcela nevhodné, případně by před jeho prezentací vůbec nebyly zapojeny právním řádem předpokládané mechanismy, sloužící k získání a vyhodnocení informací o osobních specifíků zákazníka. Rozhodné přitom je, jak se skutečnost jeví zákazníkovi. Pro naplnění tohoto znaku investičního poradenství tedy postačí, vyvolá-li poskytovatel investiční služby v zákazníkovi důvodné přesvědčení, že při poskytování doporučení vychází ze skutečně nebo domněle zjištěných specifíků takového zákazníka.

5.1.4 Znak adresnosti rozšiřování

O investiční poradenství se nejedná, je-li příslušné doporučení určeno veřejnosti jako předem neurčenému okruhu osob nebo je-li šířeno výlučně neadresným způsobem, charakteristicky za použití hromadných sdělovacích prostředků včetně internetu.³¹⁸ Východiskem je zde skutečnost, že takto hromadně koncipované a neadresné doporučení může jen stěží efektivně zacílit na osobní specifika svých adresátů do té míry, že by bylo možné hovořit o individualizovanosti. Je třeba upozornit na

³¹⁷ Způsob, jakým je investiční nástroj zákazníkovi nabízen, je jako rozlišovací kritérium pro určení investičního poradenství uváděn též v judikatuře Soudního dvora Evropské unie. Srov. rozsudek Soudního dvora EU ze dne 30. března 2013, C-604/11, *Genil 48 SL a Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL proti Bankinter SA a Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, bod 53.

³¹⁸ Srov. recital 79 preambule prováděcí směrnice MiFID. Není bez zajímavosti, že v protikladu k právě uvedenému americká právní úprava chápe investičním poradenstvím též poradenství, šířené neadresně prostřednictvím sdělovacích prostředků. Srov. KAAL, Wulf A. Investment adviser regulation. In MARKHAM, Jerry W. a RIGERS GJYSHI. *Research handbook on securities regulation in the United States*. Cheltenham: Edward Elgar, 2014, s. 229. ISBN 978-1-78254-006-9.

skutečnost, že samotný prostředek užitý pro šíření informací, jehož volba je koneckonců otázkou převážně technickou, nevylučuje naplnění znaků investičního poradenství. O investiční poradenství by se tak mohlo jednat především v případě použití takového prostředku pro šíření doporučení v předem vymezeném cílovém okruhu adresátů, například formou adresných emailových zpráv nebo poštovních zásilek,³¹⁹ a to zřejmě také v případě, že by tyto zprávy byly zcela identické. Technická povaha prostředku by tedy dle mého názoru neměla být chápána jako relevantnější než adresnost, resp. neadresnost tímto prostředkem předávaného sdělení poskytovatele investiční služby.

5.2 Distinkce investičního poradenství a individuálního portfolio managementu

5.2.1 Osoba činící investiční rozhodnutí

Nejen dle retailovým investorům určených informačních materiálů ESMA je investiční poradenství určeno především pro investory, kteří chtějí realizovat svá vlastní investiční rozhodnutí, ale také chtějí profesionální poradenství a podporu investičních poradců.³²⁰ Investiční poradenství tak má představovat určitou formu odborné podpory při realizaci investičních cílů zákazníků, čímž se odlišuje od další hlavní investiční služby s poradenským prvkem, individuálního portfolio managementu, která zahrnuje autonomní rozhodovací činnost poskytovatele investiční služby v mezích stanovených příslušnou smlouvou, uzavřenou mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční

³¹⁹ Obdobně ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-12-04] Committee of European Securities Regulators. Question and Answers. Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf, s. 13-15.

³²⁰ ESMA [online]. 2012. [cit. 2016-11-27] Guide to investing. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-682.pdf>, s. 2.

služby. Hlavní odlišnost mezi oběma investičními službami je tak třeba spatřovat v tom, že v rámci investičního poradenství náleží realizace investiční rady (ve formě investičního rozhodnutí) zákazníkovi, zatímco v případě individuálního portfolio managementu formulaci rady i její realizaci zajišťuje sám poskytovatel investiční služby.³²¹ V praxi však může dojít k tomu, že způsob poskytování investičního poradenství v souvislosti s dalšími poskytovanými investičními službami, charakteristicky přijímáním a předáváním pokynů k investičním nástrojům, se materiálně přiblíží poskytování investiční služby individuální portfolio management, aniž by byla mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční služby jako smluvními stranami sjednána příslušná smlouva definující investiční strategii a usměrňující volnou úvahu poskytovatele tak, jak plyne ze ZPKT,³²² hranice mezi oběma službami se tak poněkud zastřou. Analýzou výše zmíněných pojmových znaků obou investičních služeb lze dospět k závěru, že tomu může být především v případě, kdy je při přijímání investičního poradenství zákazník zcela pasivní, spoléhá se výlučně, nebo alespoň ve výrazné většině případů na investiční rady poskytovatele investiční služby, u něhož následně také zadává v rámci investiční služby přijímání a předávání pokynů příslušné pokyny. Domněnku materiálního přiblížení se portfolio managementu navíc podporuje případná pasivita zákazníka při zadávání pokynů, kdy například takový zákazník pouze odsouhlasí poskytovatelem

³²¹ Obdobně v německém právním řádu Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2014. [cit. 2016-11-21] Merkblatt Finanzportfolioverwaltung. Dostupné z WWW:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html a dále například ZOLLER, Michael. *Die Haftung bei Kapitalanlagen: die wichtigsten Entscheidungen zu Anlageberatung, Vermögensverwaltung und Prospekthaftung*. 3. Auflage. München: C.H. Beck, 2016, s. 123. ISBN 978-3-406-68030-4 nebo LORENZ, Manuel, s. 20-21.

³²² Srov. § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT.

investiční služby předem strukturovaný a zákazníkovi nadiktovaný pokyn. Zákazník tak fakticky přenechává, úplně nebo částečně, rozhodovací činnost, tedy formulaci investičních rozhodnutí a jejich následnou realizaci poskytovateli investiční služby, který však v rámci investičního poradenství není, na rozdíl od individuálního portfolio managementu, k této činnosti oprávněn. Tato činnost poskytovatele investiční služby může podle své povahy být buď přímo neoprávněným poskytováním individuálního portfolio managementu, a to především tam, kde zákazník o realizaci investičních rozhodnutí vůbec není poskytovatelem investiční služby předem informován, nebo, jsou-li splněny další podmínky svědčící o závislém přístupu zákazníka, jako je především minimální množství času věnovaného vlastní analýze, minimální znalosti a zkušenosti v předmětné oblasti, vysoká míra důvěry vkládaná do poskytovatele investiční služby a podobně, indicií existence takzvané kontroly nad účtem zákazníka, která je jedním ze tří předpokladů dovození churningu jako neetické obchodní praktiky, spočívající v jedné z několika svých podob v nadměrném obchodování na účet zákazníka,³²³ která byla orgány aplikace práva shledána v rozporu s principem odborné péče.³²⁴ O kontrolu nad účtem zákazníka se především jedná, jestliže zákazník není s ohledem na své

³²³ Blíže Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-12-11] Komise pro cenné papíry. Stanovisko STAN/1/2006. Churning. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file347.pdf, s. 1-2.

³²⁴ Srov. např. právní větu dle rozsudku Nejvyššího správního soudu ze dne 21.06.2016, čj. 4 As 29/2016 – 47: „Pokud obchodník s cennými papíry provádí obchody s investičními nástroji na účet zákazníků se střední a vysokou averzí k riziku v nepřiměřeně vysoké frekvenci (tzv. churning), aniž by tyto zákazníky o rizicích nadměrného obchodování poučil, tak, že maximalizuje svůj příjem z účtovaných poplatků za tyto obchody, a tím způsobí zákazníkům nepřiměřené náklady, nepostupuje ve shodě se zákonným požadavkem poskytovat investiční služby s odbornou péčí spočívající zejména v kvalifikovaném, čestném a spravedlivém jednání v nejlépeším zájmu zákazníků a řádného fungování trhu (...).“

znalosti a schopnosti schopen kriticky posoudit poskytované investiční poradenství a dovést tak jeho případnou nevhodnost.³²⁵

5.2.2 Průběžné investiční poradenství nebo portfolio management?

Problematická je rovněž otázka přípustnosti průběžně poskytovaného investičního poradenství a souvisejících povinností poskytovatele, spolu s hodnocením průběžného nebo jednorázového poskytování služby jako rozlišovacího kritéria mezi investičním poradenstvím a individuálním portfolio managementem. V zahraniční doktríně bývá v kontrastu s dlouhodobou povahou právního vztahu, jehož obsahem je poskytování individuálního portfolio managementu, akcentována krátkodobá nebo přímo jednorázová povaha investičního poradenství, kdy smluvní vztah mezi poskytovatelem investičního poradenství a zákazníkem typicky zaniká výkonem poradenské činnosti, týkající se konkrétní transakce s investičním nástrojem (nákupu nebo prodeje) s tím, že poskytovatel není povinen průběžně sledovat stav zákaznickova portfolia a navrhnout vhodná opatření ve prospěch zákazníka.³²⁶ V tuzemském kontextu takto striktní dělení nebylo prozatím všeobecně přijímáno, investičním poradenstvím tak bylo možno rozumět jak jednorázovou, tak i dlouhodobou a do určité míry průběžnou činnost poskytovatele investiční služby,³²⁷ kdy poskytovatelé investičních služeb nezřídka výslovně deklarovali svoji připravenost soustavně sledovat zákazníkem realizovanou investici a v případě potřeby navrhnout odpovídající investiční rady ve prospěch zákazníka jako jeden z hlavních propagačních argumentů.

³²⁵ LORENZ, Manuel, s. 25.

³²⁶ SEIBERT, Holger, s. 42, CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure?, s. 245.

³²⁷ V praxi nebylo průběžně poskytované investiční poradenství Českou národní bankou hodnoceno jako poskytování investiční služby individuální portfolio management.

Nový náhled na tuto oblast přináší relativně nedávný rozsudek Nejvyššího soudu, týkající se mimo jiné povinností poskytovatele investičního poradenství průběžně sledovat a hodnotit výkonnost investičního nástroje, nabytého zákazníkem na základě investiční rady tohoto poskytovatele.³²⁸ V předmětném rozhodnutí Nejvyšší soud dovozuje, že investiční poradenství je třeba vnímat jako poradenství týkající se jen jednotlivých operací s konkrétním investičním nástrojem. V případě požadavku na průběžné poradenství by dle názoru soudu již docházelo ke stírání rozdílů mezi investičním poradenstvím a individuálním portfolio managementem. Na základě této myšlenkové konstrukce následně Nejvyšší soud dovodil, že poskytovatel investičního poradenství, nebylo-li se zákazníkem ujednáno jinak, není povinen aktivně konat po uskutečnění předmětné transakce, k níž investiční poradenství směřovalo, například formou informování zákazníka o možném vývoji trhu s investičním nástrojem, a neodpovídá tak za možnou ztrátu z prodeje investičního nástroje.³²⁹

I přes relativizaci této otázky výše uvedeným rozhodnutím a nespornou relevanci v něm obsažené argumentace mám za to, že je to i nadále primárně samostatnost investičního rozhodování zákazníka, respektive absence této samostatnosti, která je základním rozlišovacím kritériem mezi oběma investičními službami,³³⁰ nikoli jednorázová nebo průběžná povaha činnosti poskytovatele. Domnívám se, že činí-li zákazník investiční rozhodnutí samostatně, nenaplnuje průběžné poskytování

³²⁸ Srov. rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 10. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013, uveřejněný pod č. 91/2016 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, část občanskoprávní a obchodní.

³²⁹ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 10. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013, uveřejněný pod č. 91/2016 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, část občanskoprávní a obchodní, s. 6 a právní věta.

³³⁰ Obdobně např. ZOLLER, Michael, s. 123.

investičního poradenství, posuzováno optikou regulace investičních služeb, znaky individuálního portfolio managementu, jedná se stále o variantu investičního poradenství,³³¹ která však, i s ohledem na bližší vztah důvěry a závislosti zákazníka na poskytovateli, může být oproti jednorázovému neboli standardnímu investičnímu poradenství zatížena doplňkovými povinnostmi.³³² Především se může jednat o v rozsudku relativizovanou povinnost poskytovatele investiční služby průběžně sledovat stav zákaznickova investičního portfolia a aktivně zákazníkovi navrhnout transakce s v portfoliu obsaženými investičními nástroji v případě, kdy je to v zájmu zákazníka nezbytně třeba.³³³ Vznik takto dovozané povinnosti je však třeba pečlivě hodnotit s ohledem na specifika každého jednotlivého případu. Lze se domnívat, že v případě, kdy zákazník nejprve výslovně odmítne nabídku poskytování individuálního portfolio managementu, nelze po poskytovateli investičního poradenství v rámci následně sjednané smlouvy o investičním poradenství požadovat, aby tuto povinnost, která je primárně obsahem odmítnuté investiční služby, vůči zákazníkovi plnil. Naopak v případě, kdy poskytovatel investiční služby v průběhu komunikace se zákazníkem, týkající se investičního poradenství, a to zřejmě včetně propagační fáze komunikace, deklaruje svou připravenost k výkonu průběžného dohledu nad výkonností konkrétního nakupovaného investičního nástroje nebo sestavovaného portfolia, případně tuto skutečnost užívá v rámci propagace

³³¹ Někdy se v této souvislosti příležitostně hovoří o šedém portfolio managementu, v originále *graue Vermögensverwaltung*. Srov. SEIBERT, Holger, s. 41.

³³² Na tomto místě je třeba zmínit též názor, podle něhož představuje výše charakterizovaná situace specifickou službu, nespádající ani do kategorie investičního poradenství, ani individuálního portfolio managementu, na kterou se tak vztahuje pouze národní, nikoli unijní regulační režim. Srov. CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure?, s. 245.

³³³ Především se bude jednat o prodej investičních nástrojů v případě hrozícího výrazného poklesu jejich hodnoty.

svých investičních služeb, je zřejmě na místě tuto povinnost dovodit, aniž by tato skutečnost klasifikovala poskytovanou investiční službu jako individuální portfolio management. I v případě průběžně poskytovaného investičního poradenství zůstávají hranice mezi oběma investičními službami dostatečně zřetelné, když jsou vymezeny pojmovým znakem autonomního rozhodování zákazníka.

Touto optikou nahlíženo je tak třeba hodnotit výše uvedený rozsudek Nejvyššího soudu poněkud kriticky. I z hlediska ochrany retailových investorů se nezdá být optimálním závěrem, že povinnost aktivně a průběžně jednat v rámci investičního poradenství tíží poskytovatele jen v případě, sjednají-li si tak poskytovatel a příjemce investičního poradenství výslovně. V praxi nastává celá řada již výše nastíněných situací, kdy z celkového jednání poskytovatele investiční služby se zákazníkem, posuzováno v souladu se ZPKT optikou objektivně laděného kritéria osoby s průměrnou intelektuální úrovní, obezřetností a rozpoznávací schopností v postavení zákazníka,³³⁴ může zákazník oprávněně nabýt dojmu, že součástí poskytované služby je, mimo jiné, průběžné sledování výkonnosti investičních nástrojů, které zákazník nabyt na základě investiční rady poskytovatele podloženého vlastního rozhodnutí, aniž by tato skutečnost musela být jako výslovná povinnost poskytovatele zachycena v příslušné smlouvě o investiční službě. Nadto v okamžiku, kdy veřejnoprávní rámec sice stanoví obecnou povinnost poskytovatele investičních služeb zachytit podstatné náležitosti smlouvy o poskytnutí hlavní investiční služby písemně nebo na způsobilém nosiči informací, avšak toto pravidlo se výslovně nevztahuje na investiční

³³⁴ Srov. § 15c ZPKT a obecnější korektiv osoby průměrného rozumu ve smyslu § 4 odst. 1 občanského zákoníku.

poradenství.³³⁵ Pokud lze z okolností případu dovodit skutečnosti rozhodné pro oprávněnou domněnku zákazníka o průběžné povaze poskytovaného poradenství a v této souvislosti vznikající hlubší vztah důvěry mezi zákazníkem a poskytovatelem investičních služeb,³³⁶ absence výslovného a zaznamenaného ujednání by podle mého názoru neměla nic měnit na povinnosti poskytovatele investiční služby tímto způsobem službu poskytovat, stejně jako povinnosti nahradit škodu, která by případným porušením takto dovozované povinnosti vznikla. Tento závěr lze podpořit též pomocí teleologické argumentace. Jestliže je obecně přijímaným primárním účelem investičního poradenství poskytnout zákazníkovi odbornou podporu při investičních rozhodnutích v zájmu snazšího dosažení zákaznickova investičního cíle, je v zájmu zákazníků třeba, aby byla tato podpora poskytována po celou dobu, po kterou je tohoto cíle dosahováno. Izolovaná transakce v podobě nákupu investičního nástroje je z hlediska zákazníka teprve zahájením cesty k tomuto cíli, cíl je zpravidla realizován až úspěšným prodejem investičního nástroje. Odborná podpora by tak měla směřovat i k nastínění vhodného okamžiku pro prodej investičního nástroje a realizaci zisku z investice, neboť ani k určení takového okamžiku nemusí mít zákazník dostatečné odborné znalosti. Ačkoli další judikatorní vývoj řešení dané otázky nelze s jistotou předvídat, lze již nyní poskytovatelům investičních služeb, ale i jejich zákazníkům jednoznačně doporučit co nejdřívější vyjasnění podstaty poskytovaného investičního poradenství, spolu s jednoznačným zaznamenáním této skutečnosti v písemné podobě nebo na nosiči informací a archivací takového záznamu.

³³⁵ Srov. § 15d odst. 1 písm. g) a odst. 3 ZPKT.

³³⁶ Vztah důvěry jako kritérium určující úroveň odborné péče, kterou je poskytovatel investiční služby povinen poskytovat, akcentuje německá doktrína. Srov. např. SEIBERT, Holger, s. 41.

5.3 Distinkce investičního poradenství a investičního zprostředkování

Nejen pro tuzemskou praxi stěžejní otázkou představuje odlišení investičního poradenství od investičního zprostředkování ve formě poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. Před přistoupením k samotné analýze předkládané otázky považuji za vhodné zdůraznit svými praktickými zkušenostmi podloženou a již v úvodu této práce zmíněnou hypotézu, podle níž, přinejmenším v segmentu poskytování investičních služeb retailové části investorské veřejnosti, představuje identifikace rozlišovacích kritérií mezi oběma investičními službami problematickou otázkou. V důsledku této skutečnosti může docházet, a nezřídka také dochází, k poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů způsobem, který materiálně naplňuje znaky investičního poradenství, aniž by však byla uplatněna specifická pravidla sloužící, ať už přímo, nebo nepřímo, k ochraně zákazníka v pozici adresáta investičního poradenství. Tato skutečnost plyne z této a v předchozí kapitole analyzované neostrosti hranic obou investičních služeb, především pak ze skutečnosti, že obsahem obou těchto služeb je poskytování kvalifikovaných, objektivních a pro zákazníka relevantních informací vztahujících se k investičnímu nástroji nebo investičním nástrojům, které mohou obsahovat různé kategorie rad v nejširším slova smyslu.

5.3.1 Informace jako předmět obou investičních služeb

Východiskem analýzy oddělení obou investičních služeb je skutečnost, že je to právě zájem o získání kvalifikovaných informací o investičních nástrojích, který je základním důvodem pro využití každé ze jmenovaných investičních služeb zákazníkem. Klíčovým rozlišovacím

kritériem je však přítomnost, respektive absence prvku individualizované rady nebo doporučení k transakci s investičním nástrojem v rámci souboru takto poskytovaných kvalifikovaných informací. Obsahem, nebo možná přesněji povinností spojenou s investiční službou je jak v případě investičního zprostředkování, tak investičního poradenství poskytování přesných, jasných a úplných informací o skutečnostech rozhodných pro transakci s investičním nástrojem, a to minimálně v právním řádem stanoveném rozsahu.³³⁷ Zatímco v případě investičního zprostředkování poskytovatel investiční služby poskytované informace nikterak nehodnotí, rozumějme ve smyslu cíleného směřování zákazníka k určitému rozhodnutí týkajícího se nakládání s investičním nástrojem, v případě investičního poradenství je naopak přítomen již výše zmíněný pojmový znak odborného posouzení a zhodnocení jednotlivých skutečností při zohlednění osobních specifik zákazníka, směřující k poskytnutí hodnotící rady nebo doporučení týkající se transakce s investičními nástroji. Jinými slovy řečeno, zatímco v případě investičního zprostředkování zákazník očekává a také v mezích regulatorního rámce smí a musí od poskytovatele investičních služeb obdržet „pouhé“ kvalifikované informace o relevantních skutečnostech, nikoli však individualizované doporučení nebo pomoc s výběrem vhodného investičního nástroje, kdy poskytovatel investiční služby není v zásadě oprávněn komentovat nebo hodnotit tyto informace ve vztahu k investičnímu rozhodnutí, které zákazník může uskutečnit,³³⁸ v případě investičního poradenství očekává a také by měl obdržet zhodnocení těchto skutečností s přihlédnutím k jeho osobním

³³⁷ V případě tuzemského právního řádu srov. především § 15d ZPKT a § 17 a násl. vyhlášky č. 303/2010 Sb.

³³⁸ ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-12-09] Committee of European Securities Regulators. Question and Answers. Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf, s. 7.

specifikům, které se následně promítne do poskytovatelem investiční služby vysloveného doporučení nebo rady.³³⁹ Tato skutečnost se projevuje rovněž v míře a zacílení odborné péče vynakládané poskytovatelem, kdy v prvním případě tato směřuje primárně k úplnosti, aktuálnosti a srozumitelnosti poskytovaných informací, v případě druhém k zajištění celkové vhodnosti poskytovaného doporučení nebo rady,³⁴⁰ stejně jako soukromoprávní odpovědnosti, která je v prvním případě podle mého názoru primárně vázána na řádné a včasné přijetí a předání pokynu zákazníka spolu s kvalitativní dostatečností splnění informační povinnosti, v případě druhém na celkovou vhodnost investiční rady jako konečného výstupu investiční služby pro zákazníka.

5.3.2 Rada nebo doporučení jako rozlišovací prvek?

V souvislosti s právě uvedeným je třeba upozornit na skutečnost, že samotná přítomnost rady nebo doporučení v obecném slova smyslu neimplikuje bez dalšího závěr o poskytování investičního poradenství, nikoli pouze investičního zprostředkování. I v rámci poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů je totiž poskytovatel investičních služeb povinen poskytovat dílčí doporučení nebo rady ohledně investičních nástrojů, které však svým zaměřením nejsou investičním poradenstvím jako hodnotovým úsudkem vztahujícím se k vhodnosti konkrétní transakce s investičními nástroji. Tyto dílčí rady směřují, kromě případných rad technického charakteru ohledně organizačního zajištění transakce s investičním nástrojem, který

³³⁹ Obdobně SEIBERT, Holger, s. 44-45, IBOLD, Hans Christian, s. 210 a 213.

³⁴⁰ Někteří autoři vnímají různou úroveň a cíl poskytovatelem investiční služby vynakládané odborné péče za hlavní rozlišovací kritérium mezi investičním zprostředkováním, poradenstvím a individuálním portfolio managementem. Srov. SCHNAUDER, Franz. *Recht der Geschäftsbesorgung beim Vertrieb von Kapitalanlagen und Kreditvertragsprodukten*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2013, s. 76-77. ISBN 978-3-16-152621-3.

je předmětem investiční služby,³⁴¹ především k objektivnímu odbornému posouzení souladu poskytnutí investiční služby nebo provedení zamýšlené transakce s investičním nástrojem v rámci investiční služby s odbornými znalostmi a zkušenostmi zákazníka v oblasti investic.³⁴² Výsledkem tohoto posouzení bude, poskytne-li zákazník požadované informace, objektivní zhodnocení přiměřenosti zamýšleného kroku se znalostmi a zkušenostmi zákazníka, obsahující nevyhnutelně prvky rady v obecném slova smyslu. Nebude jím však rada nebo doporučení vycházející z hodnocení vhodnosti uskutečnění nebo neuskutečnění konkrétní zamýšlené transakce z hlediska osobních poměrů a poskytovateli známého zájmu zákazníka, kdy je zákazníkovi naznačováno nebo přímo explicitně doporučeno, že by takovou transakci měl ve vlastním zájmu uskutečnit nebo naopak neuskutečnit.

Je to tedy především prvek objektivní sdělení, který odlišuje pouhou informaci od hodnotového doporučení a v tomto ohledu investiční zprostředkování od činnosti, která je již materiálně investičním poradenstvím. Nutno konstatovat, že ani toto rozlišení není bohužel ve všech případech s to přesně určit hranice mezi oběma službami, a to s ohledem na skutečnost, že i objektivní sdělení charakteristik investičních nástrojů nebo transakcí s nimi může mít v konečném důsledku, hodnoceno optikou zákazníka, povahu subjektivního, přinejmenším nepřímého doporučení. Modelově tomu tak bude například v případě, kdy poskytovatel investiční služby při informování o vlastnostech a rizicích širšího okruhu investičních nástrojů u konkrétních investičních nástrojů vyzdvihne vlastnosti, které jsou relevantní pro zákazníkovo investiční

³⁴¹ Například může jít o mechanismus podpisu příslušných smluv a podobně.

³⁴² Srov. článek 19 odst. 5 MiFID, článek 25 odst. 3 MiFID II a v případě České republiky § 15i ZPKT.

rozhodnutí, a tím toto rozhodnutí přinejmenším ovlivní nebo přinejmenším potenciálně ovlivnit může. Obdobné hodnocení situace je na místě, je-li výstupem objektivního zhodnocení znalostí a zkušeností zákazníka představení velmi omezeného okruhu investičních nástrojů, v extrémním případě zahrnujícího pouhý jeden nebo dva přiměřené investiční nástroje. Jedná se o situaci, kde objektivní sdělení informací může být pouhým nástrojem pro nepřímé doporučení transakce s konkrétním investičním nástrojem. Převažující objektivní nebo subjektivní prvek ve sdělení je tak podle mého názoru třeba vždy, ať už poskytovatelem investiční služby, nebo orgánem dohledu, vykládat v kontextu dalších okolností každého jednotlivého případu.

Obdobně dochází ke stírání hranic mezi oběma investičními službami v oblasti individualizovanosti poskytovaných informací. Charakteristickou je v tomto případě situace, kdy poskytovatel investiční služby v rámci zprostředkovatelské činnosti prezentuje zákazníkovi širší okruh investičních nástrojů, jejichž nabytí je z hlediska znalostí a zkušeností zákazníka přiměřené, přičemž z vlastní iniciativy nebo jako odpověď na dotaz zákazníka vymezí užší množinu investičních nástrojů (zahrnující případně pouze jeden investiční nástroj), které jsou podle jeho zkušeností pořizovány zákazníky s obdobnou úrovní znalostí a zkušeností jako dotčený zákazník. Toto jednání lze již podle všeho považovat za nepřímé doporučení naplňující znak individualizovanosti, tedy šití na míru specifikům konkrétního zákazníka,³⁴³ kdy je zákazník ovlivňován odkazem na chování třetích blíže neurčených osob.

³⁴³ ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-12-09] Committee of European Securities Regulators. Question and Answers. Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf, s. 11.

5.3.3 Investiční zprostředkování v případě zákazníků – laiků: skutečnost nebo iluze?

Problematika nepřímého doporučení a naplnění znaků investičního poradenství v rámci poskytování služby formálně označené jako investiční zprostředkování je, nejen v kontextu České republiky, obzvláště palčivým tématem v případě zákazníků s minimálními nebo dokonce nulovými znalostmi a zkušenostmi s investičními nástroji. I s ohledem na výše zmíněná myšlenková východiska regulace poskytování investičních služeb je třeba při distinkci obou služeb vnímat odbornou vybavenost adresáta jako jeden z rozhodujících faktorů. Vzhledem k nižším standardům pravidel jednání se zákazníky v případě investičního zprostředkování oproti poskytování investičního poradenství a vzhledem k relativně nižšímu standardu civilněprávní odpovědnosti poskytovatele této investiční služby vykonává nejen v tuzemské tržní praxi významná část poskytovatelů investičních služeb distribuční aktivity na kapitálovém trhu směřované vůči retailovým zákazníkům v pozici poskytovatelů investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, nikoli poskytovatelů investičního poradenství. Tyto aktivity jsou vykonávány rovněž vůči zákazníkům, kterým odborné znalosti a zkušenosti v předmětné oblasti chybí, a proto s povděkem kvitují intervenci odborně vybaveného poskytovatele investiční služby. V praxi se lze nezdědkat setkat se situací, kdy se, alespoň dle obsahu dokumentů pořizovaných v rámci distribuce investičních nástrojů, zákazník se zanedbatelnými znalostmi a zkušenostmi v oblasti investičních nástrojů zcela autonomně a bez hodnotící intervence poskytovatele investiční služby rozhoduje o sestavení portfolia z představeného širokého okruhu investičních nástrojů. Uvedený proces je pak navenek dle svých znaků označován za „pouhé“ investiční zprostředkování.

Jakkoli samozřejmě nelze *a priori* vyloučit soulad skutečného průběhu interakce mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční služby s jeho deklarovaným a zaznamenaným obsahem, jsem přesvědčen, že nezřídkla může být v případě zákazníků s minimálními nebo dokonce žádnými znalostmi nebo zkušenostmi v předmětné oblasti autonomní rozhodování zákazníka pouhou iluzí. Někdy až stěží uvěřitelný obsah pořízených písemných záznamů z jednání, podle nichž si nezřídkla zákazník, který dosud nikdy na kapitálovém trhu neinvestoval a není schopen vysvětlit podstatu dluhopisu nebo podílového listu zcela autonomně vybral investici do konkrétního zákaznickem sestaveného portfolia investičních fondů, na tomto závěru nic nemění. Lze vycházet z již výše zmíněné skutečnosti, že retailový zákazník výše charakterizovaného typu při využití služeb profesionála na kapitálovém trhu očekává poskytnutí kvalifikovaných a do určité míry hodnotících informací, které mu zástupce poskytovatele, v případě investičního zprostředkování zpravidla „mimo záznam“ také poskytne.

Domnívám se, že je na místě vzít v úvahu možný vztah nepřímé úměry mezi rozsahem odborných znalostí a zkušeností zákazníka činícího investiční rozhodnutí a pravděpodobností přítomnosti doporučení a dovození poradenského, nikoli čistě zprostředkovatelského charakteru zákazníkovi poskytované služby. Činí-li tak na základě poskytované investiční služby formálně autonomní investiční rozhodnutí zákazník v pozici naprostého laika, zvyšuje se podle mého názoru pravděpodobnost dovození poradenského charakteru služby výrazně oproti situaci, kdy takové rozhodnutí činí zákazník s rozsáhlými odbornými znalostmi a zkušenostmi v oblasti investičních služeb, a to bez ohledu na skutečnost, že v obou případech s příslušných dokumentů formálně plyne čistě zprostředkovatelská povaha činnosti. Uvedený závěr vyvolává otázky

nad kategorií investičního zprostředkování vůči retailovým zákazníkům s minimálními znalostmi a zkušenostmi jako takovou. Například tendence v německé judikatuře a doktríně směřují k závěru, aplikovatelnému podle mého názoru i v tuzemském kontextu, podle něhož je v oblasti poskytování investičních služeb retailové klientele čisté investiční zprostředkování oproti investičnímu poradenství spíše výjimkou.³⁴⁴ Stejně tak je třeba, i s ohledem na obvykle aplikovaný systém provizního odměňování poskytovatelů vykonávajících investiční zprostředkování připomenout, že je to poskytovatel investiční služby, který je majetkově zainteresován na investičním rozhodnutí zákazníka. To je také zřejmě důvodem výše ilustrované skutečnosti, tedy že investiční zprostředkování se v praxi málo kdy obejde bez výraznějšího či méně výrazného ovlivnění investičního rozhodnutí ze strany poskytovatele investiční služby.³⁴⁵

Podpůrnou povahu pro zařazení investiční služby má rovněž smluvní ujednání mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční služby, případně též mezi poskytovatelem investiční služby a jeho zástupcem, především pak vázaným zástupcem, stejně jako další dokumentace pořizovaná v průběhu poskytování investičních služeb. Přestože ZPKT stanoví obecnou povinnost poskytovatele investičních služeb zachytit podstatné náležitosti smlouvy o poskytnutí hlavní investiční služby písemně nebo na způsobilém nosiči informací, toto pravidlo se nevztahuje na investiční poradenství,³⁴⁶ příslušná smlouva mezi poskytovatelem investiční služby a zákazníkem tak nemusí být vždy v písemné podobě k dispozici. Relevantní bude dále obsah záznamu komunikace poskytovatele investiční služby, resp. jeho zástupce se zákazníkem,

³⁴⁴ Srov. např. SEIBERT, Holger, s. 45 nebo ZOLLER, Michael, s. 126.

³⁴⁵ Pro obdobný závěr v kontextu naplnění znaků obstaravatelské činnosti při investičním zprostředkování srov. SCHNAUDER, Franz, s. 77.

³⁴⁶ Srov. § 15d odst. 1 písm. g) a odst. 3 ZPKT.

případně jiného dokumentu, jehož součástí bude informace o povaze dané služby směřovaná zákazníkovi.³⁴⁷ V této souvislosti je třeba upozornit na skutečnost, že případné upozornění na povahu služby jako výlučného investičního zprostředkování ve formě disclaimeru nevylučuje dovození poskytování investičního poradenství v případě, že jsou materiálně naplněny jeho výše uvedené znaky,³⁴⁸ a to podle mého názoru ani v případě, kdy by zákazník své seznámení s takovým upozorněním stvrdil svým podpisem.

5.3.4 Teze a zhodnocení problematiky

Syntézou výše uvedeného lze v zájmu přehlednosti zformulovat několik stručných tezí k distinkci obou investičních služeb. Za prvé, obsahem obou služeb je poskytování kvalifikovaných informací, rozlišovacím kritériem je jejich povaha, hodnocená optikou zákazníka. V případě investičního zprostředkování se jedná o informace objektivní povahy, v případě investičního poradenství o informace hodnotícího, subjektivního typu. Za druhé, samotná přítomnost rady v obecném slova smyslu v souboru poskytovaných informací nezakládá bez dalšího poskytování investičního poradenství, pokud směřuje výhradně k objektivnímu posouzení souladu transakce, která je předmětem zprostředkování, se znalostmi a zkušenostmi zákazníka. Za třetí, upozornění poskytovatele investičních služeb směřované vůči

³⁴⁷ Jak plyne mimo jiné z odpovědi České národní banky na kvalifikovaný dotaz, zveřejněný na serveru Poradci-sobě.cz [online]. 2013. [cit. 2016-12-10] Jak radit a přitom neradit – poradenství vs. zprostředkování. Dostupné z WWW: <http://poradci-sobe.cz/investice/jak-radit-a-pritom-neradit-kockopes-poradenstvi-a-zprostredkovani/>. Informace o povaze poskytované investiční služby je obligatorní náležitostí tzv. klientské dokumentace poskytovatelů investičních služeb a je zákazníkovi sdělována ještě před poskytnutím příslušné investiční služby. Srov. § 15d odst. 1 písm. b) ZPKT.

³⁴⁸ ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-12-10] Committee of European Securities Regulators. Question and Answers. Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf, s. 12.

zákazníkovi, jakkoli je relevantní a pro poskytovatele doporučeníhodné, nevylučuje dovození investičního poradenství tam, kde jsou jeho znaky skutečně naplněny. Konečně za čtvrté, v případě interakce poskytovatelů investičních služeb a zákazníků s minimálními znalostmi a zkušenostmi v oblasti investic je zachování limitů investičního zprostředkování spíše výjimkou, činnost poskytovatele zpravidla materiálně naplní znaky investičního poradenství.

Lze si položit otázku, nakolik je z hlediska ochrany retailového zákazníka jako opakovaně zmiňovaného stěžejního principu regulace poskytování investičních služeb žádoucí, aby v rámci aktivity označené za investiční zprostředkování docházelo k činnosti spočívající v ovlivňování vůle zákazníka materiálně naplňující znaky investičního poradenství, aniž by však byla aplikována související právním rámcem předpokládaná ochranná ustanovení. Jinými slovy řečeno, zda lze za optimální považovat stav, kdy poskytovatel investiční služby materiálně může více nebo méně ovlivnit investiční rozhodnutí zákazníků formou přímých nebo nepřímých doporučení, aniž by byl právním řádem nucen vystoupit ze své, co do legislativní zátěže komfortnější, zprostředkovatelské role. Z hlediska primárního účelu regulace poskytování investičních služeb nemohu hodnotit tento stav pozitivně. Řešení nevyžadující zásah do unijních norem spatřuji především v důkladném posuzování skutečného obsahu poskytované investiční služby orgánem dohledu a v případě soukromoprávního sporu mezi poskytovatelem investiční služby, a to se zvláštním ohledem na znalosti a zkušenosti osoby v pozici zákazníka s tím, že v případě zákazníků nedisponujících znalostmi a zkušenostmi v oboru může být na místě vycházet z předpokladu poradenské povahy poskytované investiční služby.

5.4 Investiční poradenství podle MiFID II³⁴⁹

V souvislosti s blížícím se již v úvodu zmíněným termínem účinnosti MiFID II považuji za užitečné zařadit na tomto místě analýzu některých stěžejních změn, které MiFID II přinese do oblasti pravidel svazujících poskytování investičního poradenství. Prohloubení regulace poskytování investičního poradenství je odůvodněno silícím významem této investiční služby pro retailové investory³⁵⁰ a řadí se mezi nejvýznamnější změny, které nová unijní právní úprava přináší do oblasti poskytování investičních služeb této kategorii investorů. Předem je třeba konstatovat, že regulace investičního poradenství v rámci MiFID II není revolucí, ale spíše evolucí dosavadní unijní úpravy. Stávající a podle unijního normotvůrce funkční regulace je tak pouze prohloubena a současně rozšířena o některé dosud neznámé instituty. Jedním z nich je nezávislé investiční poradenství. S ohledem na v předchozích kapitolách charakterizovanou strukturu unijní regulace investičních služeb je při analýze předkládané oblasti třeba v současné době vycházet v první řadě přímo z platné směrnice, dále Evropskou komisí již zveřejněných, ale doposud v Úředním věstníku Evropské unie nepublikovaných prováděcích aktů,³⁵¹ a konečně zohlednit též technická doporučení ESMA, která

³⁴⁹ Tato kapitola částečně vychází z dříve publikovaného textu HOBZA, Martin. Independent investment advice under MiFID II. *The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2016, roč. 6, číslo 4, s. 241 a násl. ISSN 1805-8396.

³⁵⁰ Srov. recital 70 preamble MiFID II.

³⁵¹ Jedná se o prováděcí směrnici k MiFID II a prováděcí nařízení k MiFID II ve stavu k 4. 12. 2016. European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-12-04] Commission Delegated Directive (EU) of 7. 4. 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160407-delegated-directive_en.pdf (dále jen „prováděcí směrnice MiFID II“) a European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-12-04] Commission Delegated Regulation (EU) of 25. 4. 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards

posloužila jako relevantní podklad pro tvorbu současné podoby prováděcích aktů Evropské komise.³⁵²

5.4.1 Distinkce nezávislého a nikoli nezávislého investičního poradenství

Jak již bylo zmíněno výše, definice investičního poradenství jako taková zůstává oproti MiFID beze změny. Základní novinkou, kterou MiFID II do oblasti investičních služeb s poradenským prvkem přináší, je zakotvení nezávislého investičního poradenství.³⁵³ Tento institut, který je pod názvem *Honorar-Anlageberatung*³⁵⁴ známý například německému právnímu řádu,³⁵⁵ představuje alternativu k v praxi rozšířenému modelu provizně hrazeného investičního poradenství, převažujícímu mimo kromě již zmíněného Německa³⁵⁶ také například v tržní praxi České republiky. Cílem zakotvení institutu nezávislého investičního poradenství je etablovat na trhu snadno rozpoznatelnou kategorii služby, u níž je vyloučena možnost střetu zájmů.³⁵⁷ Vztah nezávislého a nikoli

organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160425-delegated-regulation_en.pdf (dále jen „prováděcí nařízení MiFID II“).

³⁵² ESMA [online]. 2014. [cit. 2016-12-04] ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (dále jen „Technické doporučení ESMA“).

³⁵³ Srov. článek 24 odst. 4 písm. a) bod i) MiFID II.

³⁵⁴ Blíže KURZ, Antje-Irina. MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten. *Der Betrieb*. Düsseldorf: Handelsblatt Fachmedien GmbH, 2014, 67. Jahrg., Nr. 21, s. 1182-1187. ISSN 0005-9935.

³⁵⁵ Srov. § 31 Abs. 4b Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) vom 9. 9. 1998 (BGBl I S. 2708) a Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente (Honoraranlageberatungsgesetz) vom 15. 7. 2013 (BGBl. I S. 2390). Institut je v německé tržní praxi využíván omezeně.

³⁵⁶ KURZ, Antje-Irina, s. 1183.

³⁵⁷ GRUNDMANN, Stefan. Wohlverhaltenspflichten, interessenkonfliktfreie Aufklärung und MiFID II : jüngere höchstrichterliche Rechtsprechung und Reformschritte in Europa. *WM - Wertpapiermitteilungen*. Frankfurt am Main: Herausbergemeinschaft

nezávislého³⁵⁸ investičního poradenství není ze samotné směrnice na první pohled zcela zřejmý, mám však za to, že nezávislé investiční poradenství je třeba chápat nikoli jako protiklad nikoli nezávislého, tedy provizně odměňovaného investičního poradenství, ale jako jeho nadstavbu, a to jak (a to především) v oblasti pravidel jednání se zákazníky, tak potenciálně v rovině kvalitativní. Tento závěr podporuje jak systematické zařazení institutu v rámci směrnice, kdy jsou obecná pravidla společná oběma režimům investičního poradenství a ustanovení zajišťující nezávislost poradenství jsou v pozici úpravy zvláštní, tak názory některých představitelů odborné veřejnosti.³⁵⁹

Ačkoli MiFID II vytváří nezávislému investičnímu poradenství předpoklady stát se investiční službou s vyšší přidanou hodnotou pro fundovanější a náročnější část retailové investorské veřejnosti, nelze podle mého názoru z této skutečnosti automaticky dovozovat, že nezávislé investiční poradenství bude z hlediska zákazníka z povahy věci vždy kvalitnější než poradenství nikoli nezávislé, zejména v případě, kdy poskytovatel investičního poradenství materiálně splní všechny požadavky stanovené MiFID II na nezávislé investiční poradenství (viz níže), ale bude, byť částečně, provizně odměňován finančními institucemi, jejichž produkty zákazník na základě doporučení poradce nabyt do svého investičního portfolia.

Při distinkci mezi oběma režimy investičního poradenství MiFID II ponechává iniciativu na straně trhu. Poskytovatelům investičních služeb

Wertpapier-Mitteilungen, Keppler, Lehmann, 2012, 66. Jahrg., Heft 37, s. 1753. ISSN 0342-6971.

³⁵⁸ V tomto kontextu se hovoří o tzv. *non-independent investment advice*, či *Abhängige Anlageberatung*, tedy závislém investičním poradenství.

³⁵⁹ CAVROIS, Jean-Philippe. *Independent advice under MiFID II*. Příspěvek v rámci konference MiFID II: Latest Developments for Practice, pořádané Academy of European Law v Trevíru ve dnech 22. - 23. 10. 2105.

svědčí autonomie volby, zda budou poskytovat investiční poradenství v nezávislém či nikoli nezávislém režimu, vždy jsou však povinni své zákazníky s dostatečným předstihem před samotným zahájením poskytování investičního poradenství o režimu poskytovaného poradenství informovat.³⁶⁰ Součástí této informace by mělo být objasnění, z jakých důvodů lze poskytované investiční poradenství považovat za nezávislé a která omezení se v důsledku toho na poskytované poradenství uplatní. V případě, že tentýž poskytovatel investičních služeb nabízí zákazníkovi obě formy investičního poradenství, což směrnice i prováděcí nařízení MiFID II obecně připouští, je jednak povinen zákazníkovi vysvětlit rozdíl mezi oběma formami investičního poradenství, jednak se nesmí prezentovat výhradně jako nezávislý investiční poradce či klást při jednání se zákazníkem důraz na jím poskytované nezávislé investiční poradenství oproti nikoli nezávislému.³⁶¹ Poskytovatel je dále v rámci organizačního uspořádání povinen oddělit oba druhy poskytovaného poradenství a osoby jej poskytující (tzv. čínské zdi), zejména je povinen v zájmu odvrácení nebezpečí zmatení zákazníka zajistit, aby tatáž fyzická osoba neposkytovala zároveň nezávislé a nikoli nezávislé investiční poradenství.³⁶² Splnění tohoto požadavku může být problematické především v případě menších, personálně omezeněji vybavených poskytovatelů investičních služeb a může v konečném důsledku vést k nutnosti zvolit jednu z obou variant poskytovaného poradenství pro podnikání tohoto poskytovatele jako celku.

³⁶⁰ Srov. článek 24 odst. 4 písm. a) bod i) MiFID II.

³⁶¹ Technické doporučení ESMA, s. 108-109 a článek 52 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

³⁶² Technické doporučení ESMA, s. 109 a článek 53 odst. 3 prováděcího nařízení MiFID II.

Důsledkem prezentace poskytovaného investičního poradenství vůči zákazníkovi jako nezávislého je pak nutnost plnit ve vztahu k tomuto zákazníkovi související regulační pravidla.³⁶³ V této souvislosti si lze položit otázku ohledně širě výkladu slovního spojení „*(P)okud investiční podnik informuje zákazníka*“, jež MiFID II používá. Pravidla uvozená tímto slovním spojením bezesporu dopadají na adresné oslovení konkrétního zákazníka či okruhu zákazníků s informací o nezávislém investičním poradenství v rámci předšmluvního procesu, nemusí však již nutně dopadat na neadresnou sebeprezentaci poskytovatele investičního poradenství vůči široké veřejnosti, například formou reklamy či sdělení na internetových stránkách. Poskytovatele investičního poradenství podle mého názoru neadresně poskytnutá informace o nezávislosti jím poskytovaného poradenství sama o sobě nezavazuje dodržet ve vztahu k zákazníkům, kteří se na něj na základě neadresné propagace obrátili, pravidla dle MiFID II a prováděcího nařízení MiFID II,³⁶⁴ a to v případě, že v rámci předšmluvní komunikace s konkrétním zákazníkem prohlásí jím poskytované poradenství vůči tomuto zákazníkovi za nikoli nezávislé.³⁶⁵ Je však třeba zohlednit skutečnost, že tento postup může za určitých okolností zakládat porušení obecných pravidel jednání se zákazníky,³⁶⁶ konkrétně povinnosti poskytovatele investičních služeb poskytovat korektní, jasné a neklamavé informace,³⁶⁷ která se vztahuje též na propagaci. Stane se tak v případě, kdy daný poskytovatel v rámci své činnosti nezávislé investiční poradenství vůbec neposkytuje a jeho sebeprezentace je tak v rozporu s realitou. V případě obchodního modelu

³⁶³ Srov. článek 24 odst. 7 písm. a) MiFID II a článek 53 prováděcího nařízení MiFID II.

³⁶⁴ Srov. článek 24 odst. 7 MiFID II a článek 53 prováděcího nařízení MiFID II.

³⁶⁵ Ve smyslu článku 24 odstavce 4 písm. a) bod i) MiFID II a článek 52 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

³⁶⁶ Srov. článek 24 odst. 1 MiFID II.

³⁶⁷ Srov. článek 24 odst. 3 MiFID II.

založeného na poskytování obou druhů investičního poradenství bude podle mého názoru třeba posoudit soulad konkrétního neadresného sdělení s požadavky na neklamavé informování potenciálních zákazníků, zejména na skutečnost, zda je informace o nezávislém investičním poradenství dominantní oproti informaci o nikoli nezávislém investičním poradenství, které však v rámci činnosti daného poskytovatele investičních služeb převažuje. Lze shrnout, že pokud je informace o nezávislém investičním poradenství součástí propagačního sdělení konkrétního poskytovatele a tento poskytovatel se tedy veřejně označuje (výhradně či též) jako nezávislý investiční poradce, resp. poskytovatel nezávislého investičního poradenství, musí být nezávislé poradenství tímto poskytovatelem v rámci jeho obchodního modelu v konečném důsledku také reálně poskytováno, a to buď výhradně,³⁶⁸ či alespoň zároveň s investičním poradenstvím nikoli nezávislým. V druhém uvedeném případě může být podle mého názoru v souladu s MiFID II konkrétnímu zákazníkovi, který reaguje na neadresnou propagaci služby nezávislého investičního poradenství, nabídnuto poskytovatelem z obou jím poskytovaných druhů poradenství nikoli nezávislé, podmínkou je splnění související informační povinnosti vůči tomuto zákazníkovi.³⁶⁹

5.4.2 Co činí nezávislé investiční poradenství nezávislým?

Regulatorní režim nezávislého investičního poradenství je nadstavbou obecného režimu ve třech rovinách: v rovině širší palety posuzovaných investičních nástrojů,³⁷⁰ zohlednění vztahu poskytovatele

³⁶⁸ Tento závěr plyne z čl. 2.13 Technického doporučení ESMA. Srov. Technické doporučení ESMA, s. 108-109.

³⁶⁹ Ve smyslu článku 24 odst. 4 písm. a) bod i) MiFID II a článku 52 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

³⁷⁰ Srov. článek 24 odst. 7 písm. a) MiFID II a článek 53 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II.

poradenství k tvůrcům či distributorům investičních nástrojů, ohledně kterých je poradenství poskytováno³⁷¹ a konečně v rovině přípustnosti, respektive nepřipustnosti přijímání pobídek, souvisejících s poskytovaným poradenstvím.³⁷² K posledně jmenovanému bodu lze stručně uvést, že poskytovatel investičních služeb nesmí v případě poskytování nezávislého investičního poradenství přijmout ani získat poplatky, provize ani jiné peněžité výhody (tzv. pobídky, *incentives*) hrazené či poskytnuté třetí stranou nebo osobou jednající jménem třetí strany, pokud jde o poskytování této investiční služby zákazníkům. Ačkoli jsou uvedené pojmové znaky nezávislého investičního poradenství stanoveny přímo na úrovni MiFID II, pro jejich další konkretizaci je třeba využít prováděcí směrnici a prováděcí nařízení k MiFID II.

5.4.3 Šíře okruhu posuzovaných investičních nástrojů

Základním stavebním kamenem nezávislého investičního poradenství je, spolu s výše zmíněným zákazem přijímání pobídek od třetích stran, požadavek na kvalitu v rámci poradenství poskytované analýzy. Informuje-li poskytovatel investičních služeb zákazníka, že investiční poradenství poskytuje nezávisle, je povinen posoudit dostatečně široký okruh investičních nástrojů, které jsou k dispozici na trhu. Investiční nástroje musí být diverzifikovány s ohledem na svůj typ a emitenty nebo poskytovatele a nesmí být omezeny na investiční nástroje vydané nebo poskytované subjekty, které jsou s poskytovatelem investičních služeb v úzkém propojení či v jiné úzké právní či ekonomické

³⁷¹ Srov. článek 24 odst. 7 písm. a) bod i) a ii) MiFID II a článek 52 odst. 4 a 53 odst. 1 písm. c) prováděcího nařízení MiFID II.

³⁷² Srov. článek 24 odst. 7 písm. b) MiFID II a článek 12 prováděcí směrnice MiFID II.

vazbě.³⁷³ Toto poněkud nekonkrétní pravidlo, aplikovatelné výhradně v případě nezávislého investičního poradenství, navazuje na obdobně formulované pravidlo, vyžadující specifikovat rozsah provedené analýzy, platné pro investiční poradenství dle MiFID II obecně.³⁷⁴ Formulace uvedeného pravidla vyvolává několik výkladových obtíží.

Především se jeví problematickým vymezení šíře a složení spektra posuzovaných investičních nástrojů či jiných investičních produktů tak, aby splňovalo požadavek na dostatečnost a různorodost ve smyslu směrnice. Teleologický výklad v kontextu preambule MiFID II přináší nepříliš praktické upřesnění, podle něhož není třeba posuzovat investiční produkty, které jsou na trhu dostupné u všech poskytovatelů nebo emitentů produktů,³⁷⁵ přičemž je ovšem nasnadě, že takovýto požadavek by byl ve většině případů jen velmi obtížně realizovatelný. Nejasná je otázka, zda je třeba do posouzení zahrnout pouze investiční nástroje jako předmět regulace MiFID II, nebo též investiční produkty, odlišné od investičních nástrojů, například přímé investice do drahých kovů či dokonce další finanční produkty, například vkladové produkty, pojistné produkty s investiční složkou apod. Možný požadavek na posouzení též jiných investičních nebo finančních produktů by bylo možno dovodit z příslušného recitálu MiFID II,³⁷⁶ avšak samotný normativní text směrnice hovoří v daném kontextu pouze o investičních nástrojích.³⁷⁷ Za použití gramatického a systematického výkladu a s ohledem na okruh působnosti

³⁷³ Srov. článek 24 odst. 7 písm. a) bod i) a ii) MiFID II. Úzkým propojením se dle článku 4 odst. 1 bod 35) MiFID II stručně řečeno rozumí vztah kontroly mezi subjekty či alespoň 20% účast na základním kapitálu nebo hlasovacích právech.

³⁷⁴ Srov. článek 24 odst. 4 písm. a) bod ii) MiFID II.

³⁷⁵ Srov. recital 73 věta třetí preambule MiFID II.

³⁷⁶ Srov. recital 73 věta druhá preambule MiFID II: „*Je-li poradenství poskytováno nezávisle, mělo by být před poskytnutím osobního doporučení posouzeno dostatečně široké spektrum produktů od různých poskytovatelů produktů.*“

³⁷⁷ Srov. článek 24 odst. 7 písm. a) MiFID II.

MiFID II docházím k závěru, že požadavek na posouzení širokého spektra produktů dle zmíněného recitalu se vztahuje výhradně k investičním nástrojům ve smyslu příslušné přílohy MiFID II, jakkoli však nevyklučuje možnost, aby byly v rámci uplatnění principu odborné péče a v souladu s pravidly řízení střetu zájmů poskytovatelem investiční služby vzaty do úvahy též další kategorie finančních produktů, a to zejména v případě, že je daný poskytovatel investičních služeb zároveň oprávněn k jejich distribuci.

Dostatečnost širě posuzovaného spektra investičních nástrojů by dle záměru unijního normotvůrce měla být hodnocena primárně ve vztahu k vazbě mezi poskytovatelem investičního poradenství a emitentem či poskytovatelem doporučovaných investičních nástrojů.³⁷⁸ Jak však vyplývá z dokumentu EMSA, jenž se promítl do Evropskou komisí předloženého znění prováděcího nařízení MiFID II, není toto kritérium zdaleka jediným ukazatelem, který musí poskytovatel nezávislého investičního poradenství v zájmu splnění podmínky dostatečnosti provedené analýzy zohlednit.

V rámci posouzení vhodného investičního nástroje je třeba, aby poskytovatel nezávislého investičního poradenství zohlednil naplnění níže uvedených kritérií, vztažených především k okruhu posuzovaných investičních nástrojů, jejich kategorii a dalším vlastnostem. Jedná se o následující kritéria:

1. počet a okruh posuzovaných nástrojů je přiměřený zaměření poradenských služeb nabízených nezávislým investičním poradcem,

³⁷⁸ Srov. recital 73 věta čtvrtá preambule MiFID II.

2. počet a okruh posuzovaných nástrojů představuje reprezentativní vzorek investičních nástrojů dostupných na trhu,
3. počet posuzovaných investičních nástrojů, emitovaných samotným poskytovatelem investičních služeb nebo subjektem s úzkou vazbou na poskytovatele je přiměřený celkovému počtu posuzovaných investičních nástrojů,
4. srovnávací kritéria zahrnují všechny relevantní aspekty jako je rizikovost, nákladnost a složitost jednotlivých investičních nástrojů, stejně jako zohledňují specifika zákazníků tak, aby bylo zabráněno poskytování zkreslených doporučení.³⁷⁹

Pokud nemohou být výše uvedené požadavky konkrétním poskytovatelem dodrženy, například s ohledem na obchodní model nebo specifické zaměření poskytovaného poradenství, není poskytovatel takového poradenství oprávněn označovat své poradenství za nezávislé.³⁸⁰

5.4.4 Věcně omezené nezávislé investiční poradenství

Zmírnění výše uvedených poměrně striktních pravidel přináší prováděcí nařízení pro poskytovatele nezávislého investičního poradenství, kteří se zaměřují na specifickou kategorii či okruh investičních nástrojů. Problematickým může podle mého názoru být vymezení těchto specifických kategorií či okruhu investičních nástrojů. Mám za to, že je třeba zohlednit jak kategorii investičního nástroje ve smyslu oddílu C přílohy I. MiFID II, tak další právní či ekonomická kritéria, například ekonomické odvětví, k němuž se daný investiční nástroj

³⁷⁹ Srov. článek 53 odst. 1 prováděcího nařízení MiFID II a odstavec 16.2, bod 1. Technického doporučení ESMA.

³⁸⁰ Srov. článek 53 odst. 1 poslední věta prováděcího nařízení MiFID II a článek 16.2, bod 2. Technického doporučení ESMA.

vztahuje.³⁸¹ V takovém případě se tento poskytovatel musí prezentovat způsobem, který zaujme výhradně zákazníky se zájmem o tuto specifickou kategorii či okruh investičních nástrojů a který umožňuje toto zaměření poskytovatele snadno a s jistotou identifikovat. Poskytovatel investičního poradenství má v takovém případě dále povinnost vyžadovat od zákazníků, aby dali najevo, že mají zájem investovat výhradně do této specifické kategorie či okruhu investičních nástrojů³⁸² a poskytovatel by měl být schopen potvrdit, že jeho omezený obchodní model odpovídá požadavkům a potřebám zákazníka a okruh nabízených investičních nástrojů je pro zákazníka vhodný, v opačném případě nesmí být nezávislé investiční poradenství v tomto režimu poskytnuto.³⁸³ V této souvislosti snad lze hovořit o jakémsi věcně omezeném nezávislém investičním poradenství. Prováděcí nařízení MiFID tak pozměnilo některá předchozí stanoviska, vycházející z principu, že věcné omezení týkající se okruhu posuzovaných investičních nástrojů bez dalšího vylučuje poskytování nezávislého investičního poradenství.³⁸⁴

5.4.5 Problematické aspekty nezávislého investičního poradenství

Pro některé z výše uvedených požadavků MiFID II a prováděcího nařízení na analýzu provedenou v rámci nezávislého investičního poradenství je typická poměrně značná neostrost, která může mít za

³⁸¹ Může se jednat například o poskytování nezávislého investičního poradenství omezeného na akcie a dluhopisy, emitované obchodními společnostmi působícími v sektoru informačních technologií, automobilového průmyslu apod.

³⁸² Tato povinnost může být v praxi plněna v rámci zaznamenané a archivované komunikace mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční služby.

³⁸³ Srov. článek 53 odst. 2 prováděcího nařízení MiFID II a článek 16.2, bod 3. Technického doporučení ESMA.

³⁸⁴ LOFF, Detmar a Klaus D. HAHNE. Vermögensverwaltung und Anlageberatung unter MiFID II: Neuregelungen, Gestaltungsmöglichkeiten und deren steuerliche Implikationen. *WM - Wertpapiermitteilungen*. Frankfurt am Main: Herausbergemeinschaft Wertpapier-Mitteilungen, Keppler, Lehmann, 2012, 66. Jahrg., Heft 32, s. 1519. ISSN 0342-6971.

následek snížení míry právní jistoty adresátů nové regulace a může způsobit aplikační problémy. Lze vycházet z premisy, že primárním kritériem pro zhodnocení dostatečnosti spektra posuzovaných investičních nástrojů v rámci nezávislého investičního poradenství je limitace posouzení pouze na investiční nástroje emitované či poskytované spřízněným subjektem (posouzení dle emitenta či poskytovatele),³⁸⁵ sekundárním kritériem je pak typ posuzovaných investičních nástrojů. Typem investičního nástroje lze rozumět jednak, a to podle mého názoru primárně, kategorii daného investičního nástroje ve smyslu příslušné přílohy MiFID II (investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování atd.), jednak další charakteristiky, které nejsou založeny na technické struktuře investičního nástroje, například vázanost na určité ekonomické odvětví nebo určitý region.

V případě, že má poskytovatel investičních služeb zájem poskytovat nezávislé investiční poradenství v plném rozsahu, tedy nikoli pouze věcně omezené dle předchozí podkapitoly, měl by být schopen při sestavení spektra posuzovaných investičních nástrojů zohlednit všechna výše uvedená relevantní kritéria, přičemž v souladu s principem odborné péče by měl být schopen provedení tohoto posouzení prokázat. V této souvislosti si lze položit otázku, zda uvedené břemeno nebude pro většinu poskytovatelů investičních služeb příliš tíživé a nakolik se tak nezávislé investiční poradenství v praxi prosadí oproti nikoli nezávislému, provizně hrazenému.

Otevřenou otázkou dále zůstává, zdali lze uvažovat o režimu nezávislého investičního poradenství v případě, kdy MiFID II poskytovateli investičních služeb přímo zakazuje brát v úvahu některé

³⁸⁵ Jak plyne ze znění článku 24 odst. 7 písm. a) MiFID II.

kategorie investičních nástrojů, bez ohledu na jejich další specifika. Jedná se o poskytovatele investičních služeb, působící v národním režimu na základě nepovinné výjimky zakotvené MiFID II. Tyto subjekty, mezi něž lze zařadit například již opakovaně zmiňovaný institut investičního zprostředkovatele, vlastní právnímu řádu České republiky, nejsou na základě MiFID II a prováděcí národní legislativy oprávněny poskytovat investiční poradenství k jiným kategoriím investičních nástrojů než k investičním cenným papírům a cenným papírům kolektivního investování.³⁸⁶ S ohledem na uvedené omezení ve vztahu k některým kategoriím investičních nástrojů (zejména k derivátům) mám za to, že v případě těchto subjektů lze uvažovat pouze o věcně omezeném nezávislém investičním poradenství, případně o investičním poradenství nikoli nezávislém, a to s ohledem na skutečnost, že tento subjekt nebude, na rozdíl od harmonizovaného poskytovatele investičních služeb, z důvodu omezení zakotveného již na úrovni samotné směrnice, schopen posoudit široký okruh investičních nástrojů diverzifikovaných dle typu a kategorie.

Je zřejmé, že mnohé z nastíněných problematických otázek lze jen s obtížemi zodpovědět bez zkušeností s aplikační praxí. Za současného stavu věci se obávám, že nejasnosti a s nimi spojená právní nejistota může výrazně oslabit zájem tržní praxe o nezávislé investiční poradenství a snížit tak životaschopnost tohoto pro zákazníka prospěšného institutu. *De lege ferenda* bych doporučoval zaměřit pozornost především na otázku vymezení šíře posuzovaných investičních nástrojů jako základní podmínky pro poskytování nezávislého investičního poradenství, otázku věcně omezeného investičního poradenství a dále otázku přípustnosti

³⁸⁶ Srov. článek 3 odst. 1 písm. a) MiFID II.

poskytování nezávislého investičního poradenství subjekty, které mají na základě MiFID II věcně omezen okruh investičních nástrojů, které jsou oprávněny vzít při poskytování investičního poradenství v úvahu.

5.5 Dílčí shrnutí

Obsáhlá kapitola číslo pět byla věnována analýze významných otázek investičního poradenství jako v průběhu času na významu rostoucí investiční služby. Nejprve jsem přistoupil k vymezení a charakteristice jednotlivých pojmových znaků investiční služby, totiž a) poskytování doporučení, b) vztah doporučení k transakcím s konkrétním investičním nástrojem, c) jednání poskytovatele vůči zákazníkovi, d) individualizovanost doporučení a konečně e) adresnost doporučení. Bližší pozornost byla věnována vztahu doporučení ke konkrétnímu investičnímu nástroji, kde mám za to, že postačí též vztah ke konkrétně vymezené skupině investičních nástrojů, a dále adresnosti doporučení, kde jsem poukázal na skutečnost, že samotné šíření doporučení výhradně prostřednictvím prostředků komunikace na dálku nevyklučuje bez dalšího naplnění znaku adresnosti.

Široký prostor byl věnován distinkci investičního poradenství a dalších dvou hlavních investičních služeb. Analýzou odlišností investičního poradenství a individuálního portfolio managementu jsem jednak dospěl k závěru, že za primární rozlišovací prvek obou služeb je třeba považovat určení osoby, která činí investiční rozhodnutí, jednak upozornil na skutečnost, že výkon investičního poradenství se, zejména v kombinaci s poskytováním investiční služby přijímání a předávání pokynů může v případě pasivity zákazníka materiálně přibližovat individuálnímu portfolio managementu. V reakci na aktuální rozhodnutí Nejvyššího soudu byla pozornost dále věnována otázkám průběžného

nebo naopak jednorázového poskytování investičního poradenství jako možného rozlišovacího kritéria investičního poradenství a individuálního portfolio managementu a souvisejících povinností a odpovědnosti poskytovatele. Na základě komparativní analýzy těchto otázek jsem dospěl ke kritickému hodnocení judikaturního závěru, podle něhož není poskytovatel investičního poradenství, nebylo-li se zákazníkem ujednáno jinak, povinen průběžně sledovat výkonnost na základě investiční rady zákazníkem nakoupeného investičního nástroje. Takový závěr vnímám jako příliš paušalizující, zdůrazňuji nezbytnost hodnocení povinností poskytovatele investičního poradenství v konkrétním případě též optikou očekávání, které svojí prezentací u zákazníka vyvolal. Tento svůj náhled podrobně odůvodňuji rovněž teleologickou argumentací, zejména zájmem na ochraně adresáta investičních služeb.

V případě již v předchozí kapitole předesílaného odlišení investičního poradenství od investičního zprostředkování, tedy přesněji investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů jsem identifikoval a podrobil analýze jednotlivá rozlišovací kritéria obou těchto investičních služeb. Dospěl jsem k závěru, že obsahem obou investičních služeb je poskytování kvalifikovaných informací, lišících se však svojí objektivní (investiční zprostředkování) nebo naopak subjektivní, hodnotící povahou (investiční poradenství). A dále, že přítomnost rady v rámci investičního zprostředkování nemusí nutně zakládat naplnění znaků investičního poradenství, vztahuje-li se pouze k posouzení přiměřenosti transakce se znalostmi a zkušenosti zákazníka nebo k technickému průběhu transakce a je tak čistě objektivní povahy, přičemž je třeba pečlivě posuzovat, zda způsob prezentace takové objektivní rady nebo informace nemůže, posuzováno optikou zákazníka, nabývat individualizované hodnotící podoby. Rovněž jsem prověřil a

prostřednictvím dovozovaného vztahu nepřímé úměry mezi rozsahem odborných znalostí a zkušeností zákazníka a pravděpodobností přítomnosti doporučení v rámci poskytovaných informací argumentačně podpořil již dříve formulovanou hypotézu, podle níž nezřídka dochází v případě retailových investorů k materiálnímu poskytování investičního poradenství v rámci činností, která je formálně označena jako investiční zprostředkování. Podle mého názoru je tak s ohledem na minimální znalosti a zkušenosti zákazníků v tomto případě jejich autonomní rozhodování bez jakékoli ingerence poskytovatele investičních služeb spíše iluzí než skutečností.

Zbývající prostor byl věnován v českém jazyce doposud nedostupnému obsáhlejšímu teoretickému podchycení nové právní úpravy investičního poradenství podle MiFID II a analýze vybraných problematických otázek, které lze již nyní, před samotnou účinností MiFID II, identifikovat. Pozornost jsem zaměřil především na institut nezávislého investičního poradenství a pravidla s ním spojená, přičemž jsem dále vymežil kategorii takzvaného věcně omezeného nezávislého investičního poradenství, o kterém je podle mého názoru třeba hovořit v případě, kdy poskytovatel investiční služby má zájem poskytovat nezávislé poradenství a plnit pravidla s ním spojená, není však objektivně schopen posoudit dostatečně široký okruh investičních nástrojů ve smyslu MiFID II, a zhodnotil diskutabilní otázky její aplikace. Tuto část práce bych rád považoval za podnětný příspěvek k diskusi o novém chápání investičního poradenství v rámci tuzemského práva kapitálového trhu.

6 Veřejnoprávní a soukromoprávní nástroje ochrany zákazníka – adresáta investičních služeb

Poslední kapitola práce³⁸⁷ bude věnována vybraným právním nástrojům, sloužícím k ochraně zákazníka jako adresáta investičních služeb a jejich vzájemným vztahům. Jak již bylo naznačeno v úvodu práce, bude pozornost zaměřena jednak na nástroje, tvořící nedílnou součást práva investičních služeb, především pravidla jednání se zákazníky a otázku jejich efektivity, jednak na vybrané nástroje soukromoprávní, které by podle mého názoru mohly najít uplatnění specificky při řešení sporů z investičních služeb. Tato kapitola se mimo jiné pokusí najít odpověď na otázku, zda a nakolik jsou samotné stávající nástroje práva investičních služeb schopny garantovat vysokou míru ochrany investora jako principu, který se jako červená nit vine předkládanou oblastí a nakolik může k jejich efektivitě přispět soukromé právo.

6.1 Nástroje práva investičních služeb a jejich členění

Právo investičních služeb, vedeno zásadou ochrany retailových investorů jako zvláště zranitelné skupiny adresátů investičních služeb, přináší řadu přímo nebo zprostředkovaně působících nástrojů ochrany investorů veřejnoprávního charakteru, z nichž některé byly již zmíněny v rámci výše podaného výkladu o myšlenkových východiscích poskytování investičních služeb. Tyto nástroje lze podle mého názoru teoreticky rozčlenit na tři základní okruhy, konkrétně obezřetnostní

³⁸⁷ Tato kapitola částečně vychází jednak z dosud nepublikovaného příspěvku, se kterým autor této práce vystoupil v rámci rokování finančněprávní části sekce Relativizace dualismu veřejného a soukromého práva konference Soukromé a veřejné v soudobém právu, konané ve dnech 5. až 7. 10. 2016 na půdě Právnické fakulty Univerzity Karlovy, přičemž zohledňuje v rámci následné diskuse získané podněty, jednak z dříve publikovaného anglickojazyčného článku HOBZA, Martin. Investment services and protection of the retail client. *The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2015, roč. 5, číslo 1, s. 57 a násl. ISSN 1805-8396.

požadavky kladené na poskytovatele investičních služeb, kategorizace zákazníků a pravidla jednání se zákazníky. Určité otázky může vyvolat vyčlenění kategorizace zákazníků mimo rámec pravidel jednání se zákazníky. Ačkoli někteří autoři chápou kategorizaci zákazníků jako jednu z množin pravidel jednání se zákazníky,³⁸⁸ mám za to, že vhodnější může být, i s ohledem na samostatné systematické zařazení ustanovení týkající se kategorizace zákazníků mimo rámec pravidel jednání se zákazníky v unijní i národní právní úpravě,³⁸⁹ chápat kategorizaci zákazníků relativně samostatně, jako nutnou podmínku pro aplikaci pravidel jednání se zákazníky a rovněž jako rozlišovací kritérium pro šíři uplatnění pravidel jednání se zákazníky.³⁹⁰

6.1.1 Obezřetnostní pravidla a kategorizace zákazníků

Na prvním místě zmíněné obezřetnostní požadavky budou s ohledem na zaměření této práce na tomto místě pouze stručně charakterizovány, případné zájemce si dovoluji odkázat na dostupnou odbornou literaturu.³⁹¹ Tyto požadavky lze stručně charakterizovat jako požadavky na kvalitu poskytovatele investičních služeb, jeho vnitřních procesů, včetně fungování řídicího a kontrolního systému,³⁹² organizačního uspořádání a personálního vybavení. Do množiny obezřetnostních požadavků lze dále zahrnout požadavky kapitálového

³⁸⁸ HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 187.

³⁸⁹ Srov. recital 31 MiFID a § 2a až 2d ZPKT, recital 86 MiFID II.

³⁹⁰ Kategorizaci zákazníků chápou samostatně také někteří zahraniční autoři, srov. KRUIHOF, Marc. A differentiated approach to client protection: The example of MiFID. In GRUNDMANN, Stefan a Yesim M. ATAMER, s. 113 a násl. nebo TEKINALP, Ünal. Investor protection and investment firm's duty of care and loyalty to clients. In GRUNDMANN, Stefan a Yesim M. ATAMER, s. 167 a násl.

³⁹¹ V českém jazyce HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 173.

³⁹² Např. v případě obchodníka s cennými papíry srov. § 12 a násl. ZPKT, ve spojení s vyhláškou č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, v případě investiční společnosti srov. § 20 ZISIF.

charakteru, jako je například minimální stanovená výše kapitálu,³⁹³ povinnou účast v záručních systémech,³⁹⁴ případně požadavek na povinné pojištění,³⁹⁵ lze sem zřejmě řadit také požadavky na důvěryhodnost a odbornou způsobilost vedoucích osob poskytovatelů investičních služeb, případě osob, které jménem poskytovatele přímo poskytují investiční služby.³⁹⁶ Obezřetnostní požadavky lze chápat jako nepřímý, k ochraně investorů zprostředkovaně přispívající nástroj tím, že podporuje stabilitu poskytovatele investičních služeb.³⁹⁷ Primárním účelem stanovení obezřetnostních požadavků je zajistit plnění stanovených kvalitativních požadavků poskytovateli investičních služeb, nicméně sekundárním efektem vynucování dodržování těchto požadavků je v optimálním případě poskytování investičních služeb pouze subjekty, které neohrozí zákazníky vinou svých vnitřních organizačních nebo ekonomických problémů, případně nebudou poskytovat investiční služby prostřednictvím osob, které k této činnosti nedisponují odpovídajícím morálním kreditem, znalostmi a zkušenostmi.

Druhým okruhem nástrojů, které právo investičních služeb v zájmu ochrany zákazníka přináší, je kategorizace zákazníků.³⁹⁸ Ačkoli tato skutečnost není v MiFID ani MiFID II explicitně zmíněna, poskytovatelé investičních služeb jsou povinni ještě před okamžikem, než jim jsou poskytnuty jakékoli investiční služby, kategorizovat své zákazníky, tedy

³⁹³ Srov. § 8a ZPKT v případě obchodníka s cennými papíry.

³⁹⁴ V tuzemském kontextu jde o garanční fond obchodníků s cennými papíry ve smyslu § 128 a násl. ZPKT.

³⁹⁵ Srov. recital 42 a článek 3 odst. 2 MiFID II.

³⁹⁶ Např. v případě investičního zprostředkovatele – právnické osoby srov. § 32 odst. 2 ZPKT ve spojení s § 14 ZPKT a vyhláškou č. 143/2009 Sb., odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

³⁹⁷ MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*, s. 208.

³⁹⁸ Srov. přílohu II MiFID II a § 2a a násl. ZPKT.

zařadit je pro účely poskytování investičních služeb v závislosti na jejich charakteru a dalších okolnostech do dvou hlavních kategorií, případně některé ze zákaznických podkategorií a o této skutečnosti zákazníky informovat. Tento závěr logicky vyplývá ze skutečnosti, že rozsah aplikovaných pravidel jednání v rámci poskytování investičních služeb je závislý na výstupu provedené kategorizace zákazníka.³⁹⁹ Materiálním rozlišovacím kritériem mezi oběma hlavními kategoriemi zákazníků, totiž profesionálními zákazníky a zákazníky, kteří nejsou profesionálními zákazníky (neprofesionální zákazníci, *retail clients*) je jejich typová potřeba ochrany⁴⁰⁰ prostřednictvím nástrojů práva investičních služeb, přičemž tato potřeba je dovozována z objektivních kritérií, kterými jsou povaha zákazníka, kapitálová vybavenost, zkušenost v oblasti investičních služeb a odbornost.⁴⁰¹ Z obou hlavních zákaznických kategorií⁴⁰² je to právě kategorie neprofesionálních zákazníků, která požívá na základě MiFID II i národní právní úpravy nejširší ochrany. Diferencovaný přístup k ochraně jednotlivých kategorií zákazníků se navenek projevuje především v rozdílném rozsahu aplikace pravidel jednání, konkrétně v rozdílném plnění informačních povinností,⁴⁰³ dokumentačních (archivačních) povinností,⁴⁰⁴ rozdílném uplatnění zásady *know your customer*⁴⁰⁵ a v neposlední řadě v rozdílném plnění pravidel provádění

³⁹⁹ KRUIHOF, Marc, s. 115.

⁴⁰⁰ BUCK-HEEB, Petra, s. 237.

⁴⁰¹ Srov. kritéria stanovená přílohou II MiFID a přílohou II MiFID II, v tuzemském kontextu § 2a a 2b ZPKT.

⁴⁰² V rámci hlavních kategorií můžeme dále rozlišovat profesionální zákazníky na žádost (v kontrastu k tzv. *per se* profesionálním zákazníkům) a způsobilé protistrany. K tomu blíže např. HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 39-44.

⁴⁰³ V případě České republiky srov. § 15a odst. 2 ZPKT.

⁴⁰⁴ V případě České republiky srov. § 15d odst. 3 ZPKT.

⁴⁰⁵ V případě České republiky srov. § 2c ZPKT. Jedná se o zásadu „poznej svého klienta“ nebo „měj přehled o svém klientovi“.

pokynů,⁴⁰⁶ naopak některé další povinnosti, zejména povinnost jednat s odbornou péčí, lze považovat za univerzálně aplikovatelné.⁴⁰⁷ Vhodným příkladem z tuzemského právního řádu k ilustraci právě uvedeného může být oblast zjišťování vhodnosti či přiměřenosti poskytované investiční služby.⁴⁰⁸ Zatímco u zákazníků, kteří nejsou profesionálními zákazníky, tíží poskytovatele investiční služby odpovědnost za zjištění, resp. aktivní snahu o zjištění informací nezbytných pro posouzení vhodnosti, případně přiměřenosti poskytované investiční služby, u zákazníků profesionálních platí vyvratitelná domněnka, že takový zákazník má odborné znalosti a zkušenosti k tomu, aby činil vlastní investiční rozhodnutí a vyhodnocoval rizika, která podstupuje v souvislosti s investiční službou, případně disponuje odpovídajícím finančním zázemím k tomu, aby podstupoval související investiční rizika, odpovídající jeho investičním cílům odpovídající poskytovaným službám.⁴⁰⁹

Kategorizaci zákazníků považuji za *conditio sine qua non* pro zajištění efektivní ochrany těch, kteří ji skutečně potřebují. Bylo by neúčelné a taktéž obtížně představitelné, aby též vůči profesionálním zákazníkům, zejména finančním institucím jako profesionálům na kapitálovém trhu, byly ze strany poskytovatelů investičních služeb plněny rozsáhlé informační povinnosti a dodržována striktní a smluvní autonomii profesionálních účastníků kapitálového trhu omezující pravidla jednání. Pro odstranění případných pochybností však považuji za vhodné upozornit na skutečnost, že právní úprava nespojuje s kategorizací zákazníka jako neprofesionálního žádné přímé hmotněprávní nebo procesněprávní výhody v případě sporu s poskytovatelem investičních služeb, a dále na

⁴⁰⁶ V případě České republiky srov. např. § 15o odst. 3 ZPKT.

⁴⁰⁷ V podrobnostech KRUITHOF, Marc, s. 112-141.

⁴⁰⁸ Ve smyslu § 15h a § 15i ZPKT.

⁴⁰⁹ Srov. § 2c odst. 1 a odst. 2 ZPKT.

skutečnost, že v případě retailových investorů lze v naprosté většině případů vycházet ze zařazení takového investora jako neprofesionálního zákazníka.

6.1.2 Pravidla jednání se zákazníky

Jak bylo uvedeno výše, zatímco obezřetnostní pravidla přispívají ochraně zákazníků nepřímo, primárním cílem zakotvení pravidel jednání poskytovatelů investičních služeb se zákazníky (*conduct of business rules*) je přímá, preventivní ochrana především retailových investorů jako adresátů investičních služeb.⁴¹⁰ Tento rozsáhlý, v pramenech práva různé právní síly upravený a vnitřně diverzifikovaný soubor pravidel, jehož zodpovědná analýza by sama o sobě vydala na samostatnou monografii, lze pro účely této práce schematicky v závislosti na předmětu regulované činnosti rozdělit na následující oblasti:

- 1) Pravidla komunikace se zákazníky, včetně pravidel propagace;⁴¹¹
- 2) Pravidla informování zákazníků;⁴¹²
- 3) Pravidla posuzování přiměřenosti a vhodnosti poskytovaných investičních služeb;⁴¹³
- 4) Pravidla provádění pokynů za nejlepších podmínek;⁴¹⁴
- 5) Další specifická pravidla.⁴¹⁵

⁴¹⁰ Obdobně HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 187, CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure?, s. 244 a další autoři.

⁴¹¹ Srov. především článek 19 odst. 2 MiFID, článek 24 odst. 3 MiFID II a § 15a ZPKT.

⁴¹² Srov. především článek 19 odst. 3 MiFID, článek 24 odst. 4 MiFID II a § 15d ZPKT.

⁴¹³ Srov. především článek 19 odst. 4 a 5 MiFID, článek 25 MiFID II a § 15h a 15i ZPKT.

⁴¹⁴ Srov. především článek 21 MiFID, článek 27 MiFID II a § 15l a násl. ZPKT.

⁴¹⁵ Jedná se například o pravidla tzv. *product governance* dle článku 24 odst. 2 MiFID II a další specifická pravidla, nevhodná pro zařazení do výše specifikovaných oblastí.

Určitým jednotícím prvkem, společným všem výše uvedeným okruhům pravidel jednání se zákazníky, je aplikace zásady odborné péče jako zastřešujícího pravidla chování⁴¹⁶ a interpretačního a aplikačního vodítka chování poskytovatelů investičních služeb všude tam, kde poskytovateli investiční služby není v rámci výše uvedených oblastí pravidlo jednání jednoznačně normativně stanoveno. Principem odborné péče se rozumí povinnost poskytovatele investičních služeb jednat čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy svých zákazníků.⁴¹⁷ Takové jednání spočívá především, avšak nikoli výlučně, v dodržování pravidel jednání výslovně zakotvených unijní a následně národní právní úpravou, na kterou příslušná ustanovení, jejichž předmětem je úprava principu odborné péče, přímo odkazují. Vymezení okruhu pravidel, jejichž dodržování je nutnou podmínkou pro naplnění zásady odborné péče, není vždy zcela jednoznačné.⁴¹⁸ Lze mít za to, že zahrnuje jak pravidla výslovně uvedená v příslušných člancích MiFID/MiFID II, dalších unijních pramenů nebo ustanoveních vnitrostátního právního předpisu, regulujícího poskytování investičních služeb, tak zřejmě i povinnosti plynoucí poskytovateli investičních služeb z jiných právních předpisů, kdy porušení některé z výslovně stanovených právních povinností poskytovatele investičních služeb zpravidla zároveň založí porušení principu odborné péče, tak podle některých publikovaných názorů i mimoprávní pravidla chování ve vztahu k zákazníkovi a

⁴¹⁶ KRUIHOF, Marc, s. 147.

⁴¹⁷ Ve smyslu článku 19 odst. 1 MiFID, článku 24 odst. 1 MiFID II a § 15 odst. 1 ZPKT.

⁴¹⁸ V rámci tuzemského kapitálového trhu představuje vodítko pro interpretaci tohoto pojmu metodický materiál tehdejší Komise pro cenné papíry. Srov. Česká národní banka [online]. 2008. [cit. 2016-12-19] Posuzování odborné péče. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obchodnici_s_cp_inv_zprostredkovatele/download/metodika_odbp_20041015.pdf.

poskytovaným investičním službám.⁴¹⁹ Princip odborné péče jako neurčitý právní pojem tak lze v předkládané oblasti chápat jako souhrn odborných standardů poskytování investičních služeb, tedy zásad jednání *lege artis*.⁴²⁰ Pojmová nejednoznačnost uvedeného neurčitého právního pojmu a zejména jeho aspektů spravedlnosti zároveň představuje, s ohledem na riziko protichůdného výkladu jednotlivými orgány aplikujícími právo, jednak určité aplikační omezení institutu odborné péče při ochraně zákazníků,⁴²¹ jednak narušení právní jistoty poskytovatelů investičních služeb.

V kontrastu s obsahově poněkud neostrým principem odborné péče zahrnují pravidla jednání také celou řadu detailně stanovených povinností poskytovatelů investičních služeb. Kromě pravidel komunikace a propagace, cílících na korektní, jasné a neklamavé⁴²² informování zákazníka nebo potenciálního zákazníka v průběhu interakce s poskytovatelem investičních služeb,⁴²³ jsou to obsáhlá pravidla informování zákazníků. Výhodiskem těchto pravidel je předpoklad, že dobře informovaný investor je schopen učinit efektivnější investiční rozhodnutí, pokud jsou mu k tomu normotvůrcem vytvořeny předpoklady.⁴²⁴ Splnění těchto předpokladů je zajištěno povinností poskytovatelů investičních služeb předkládat investorovi automaticky, nikoli na žádost investora, v okamžicích stanovených regulatorním

⁴¹⁹ ŠOVAR, Jan. Investiční zprostředkovatel. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 319.

⁴²⁰ ŠOVAR, Jan. Investiční zprostředkovatel. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 318.

⁴²¹ MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*, s. 217-219.

⁴²² Srov. článek 19 odst. 2 MiFID, rozvedený v tuzemském kontextu detailně § 15a ZPKT a vyhláškou č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb, a dále také článek 24 odst. 3 MiFID II.

⁴²³ K jednotlivým prvkům srov. např. SEIBERT, Holger, s. 75-76.

⁴²⁴ MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*, s. 288.

rámcem relativně rozsáhlé pensum informací o poskytovateli investičních služeb, nabízených investičních službách, investičních nástrojích, kterých se má investiční služba týkat a podobně.⁴²⁵ Jakkoli je informovanost zákazníka relevantním příspěvkem k jeho ochraně, z praxe dovozují, že efektivita povinně sdělovaných informací u průměrných retailových investorů zpravidla klesá úměrně rozsahu a složitosti poskytovaných informací. V určitém okamžiku může být dosaženo bodu, kdy obsah a rozsah informací již přesáhne míru pro investora přijatelnou a tyto informace jsou nadále investorem vzaty v úvahu pouze formálně, nebo zcela ignorovány. Předpokládaný účinek se tak nemusí dostavit a rozsáhlá informační povinnost pak může představovat pouze administrativní zátěž poskytovatelů investičních služeb.

Dalším nástrojem s konkrétními obrysy jsou pravidla posuzování souladu poskytovaných investičních služeb s osobními charakteristikami investorů (tzv. test přiměřenosti a test vhodnosti), diferencovaná v závislosti na přítomnosti nebo naopak absenci poradenského prvku v rámci poskytované investiční služby, jako vnější projev principu *know your customer*. V zájmu zvýšení standardu ochrany investora jsou tato pravidla tam, kde poskytovatel investiční služby přejímá, přinejmenším fakticky, část odpovědnosti za investiční rozhodnutí investora, posílena, což se projevuje jednak širším rozsahem u zákazníka zjišťovaných okolností, jednak odpovědností poskytovatele za jejich skutečné zjištění. Východiskem je zde logický předpoklad, že efektivita posouzení souladu poskytované služby s osobními charakteristikami zákazníka je závislá na rozsahu zjištěných specifik zákazníka.⁴²⁶ Určitým efektivitu tohoto

⁴²⁵ Pro katalog těchto informací srov. zejména § 15d ZPKT a § 19 a násl. vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

⁴²⁶ KRUITHOF, Marc, s. 130.

nástroje snižujícím opatřením může být, kromě prostého nedodržení investičního profilu zákazníka získaného vyhodnocením testu přiměřenosti nebo testu vhodnosti poskytovatelem investiční služby v další interakci se zákazníkem,⁴²⁷ do jisté míry paternalistická regulace u hodnocení vhodnosti, zakazující v případě zjištění nesouladu investiční služby nebo transakce s investičním nástrojem s osobními specifiky zákazníka doporučit investiční službu, poskytnout radu ohledně investičního nástroje nebo provést obchod s investičním nástrojem.⁴²⁸ Tato skutečnost může zákazníky i poskytovatele investičních služeb potenciálně vést k ovlivnění údajů poskytnutých pro účely testu vhodnosti nebo výsledků jeho vyhodnocení tak, aby zákazníkem požadovaná služba mohla být poskytnuta.

6.2 K limitům nástrojů práva investičních služeb

Jak jsem již uvedl na několika místech této práce, mám za to, že současná objemná a s MiFID II a související legislativou dále se prohlubující pravidla jednání se zákazníky nejsou doprovázena dostatečně efektivními soukromoprávními nástroji, přičemž tato skutečnost může negativně dopadat na práva a oprávněné zájmy těch, na jejichž ochranu pravidla jednání primárně cílí, totiž retailových investorů. Zkušenosti z tržní praxe nejen v České republice jasně ukazují, že samotná veřejnoprávní regulace, byť sebepracovanější, nemůže zajistit požadovaný standard ochrany zákazníků investičních služeb, a to ani

⁴²⁷ Tato skutečnost není v praxi výjimkou. Srov. např. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2016-12-19] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu Capital Partners a.s. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_do_hledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_55_573.pdf nebo v případě Spojeného království MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*, s. 241-242.

⁴²⁸ Srov. článek 35 odst. 5 Prováděcí směrnice MiFID a § 15h odst. 3 ZPKT.

v případě efektivního a intenzivního výkonu dohledu nad dodržováním těchto pravidel. Výše charakterizovaná, ale i další pravidla jednání se zákazníky, na jejichž alespoň stručnou charakteristiku již nezbylo místo, stejně jako další nástroje práva investičních služeb totiž jako nástroje svojí povahou veřejnoprávní⁴²⁹ a převážně preventivní pojmově ztrácí na účinnosti v situaci, kdy jsou pochybením poskytovatele investiční služby při jejich aplikaci prolomena a zákazníkovi vznikne v příčinné souvislosti s touto skutečností škoda. Modelovým příkladem takové situace může být například vznik ztráty z investice učiněné na základě poskytovatelem investičních služeb poskytnutého investičního poradenství, které však nevycházelo z vyhodnocení osobních poměrů zákazníka, nebo bylo takové vyhodnocení provedeno nesprávně, přičemž v případě správného postupu poskytovatele investiční služby by zákazníkovi předemtná investice vůbec neměla být doporučena. Dalším příkladem může být ztráta (spolu)způsobená absencí na základě pravidel jednání poskytovatelem investiční služby povinně sdělovaných informací o vlastnostech investičního nástroje, kterého se investiční služba týká, a rizicích s ním spojených, kdy v případě, že by zákazník tyto informace měl k dispozici, by s ohledem na své znalosti, zkušenosti, investiční cíle a finanční zázemí takovou investici vůbec neuskutečnil. Že takové situace nejsou v praxi nikterak výjimečné, je nasnadě. Případně dovozená veřejnoprávní odpovědnost poskytovatele investičních služeb za správní delikt jako následek předvídaný právem investičních služeb⁴³⁰ sama o sobě pozici poškozeného zákazníka příliš nezlepšuje, neboť nemá přímý vliv na

⁴²⁹ Srov. CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure?, s. 248. Je však třeba podotknout, že některé aspekty veřejnoprávních pravidel jednání mají zřejmou soukromoprávní historii, zřejmě nejzřetelnější je tato skutečnost patrná u pojmu odborná péče.

⁴³⁰ Srov. článek 51 odst. 1 MiFID a článek 70 MiFID II.

soukromoprávní spor mezi oběma těmito stranami. V praxi se objevující těžkosti při získávání kompenzace za škodu způsobenou zákazníkovi neprofesionálním způsobem poskytování investičních služeb tak mohou být do jisté míry důsledkem situace, kdy je na ochranu investora na úrovni práva investičních služeb prozatím nahlíženo převážně veřejnoprávní optikou.

Potvrzením zmiňovaného veřejnoprávního náhledu je skutečnost, že právo investičních služeb jako takové neupravuje specifické soukromoprávní důsledky porušení pravidel obchodního jednání nebo dalších nástrojů, cílených na ochranu zákazníků jako adresátů investičních služeb,⁴³¹ stejně jako nezakotvuje právní nástroje, posilující soukromoprávní pozici zákazníků v případě, kdy poskytovatel investičních služeb neplní vůči takovým zákazníkům pravidla jednání.⁴³² Při nárokování náhrady škody v důsledku porušení veřejnoprávních, případně smluvních povinností poskytovatelem investiční služby je tak zákazník odkázán na standardní soukromoprávní nástroje. Stanovení soukromoprávních důsledků porušení unijním právem založených norem práva investičních služeb ve vztahu poskytovatele investiční služby a zákazníka, včetně případných podmínek vzniku práva na náhradu škody, je v souladu s MiFID, jak bylo výslovně potvrzeno též judikaturou Soudního dvora Evropské unie, ponecháno výlučně na právních řádech jednotlivých členských států⁴³³ s tím, že jednak pravidla získání

⁴³¹ V kontextu investičního poradenství srov. VEIL, Rüdiger, s. 387. Tato skutečnost však neznamená, že by takové soukromoprávní důsledky nemohla dovodit judikatura. Srov. zejména ZOLLER, Michael, s. 6-10 a tam analyzované rozhodnutí „Bond“.

⁴³² CHEREDNYCHENKO, Olha, O. The legal matrix for retail investment services in the EU: where is an individual investor?, s. 261, TISON, Michel, s. 13.

⁴³³ Srov. rozsudek Soudního dvora EU ze dne 30. března 2013, C-604/11, *Genil 48 SL a Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL proti Bankinter SA a Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, bod 57.

kompenzace nesmí dle zásady rovnocennosti a efektivity být méně příznivá než ta, která se týká období nároků vzniklých čistě na základě vnitrostátního práva, a že v praxi nesmí znemožňovat výkon práv přiznaných unijním regulačním rámcem,⁴³⁴ jednak nesmí být dle zásady proporcionality nepoměrná závažnost porušení v takové míře, která by zakládala překážku výkonu svobod garantovaných unijním právem.⁴³⁵ V tomto ohledu má tedy Česká republika relativně volné pole působnosti s tím, že vhodné se zdá být hledat inspiraci v zahraničí.

V této souvislosti si je třeba položit klíčovou otázku, zda soukromé právo přiznává relevanci právem investičních služeb stanoveným pravidlům jednání, respektive jejich porušení poskytovatelem investiční služby a pokud ano, jakým způsobem a v jaké míře tak činí. Vycházejí z komparativních analýz provedených zahraničními autory lze konstatovat, že tato otázka není v jednotlivých členských státech řešena jednotně. Zatímco některé členské státy, mezi nimi Spojené království, přiznávají pravidlům jednání soukromoprávní důsledky prostřednictvím ustanovení právního předpisu,⁴³⁶ jiné, mezi nimi našemu právnímu řádu blízké Německo, ponechávají tuto otázku k řešení judikatuře,⁴³⁷ a jiné, mezi nimi Česká republika, tuto otázku prozatím jednoznačně upravenu ani judikatorně zodpovězenu nemají. Většina členských států však soukromoprávní dopady pravidel jednání určitým způsobem zohledňuje, charakteristicky tak, že je pojímá jako součást odborné péče (zde jako

⁴³⁴ Srov. rozsudek Soudního dvora EU ze dne 19. července 2012, C-591/10, *Littlewoods Retail Ltd a další proti Her Majesty's Commissioners for Revenue and Customs*, bod 27.

⁴³⁵ K tomu blíže TISON, Michel, s. 14 a rozsudek Soudního dvora EU ze dne 5. července 2007, C-430/05, *Ntioni Anonymi Etaireia Emporias H/Y, Logismikou kai Paroxis Ypiresion Michanografisis a Ioannis Michail Pikoulas proti Epitropi Kefalaiaagoras*, bod 54.

⁴³⁶ KRUITHOF, Marc, s. 159.

⁴³⁷ Srov. např. TISON, Michel, s. 10.

soukromoprávní kategorie) a postupů *lege artis* v rámci smluvního vztahu mezi zákazníkem a poskytovatelem investiční služby.⁴³⁸ Existence soukromoprávních důsledků porušení pravidel jednání je rovněž obecně doktrinárně přijímána.⁴³⁹ Analýzou jednotlivých doktrinárních a judikатурních přístupů lze tak dojít k obecnému závěru, že porušení pravidel jednání a související vznik škody bude v jednotlivých členských státech zpravidla zakládat právo zákazníka na náhradu škody způsobené porušením zákona nebo porušením smlouvy, aniž by však byly unifikovány klíčové prvky tohoto nároku, jako je příčinná souvislost nebo způsob určení výše způsobené škody.⁴⁴⁰

Domnívám se, že je to právě výše nastíněná vhodná kombinace unijním právem determinovaného veřejnoprávního regulatorního rámce a národní soukromoprávní úpravy, respektive její vhodné aplikace, reflektující soukromoprávní dopady veřejnoprávních pravidel cílících na ochranu investora, která je s to přispět k posílení ochrany investora posílením pravděpodobnosti dosažení náhrady způsobené škody a tím nepřímo pozvednout standard poskytovaných služeb.⁴⁴¹ A to i protože, jak se ukazuje, efektivní uplatňování práv na náhradu škody poškozenými zákazníky může být v konečném důsledku z hlediska poskytovatelů investičních služeb výrazně účinnějším a obávanějším opatřením než sankce ukládané dle práva investičních služeb, může motivovat poskytovatele k dodržování právem investičních služeb stanovených

⁴³⁸ TISON, Michel, s. 10-11.

⁴³⁹ Srov. např. TISON, Michel, s. 4 a 9.

⁴⁴⁰ Absence harmonizace uvedené oblasti bývá předmětem kritiky, zejména s ohledem na recital 5 prováděcí směrnice MiFID, který požaduje existenci jednoznačných norem a požadavků, jimiž se budou řídit vztahy mezi investičním podnikem a jeho zákazníkem. Blíže KRUIHOF, Marc, s. 160-161.

⁴⁴¹ Srov. HOBZA, Martin. Investment services and protection of the retail client, s. 57-58.

pravidel a může tak být výraznějším příspěvkem k dosahování cíle regulace poskytování investičních služeb, než samotné prohlubování této regulace. Rovněž stojí za zmínku názor, podle něhož předpoklad, že informovaný investor je schopen přijímat kvalifikovaná rozhodnutí, podporovat rozvoj vhodných služeb a produktů a monitorovat poskytovatele těchto služeb zčásti spočívá na souvisejícím předpokladu existence efektivních a snadno přístupných soukromoprávních mechanismů náhrady škody.⁴⁴² O kterých takových soukromoprávních mechanismech by tedy ve specifické oblasti poskytování investičních služeb bylo možno v kontextu České republiky uvažovat?

6.3 Nástroje soukromého práva⁴⁴³

Soukromé právo nabízí investorovi poškozenému pochybením poskytovatele investičních služeb při aplikaci pravidel jednání v závislosti na dalších okolnostech případu výběr z několika obecných skutkových podstat občanskoprávní povinnosti nahradit škodu. Kromě povinnosti nahradit škodu způsobenou porušením dobrých mravů⁴⁴⁴ je to především povinnost nahradit škodu způsobenou porušením zákonné povinnosti poskytovatele investiční služby.⁴⁴⁵ Dále, lze-li prokázat uzavření smlouvy s poskytovatelem investičních služeb a dostatečně konkrétně obsah této smlouvy nebo dovodí-li tuzemská soudní praxe v budoucnu pravidelný obsah smluvních povinností plynoucích ze vztahu poskytovatele investičních služeb a zákazníka tak, jak je tomu například v případě

⁴⁴² MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*, s. 442.

⁴⁴³ Tato podkapitola částečně vychází z dříve publikovaného článku HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství. *Obchodněprávní revue*. Praha: C. H. Beck, 2015, roč. 7, č. 11-12, s. 313-319.

⁴⁴⁴ Ve smyslu § 2909 občanského zákoníku. K aplikaci této skutkové podstaty v oblasti poskytování investičních služeb srov. HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ, s. 255.

⁴⁴⁵ Ve smyslu § 2910 občanského zákoníku.

investičního poradenství v Německu,⁴⁴⁶ připadá v úvahu aplikace objektivně s možností liberace konstruované povinnosti nahradit škodu způsobenou porušením smluvní povinnosti poskytovatele investičních služeb.⁴⁴⁷

Jako relativní novinka v případě investičních služeb, jejichž pojmovým znakem nebo pravidelnou součástí je poskytování kvalifikovaných informací nebo rad, tedy charakteristicky, avšak nikoli výlučně u investičního poradenství,⁴⁴⁸ připadá nadto v úvahu občanským zákoníkem formulovaná speciální skutková podstata povinnosti nahradit škodu, a to povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou poskytnutou osobou odborníka.⁴⁴⁹ Tato skutková podstata je vymezena několika pojmovými znaky, které lze na tomto místě zmínit pouze stručně a současně odkázat případné zájemce na dostupnou podrobnější analýzu.⁴⁵⁰

Prvním z těchto znaků je sebeprezentace poskytovatele investiční služby poskytujícího informaci nebo radu jako odborníka, ať už odborníkem je, nebo se za odborníka pouze vydává. Pojem odborník je nutno v souladu s občanským zákoníkem vykládat široce,⁴⁵¹ přičemž vydáváním se za odborníka se rozumí co nejširší druh sebeprezentace,

⁴⁴⁶ Srov. zejm. ZOLLER, Michael, s. 8-10 a tam analyzované rozhodnutí „Bond“.

⁴⁴⁷ Ve smyslu § 2913 občanského zákoníku.

⁴⁴⁸ K tomu blíže srov. zejména kapitolu 5.3 a kapitoly věnované přijímání a předávání pokynů a investičnímu poradenství.

⁴⁴⁹ Ve smyslu § 2950 věta první občanského zákoníku.

⁴⁵⁰ Blíže HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství. *Obchodněprávní revue*. Praha: C. H. Beck, 2015, roč. 7, č. 11-12, s. 313-319.

⁴⁵¹ Srov. § 5 odst. 1 občanského zákoníku. Blíže HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník: komentář. Sv. 6. Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 1677. ISBN 978-80-7400-287-8.

v rámci níž jsou deklarovány odborné znalosti nebo dovednosti,⁴⁵² a to podle mého názoru včetně případů, kdy taková skutečnost plyne z celkového charakteru jednání se zákazníkem. Pro posouzení je tak nerozhodné, zda poskytovatel investičních služeb nebo osoba přímo jednající se zákazníkem splňuje veřejnoprávní požadavky na výkon těchto činností. V případě poskytovatelů investičních služeb disponujících příslušným veřejnoprávním oprávněním lze naplnění tohoto znaku zřejmě presumovat, v případě jiných subjektů je třeba jeho naplnění prokázat.

Druhým pojmovým znakem je poskytnutí informace nebo rady v oblasti (byť i jen tvrzené) odbornosti poskytovatele investičních služeb. Problém zde zpravidla nenastane v případě vymezení této oblasti příslušným veřejnoprávním oprávněním, zvýšenou pozornost je však třeba věnovat poskytovatelům investičních služeb s omezeným okruhem činnosti, ať už *ex lege*, nebo na základě rozsahu uděleného oprávnění, stejně jako poskytovatelům investičních služeb, kteří v rámci vnitřního organizačního uspořádání vyčleňují odlišné kategorie vázaných zástupců pro poskytování investičních služeb k odlišným kategoriím investičních nástrojů. Domnívám se, že i v případě poskytování informací a rad týkajících se investičních nástrojů vázaným zástupcem – specialistou na odlišné investiční nástroje se bude zpravidla stále jednat o poskytnutí rady v oblasti odbornosti tohoto vázaného zástupce, bude však vhodné přihlídnout mimo jiné ke skutečnosti, zda právo investičních služeb diferencuje okruh vyžadovaných znalostí osoby poskytující investiční

⁴⁵² NOVOTNÝ, Petr, KOUKAL, Pavel a Eva ZAHOŘOVÁ. *Nový občanský zákoník: náhrada škody*. Praha: Grada Publishing, 2014, s. 96. ISBN 978-80-247-5165-8.

službu v závislosti na okruhu investičních nástrojů, k nimž jsou investiční služby poskytovány.⁴⁵³

Třetí a v praxi potenciálně velmi problematický znak představuje nesprávnost nebo neúplnost poskytnuté informace, resp. škodlivost poskytnuté rady. V případě nesprávnosti nebo neúplnosti poskytované informace lze vycházet ze skutečnosti, že taková informace bude v rozporu s právem investičních služeb konstruovanou povinností poskytovat zákazníkům informace korektní, jasné a neklamavé.⁴⁵⁴ Pro dovození povinnosti nahradit škodu je však podle mého názoru v případě neúplnosti informace třeba neúplnosti kvalifikované, tedy neúplnosti v podstatném ohledu, která způsobí, že je informace způsobilá vyvolat škodu.⁴⁵⁵ Především se může jednat o případ, kdy specifická informace neobsahuje všechny pravidly jednání stanovené náležitosti, konkrétně především upozornění na rizika a další informace, jejichž primárním účelem je zajistit zákazníkovi relevantní podklady pro kvalifikované rozhodnutí o využití nebo nevyužití nabízené investiční služby.⁴⁵⁶ Samotnému pojmu rada byla pozornost věnována na jiných místech této práce, škodlivostí poskytované rady je vhodné rozumět objektivní způsobilost rady přivodit újmu, bude-li respektována,⁴⁵⁷ přičemž dovodit povinnost nahradit škodu takto vzniklou lze pouze v případě, že taková rada byla skutečně respektována.⁴⁵⁸ Je třeba

⁴⁵³ Především ve smyslu vyhlášky č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti. Blíže HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství, s. 316-317.

⁴⁵⁴ Srov. článek 19 odst. 2 MiFID, článek 24 odst. 3 MiFID II a § 15a odst. 1 věta první ZPKT.

⁴⁵⁵ Srov. ŠVESTKA, Jiří a kol. *Občanský zákoník: komentář. Sv. 6. (§ 2521 až 3081)*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2014, s. 1081. ISBN 978-80-7478-630-3.

⁴⁵⁶ ŠOVAR, Jan. Obchodník s cennými papíry. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 209.

⁴⁵⁷ HULMÁK, Milan a kol., s. 1677.

⁴⁵⁸ HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství, s. 317.

zdůraznit, že ne každá rada, jejíž následování je příčinou vzniku škody, je bez dalšího radou škodlivou, vždy je třeba odlišit případy, kdy je rada poskytnuta na základě relevantně zdůvodněného odborného názoru, který nemusí případně obstát, a kdy jde o radu zjevně nesprávnou.⁴⁵⁹ Možnou závislost naplnění znaku škodlivosti poskytované rady na porušení pravidel jednání se zákazníky poskytovatelem takové rady lze podle mého názoru dobře ilustrovat na problematice investičního poradenství a posuzování jeho vhodnosti pro zákazníka, kdy primárním účelem pravidly jednání stanovené povinnosti poskytovatele investičního poradenství od zákazníka získat a vyhodnotit určitý okruh informací v oblasti investic je zajištění souladu poskytovaného investičního poradenství s požadavky a objektivními specifiky konkrétního zákazníka. Jako škodlivá by tak podle mého názoru měla být hodnocena rada poskytnutá v rámci investičního poradenství, která vůbec nezohledňuje na základě pravidel jednání zjištěné charakteristiky zákazníka, a to i v případě, že by jinak splňovala požadavky na vypracování s odbornou péčí (aktuálnost, podloženost apod.). Právě uvedené tvrzení platí ovšem i v opačném směru. Jinými slovy řečeno, pokud zákazníkovi vznikla škoda v příčinné souvislosti s následováním rady poskytnuté v rámci investičního poradenství, která byla sestavena a prezentována v souladu s principem odborné péče a která v souladu s pravidly jednání zohledňuje osobní charakteristiky zákazníka, nevzniká zde podle mého názoru místo pro dovození odpovědnosti poskytovatele investiční služby za škodlivou radu. Odpovědnost za poskytnutou radu totiž nelze vnímat jako odpovědnost za z pohledu

⁴⁵⁹ ŠVESTKA, Jiří a kol., s. 1081.

adresáta vždy příznivý výsledek činnosti, ke které poskytovaná rada směřuje.⁴⁶⁰

Čtvrtým znakem je prvek peněžité nebo, spíše jen hypoteticky, nepeněžité odměny, kterou poskytovatel investičních služeb za své informace a rady získá, a to ať už přímo od zákazníka, nebo nepřímo v podobě provize hrazené třetí osobou, například spolupracující investiční společností v případě investičního zprostředkovatele, která však v konečném důsledku ekonomicky tíží zákazníka. Konečně posledními dvěma znaky, společnými institutu povinnosti nahradit škodu obecně, je vznik škody na straně zákazníka a vztah příčinné souvislosti mezi vznikem škody a právní skutečností zakládající povinnost škodu nahradit, v našem případě tedy poskytnutou neúplnou nebo nesprávnou informací nebo škodlivou radou. Jak určení příčinné souvislosti, tak výše škody nebude v praxi v případě sporů z investičních služeb snadné a zasluhuje podrobnou analýzu se zapojením komparativní metody, která však bude muset být provedena na jiném místě. S ohledem na zaměření této práce je vhodné učinit na tomto místě alespoň několik stručných poznámek k určení výše škody v případě sporů z investičních služeb. Rozborem dosavadní rozhodovací praxe tuzemských soudů v kontextu obecných skutkových podstat povinnosti nahradit škodu docházím k závěru, že otázka určení výše poskytovatelem investiční služby způsobené škody s ohledem na případné spoluzavinění poškozeného zákazníka je řešena prozatím nekonsistentně. V tomto ohledu se zdá inspirativní v zahraničí uplatňovaný přístup tzv. *positive/negative interest*. Rozdíl mezi oběma jmenovanými přístupy spočívá v posouzení, zda má být poškozenému zákazníkovi nahrazena škoda tak, aby konečný stav odpovídal situaci

⁴⁶⁰ HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství, s. 317.

vzniklé po hypotetickém poskytnutí bezvadné investiční služby (*positive interest*), nebo zda má být náhrada poskytnuta tak, aby ve sféře poškozeného zákazníka bylo dosaženo stavu, jako kdyby k poskytnutí investiční služby, s níž je spojen vznik škody, vůbec nedošlo (*negative interest*). První zmíněný přístup se zdá být aplikačně komplikovanější, neobejde se totiž bez stanovení a zohlednění relevantního hypotetického průběhu událostí při poskytování investičních služeb.⁴⁶¹ Vytýkána je mu určitá míra spekulativnosti, která však v kontextu principů fungování kapitálového trhu obdobně postihuje i druhý jmenovaný přístup, když neumožňuje přesně rozlišit škodu způsobenou výhradně pochybením poskytovatele investičních služeb a ztrátu způsobenou přirozeným působením investičního rizika.⁴⁶² Na druhou stranu se přístup *positive interest* jeví jako přesnější a pro poskytovatele investičních služeb spravedlivější, umožňuje totiž zohlednit též, posuzováno optikou poškozeného zákazníka, negativní vývoj situace na kapitálovém trhu a přiměřeně tomuto vývoji omezit výši náhrady škody. Lze souhlasit s názorem, podle něhož se přístup *positive interest* zdá být „(...) vhodným obecným východiskem pro náhradu škody v situacích, kdy poskytovatel investičních služeb poskytl zákazníkovi chybné, zavádějící nebo jiným způsobem defektní informace,“⁴⁶³ tedy v tuzemském kontextu především při aplikaci zvláštní skutkové podstaty povinnosti nahradit škodu způsobenou informací nebo radou.

Shora analyzovaná skutková podstata se na první pohled jeví být pro zákazníky jako adresáty investičních služeb výhodná s ohledem na její

⁴⁶¹ NORROS, Olli. Determining loss caused by defective information in investment services. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland*. 2013, 149 årg., 5-6 häftet, s. 346. ISSN 0040-6953.

⁴⁶² NORROS, Olli, s. 351.

⁴⁶³ NORROS, Olli, s. 353.

objektivní konstrukci, bez možnosti liberace. Při detailnějším pohledu však nelze přehlédnout skutečnost, která je dle mého názoru způsobila citelně oslabit její efektivitu v praxi. Ačkoli zákazníci nemusejí prokazovat zaviněné porušení povinnosti poskytovatele investiční služby poskytovat správné a úplné informace a nikoli škodlivé rady, je třeba zdůraznit, že zůstává zachováno standardní rozložení důkazního břemene. Zákazník, který se domnívá, že mu vznikla škoda, je tak povinen prokázat všechny výše zmíněné znaky tohoto druhu povinnosti nahradit škodu, přičemž jeho důkazní situace bývá s přihlédnutím ke specifickým oblastem investičních služeb a obchodování na kapitálovém trhu problematická, a to zejména ve vztahu ke znaku nesprávnosti či neúplnosti informace a škodlivosti poskytnuté rady. Poskytnutí podkladů ke zlepšení důkazní situace nelze z logiky věci očekávat od poskytovatele investičních služeb v pozici protistrany,⁴⁶⁴ avšak ve většině případů⁴⁶⁵ ani od České národní banky jako orgánu dohledu.⁴⁶⁶ Obdobný závěr platí také v případě všech tří výše zmíněných obecných skutkových podstat a představuje tak zřejmě nejcitelnější limit efektivního uplatnění práv poškozených zákazníků.

6.4 Dílčí shrnutí

V rámci kapitoly byla věnována pozornost jednotlivým kategoriím nástrojů ochrany zákazníka jako adresáta investičních služeb, které přináší jednak veřejné, jednak soukromé právo. Kromě stručné charakteristiky nepřímo působících obezřetnostních pravidel a pravidel kategorizace zákazníků byla hlouběji zhodnocena kategorie pravidel jednání. Jakkoli

⁴⁶⁴ I přes to, že jej v oblasti investičních služeb tíží zákonná evidenční a archivační povinnost dle § 17 ZPKT.

⁴⁶⁵ Srov. povinnost mlčenlivosti dle § 26 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů.

⁴⁶⁶ HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství, s. 319.

není cílem zpochybňovat přínosnost jednotlivých pravidel jednání pro zákazníky, bylo upozorněno na jejich potenciální problematické aspekty a limity, které se taktéž v praxi skutečně projevují. V této souvislosti jsem formuloval závěr o nezbytnosti doplnění pravidel jednání efektivními soukromoprávními opatřeními, jakousi soukromoprávní koncovkou, protože je to jen a pouze kombinace veřejnoprávních a soukromoprávních opatření, která může efektivně reagovat na poškození zákazníka nesprávným jednáním poskytovatele investičních služeb. Před zodpovězením otázky, která taková opatření *de lege lata* připadají v tuzemském právním řádu v úvahu, byl zařazen nezbytný exkurs k na unijní úrovni neharmonizované a v tuzemském právním prostředí dosud nevyjasněné otázce vztahu pravidel jednání se zákazníky, respektive jejich porušení, a soukromého práva.

V rámci části věnované soukromoprávním opatřením byla provedena analýza skutkové podstaty povinnosti nahradit škodu způsobenou informací nebo radou, s tím, že byly vymezeny její pojmové znaky a následně některé z těchto znaků blíže analyzovány. Přes celkově kladné hodnocení zakotvení tohoto druhu povinnosti jsem byl nucen učinit kritický závěr ohledně její praktické aplikovatelnosti, a to zejména s ohledem na standardní rozložení důkazního břemene, kdy se zákazník, jemuž byla způsobena škoda, nezřídka dostává při prokazování naplnění některých znaků do nelehké důkazní situace. Zdá se tedy, že bez dalších legislativních opatření nebo vývoje judikatury nemusí být kombinace pravidel jednání a stávajících soukromoprávních opatření s to zajistit požadovaný standard ochrany investora.

Závěr

Předchozí stránky byly v souladu s v úvodu vymezenými cíli práce věnovány teoretickému rozboru rozsáhlé problematiky právního rámce poskytování investičních služeb, snaze o zodpovězení celé řady dosud nevyjasněných otázek a prezentaci vlastní interpretace některých neostrých oblastí, která je snad s to pomoci jak poskytovatelům investičních služeb, tak jejich zákazníkům, tak případně i orgánům aplikujícím právo vyložit jednotlivá ustanovení platného práva v souladu s principy, kterými se právní úprava poskytování investičních služeb řídí. V průběhu rešerší literatury a následně samotné tvorby předkládané práce jsem si opět ověřil pravdivost tvrzení, podle něhož není příliš obtížné dosáhnout minimálního stanoveného rozsahu výzkumné práce, nesnadným úkolem naopak je příliš nepřekročit její rozsah optimální nebo maximální. V rámci práce tak bohužel nemohla být zodpovězena celá řada podnětných otázek s tématem nedílně spjatých, jiné otázky, zasluhující hlubší analýzu, byly zmíněny spíše jen telegraficky, s odkazem na příslušnou tuzemskou i zahraniční odbornou literaturu. I tak bych se rád domníval, že výběr hlouběji analyzovaných otázek nebyl proveden chybně a podařilo se mi jednak podrobit prvotní analýze problematiku doposud doktrinárně nepodchycenou, jednak vnést nové světlo do otázek doktrinárně a též v praxi hojněji diskutovaných, avšak doposud ne zcela dořešených, a naplnit tak primární cíl práce a zároveň účel výzkumu probíhajícího v rámci celého doktorského studia.

Z obsahu první a druhé kapitoly, věnovaných obecným teoretickým východiskům regulace poskytování investičních služeb v kontextu europeizace práva finančního trhu stojí za zmínku především do značné míry kritické zhodnocení objemu a složitosti unijního regulatorního rámce,

tedy vlastností, které mohou podle mého názoru snižovat efektivitu regulace celé oblasti, spolu s úvahami nad přípustností modifikace obsahu fakultativní výjimky stanovené unijním právem na příkladu rozsahu oprávnění investičního zprostředkovatele poskytovat investiční služby.

V rámci třetí kapitoly, zabývající se vymezením a analýzou institutu investičních služeb prostřednictvím jeho pojmových znaků, jsem na příkladu z praxe ilustroval někdy ne zcela přímočarý projev znaku vztahu k investičnímu nástroji v poskytované službě. Dospěl jsem k závěru, že vztahuje-li se poskytovaná služba formálně k předmětu odlišnému od investičního nástroje, avšak materiálním předmětem transakce je při zohlednění veškerých okolností případu investiční nástroj, je třeba tuto službu dle zásad ovládajících právo investičních služeb posoudit jako investiční službu. Ve vztahu ke znaku podřazení činnosti pod některou z kategorií investičních služeb jsem upozornil na skutečnost, že i některé další činnosti v oblasti práva finančního trhu, výslovně neupravené ZPKT, konkrétně výkon některých činností dle ZISIF, jsou materiálně investičními službami. V kontextu dělení investičních služeb dle jejich primárního adresáta jsem v případě procesu umístování investičních cenných papírů na základě analýzy doktrinárních a aplikačních přístupů k danému problému dospěl k závěru, že tento proces je vhodné z hlediska práva investičních služeb chápat, posuzováno optikou emitenta a investora, ve dvou paralelních rovinách, přičemž každá z těchto rovin je zajišťována odlišnou hlavní investiční službou.

Z problematiky zkoumané v rámci čtvrté kapitoly práce, věnované především investičnímu zprostředkování, tedy investiční službě přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, považuji za stěžejní analýzu dvou okruhů. Za prvé jde o základní prvky distinkce

tipařské činnosti v oblasti kapitálového trhu a investičního zprostředkování. Jako rozhodné pro zařazení konkrétní činnosti jako tipařské nebo zprostředkovatelské jsem identifikoval sjednanou a skutečnou povahu činnosti a nezapříčinění mentálního rozhodnutí potenciálního investora k realizování určité investiční příležitosti. Za druhé jde o odlišení investičního zprostředkování od investičních služeb týkajících se umístování investičních nástrojů. V této souvislosti jsem na základě provedené analýzy dovedl, že o investiční zprostředkování nepůjde, je-li zároveň závazek poskytovatele investiční služby dle příslušné smlouvy s emitentem splněn až umístěním části emise, existuje závislost odměny nebo její rozhodující části na umístění emise a poskytovatel má dle příslušné smlouvy být a skutečně také je v přímém kontaktu s investorem v souvislosti s úpisem.

Z obsahu problematiky analyzované v rámci páté kapitoly bych rád upozornil v první řadě na v českém jazyce doposud nedostupnou bližší analýzu nového pojetí investičního poradenství, včetně nezávislého investičního poradenství dle MiFID II, v rámci které jsem, mimo jiné, podrobil zkoumání hledisko šíře palety posuzovaných investičních nástrojů jako jedno z rozlišovacích kritérií mezi nezávislým a nikoli nezávislým investičním poradenstvím a formuloval určité obavy týkající se aplikace některých souvisejících nových institutů v tržní praxi České republiky. Této analýze, vztahující se k platnému, avšak dosud neúčinnému právu, předcházelo na základě vymezení pojmových znaků investičního poradenství konstruované zamyšlení nad otázkami odlišení investičního poradenství od individuálního portfolio managementu, stejně jako od „pouhého“ investičního zprostředkování, tedy poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. V rámci první takto řešené otázky jsem dospěl k závěru, že je to

kritérium osoby, která činí investiční rozhodnutí, které odlišuje obě zmíněné služby, v této souvislosti jsem podrobil kritickému zkoumání hledisko jednorázového nebo průběžného poskytování investiční služby. V rámci řešení druhé otázky jsem uzavřel, že oběma jmenovaným investičním službám je společné poskytování kvalifikovaných informací, rozlišovacím kritériem je však objektivní nebo naopak subjektivní, hodnotící, doporučující povaha těchto informací.

Závěrečná kapitola práce byla věnována prokázání platnosti v úvodu vymezené teze o existenci určitého deficitu v oblasti nástrojů, sloužících ochraně retailového investora v pozici zákazníka investičních služeb, a to jednak na podkladu charakteristiky stávajících opatření práva investičních služeb, především pravidel jednání se zákazníky a jejich slabých míst, jednak zhodnocení dostupných soukromoprávních nástrojů, se zaměřením na zvláštní skutkovou podstatu povinnosti nahradit škodu způsobenou zákazníkovi poskytovatelem investičních služeb neúplnou nebo nesprávnou informací nebo škodlivou radou v případě poskytování investičního poradenství. V souvislosti s touto skutkovou podstatou jsem upozornil na obecný limit z pohledu zákazníka úspěšné aplikace soukromoprávních nástrojů, kterým je často nepříznivá důkazní situace zákazníka.

V návaznosti na poslední kapitolu práce považuji za účelné závěrem představit ve stručnosti možná legislativní a další opatření, která mohou být, ať už jednotlivě, nebo ve vzájemných souvislostech, způsobila korigovat můj v předchozí kapitole formulovaný kritický závěr o nedostatečném provázání veřejnoprávních a soukromoprávních nástrojů ochrany zákazníka – adresáta investičních služeb. Jak bylo naznačeno v úvodu práce, zmíněno v různých souvislostech na dalších řádcích a

v podrobnostech analyzováno v poslední kapitole práce, současná právní úprava investičních služeb a jejich poskytování nezajišťuje v plné míře naplnění zásady vysokého standardu ochrany zákazníka jako jednoho z klíčových principů unijní i národní regulace poskytování investičních služeb, a to podle všeho ani za uplatnění tuzemských soukromoprávních nástrojů *de lege lata*. Cest, jak tento ne zcela optimální stav změnit, se nabízí hned několik. Každá z těchto cest má své výhody, ale i svá nezanedbatelná úskalí. Bez nároku na úplnost budou některé níže stručně představeny, a to za účelem otevření v souvislosti s rostoucí měrou účasti retailových investorů na kapitálovém trhu⁴⁶⁷ čím dál potřebnější odborné diskuse o jejich možných výhodách, nevýhodách, efektivitě a dopadech.

Z možných opatření lze na prvním místě zmínit prohloubení regulace práva investičních služeb především v oblasti pravidel jednání se zákazníky jako cestu, kterou se vydává MiFID II, jiné unijní prameny i návrh transpoziční právní úpravy. Tato cesta je spojena, přes nezpochybnitelné dílčí výhody, které byly podrobně analyzovány v případě investičního poradenství podle MiFID II, s úskalím spočívajícím v dosažení možného bodu zlomu, kdy rozsah a složitost regulace jsou již na újmu její efektivitě, především s přihlédnutím k charakteristikám retailových investorů. Pozitivně v tomto ohledu hodnotím snahu unijního normotvůrce zpřehledňovat pro retailové investory formu povinně předkládaných informací a patrný trend zvyšování důrazu na seznámení retailových investorů se základními charakteristikami finančních produktů, kterých se má poskytovaná služba týkat, formou předkládání přehledných standardizovaných informačních dokumentů dle pramenů

⁴⁶⁷ A to zejména ve formě investic do investičních fondů. Srov. Asociace pro kapitálový trh České republiky [online]. 2016. [cit. 2016-12-26] Tiskové zprávy AKAT. Dostupné z WWW: <http://www.akatcr.cz/public/vypisZpravy.do>.

práva sektoru investičních fondů⁴⁶⁸ a přímo použitelného nařízení PRIIPs,⁴⁶⁹ zakotvujícího zejména povinnost poskytovatele investiční služby jako distributora tzv. strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou⁴⁷⁰ předložit zákazníkovi sdělení klíčových informací daného produktu, které je obdobou sdělení klíčových informací fondů kolektivního investování dle legislativy upravující sektor investičních fondů. I takto sdělované informace s sebou však nesou určitá rizika, otazníky se vznášejí zejména nad srovnatelností parametrů jednotlivých kategorií investičních produktů, u kterých se tyto standardizované dokumenty předkládají.

Dalším možným opatřením je omezení oprávnění v praxi problémy působících poskytovatelů investičních služeb formou legislativní změny. Touto cestou se v případě investičních zprostředkovatelů vydává transpoziční novela ZPKT, když navrhuje oproti znění výjimky MiFID II a stavu *de lege lata* dále omezit jednak okruh investičních nástrojů, k nimž je tato kategorie poskytovatelů investičních služeb oprávněna poskytovat obě povolené hlavní investiční služby, jednak okruh osob, kterým je možno předat pokyn zákazníka.⁴⁷¹

⁴⁶⁸ Srov. zejména článek 78 a násl. UCITS IV a § 227 a násl. ZISIF.

⁴⁶⁹ Účinnost nařízení PRIIPs byla, stejně jako v případě MiFID II a souvisejících předpisů, odložena na rok 2018. Blíže European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-12-26] Commission extends the application date of the PRIIPs Regulation by one year. Dostupné z WWW: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3632_en.htm.

⁴⁷⁰ Tzv. packaged retail and insurance-based investment products. Blíže HUSTÁK, Zdeněk a Klára KUBÁŇOVÁ. *Nová úprava poskytování informací při tvorbě a prodeji investičních produktů*. Epravo.cz [online]. 2014. [cit. 2016-12-26]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-poskytovani-informaci-pri-tvorbe-a-prodeji-investicnich-produktu-96263.html>.

⁴⁷¹ ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2016. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2016-12-26] Sněmovní tisk 869/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=869&CT1=0>, s. 193 a násl.

Další v úvahu připadající opatření lze identifikovat v oblasti výkonu dohledu and poskytovateli investičních služeb. Jedním z nich by mohlo být zvýšení intenzity dohledu, lze si však klást důvodnou otázku, zda jak personální, tak ekonomické náklady s tímto opatřením spojené nemohou převýšit jeho pozitivní účinky, a to především s přihlédnutím ke skutečnosti, že orgán dohledu ve většině relevantních případů se na scéně objevuje až *ex post*. Druhým opatřením, zřejmě efektivnějším, by mohla být legislativní úprava podmínek poskytování součinnosti orgánem dohledu při řešení sporů poskytovatele a retailového investora z investičních služeb, například formou zakotvení výjimky z povinnosti mlčenlivosti zejména tam, kde orgán dohledu již dříve pravomocně dovedl porušení právních předpisů poskytovatelem investiční služby.

Opatřením prospívajícím důkazní situaci poškozeného investora by mohlo být již v minulosti diskutované⁴⁷² a pro svoji určitou nesystémovost kontroverze vyvolávající zakotvení obráceného rozložení důkazního břemene u některých sporů z investičních služeb, kde je poškozenou stranou retailový investor. Poskytovatele investičních služeb by v takovém případě tížila povinnost prokázat zachování zásady odborné péče a dalších pravidel jednání, a to například prostřednictvím na základě práva investičních služeb pořizovaných a archivovaných dokumentů. Důkazní situaci investorů by rovněž potenciálně mohlo posílit zakotvení po vzoru německé právní úpravy⁴⁷³ specifického protokolu, který by byl poskytovatel investičních služeb povinen investorovi zejména v případě poskytování investičního poradenství vydávat. Otázka obsahu takového

⁴⁷² CHEREDNYCHENKO, Olha, O. The legal matrix for retail investment services in the EU: where is an individual investor?, s. 271 a násl.

⁴⁷³ Jedná se o tzv. *Beratungsprotokoll*. Srov. § 34 odst. 2a německého zákona o obchodech s cennými papíry (Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), blíže GRUNDMANN, Stefan, s. 1754.

protokolu, stejně jako otázka důsledků neúplnosti nebo absence protokolu pro případný spor by zasloužila hlubší pozornost s tím, že praktickým se zdá být komparativní přístup.

Další sada opatření spadá do sféry soudního, případně mimosoudního řešení sporů z investičních služeb. Kontinuálně působící opatření představuje rozvíjející se judikatura obecných soudů, které se doposud v tuzemském kontextu, jak bylo ilustrováno výše, ke sporům z investičních služeb vyjadřovaly spíše sporadicky. S posilováním právního vědomí investorů a jejich intenzivnějším zapojením na kapitálovém trhu lze podle mého názoru v budoucnu čekat vyšší frekvenci takových sporů a s ní související vyjasňování podmínek vzniku a rozsahu povinnosti poskytovatele investičních služeb nahradit škodu investorovi v pozici zákazníka. Zda se soudy v rámci své rozhodovací činnosti inspirují rozhodovací praxí soudů zahraničních je otázkou, ze svého hlediska bych považoval, s ohledem na harmonizaci celé oblasti práva investičních služeb, takový postup za nanejvýš vhodný. Obdobné lze očekávat v případě mimosoudního řešení sporů z investičních služeb jako oblasti, jejíž rozvoj je výslovně normován MiFID II.⁴⁷⁴ Zda se relativně nedávno zakotvená univerzální působnost finančního arbitra pro spory z investičních služeb poskytovaných spotřebitelům⁴⁷⁵ v praxi ukáže být efektivním nástrojem, ukáže čas.

Konečně svou povahou mimoprávní, přesto efektivní opatření může také představovat soustavný důraz orgánu dohledu, orgánů ochrany spotřebitele, ale i soukromoprávních entit na postupné zvyšování finanční gramotnosti retailových investorů. Náročnější a o svých právech lépe

⁴⁷⁴ Srov. recital 151 preambule a článek 75 MiFID II.

⁴⁷⁵ Srov. § 1 odst. 1 písm. h) zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi.

informovaná investorská veřejnost může do určité míry přispět ke kultivaci trhu investičních služeb a celkovému rozvoji tuzemského prostředí kapitálového trhu. Jak bylo ilustrováno výše, řešení lze hledat jak v rovině normotvorby, tak v rovině aplikace práva ale i v rovině mimoprávní, přičemž není třeba příliš váhat s konstatováním, že vytyčeného cíle lze dosáhnout pouze kombinací několika (nebo všech) těchto rovin. V této souvislosti považuji za vhodné obrátit v nadcházejícím období pozornost především na výzkum vzájemné interakce pravidel práva investičních služeb a otázek vymáhání jejich dodržování v soukromoprávní rovině, tedy na téma, které doposud představuje pomyslný slepý bod na mapě unijní i národní regulace poskytování investičních služeb. Předpokládaný výzkum se zřejmě neobejde bez zodpovědné analýzy soukromoprávních následků porušení právem investičních služeb zakotvených pravidel jednání, stejně jako obezřetnostních pravidel. Zdá se totiž, že samotná řešení práva investičních služeb, včetně pravidel jednání, jako řešení svou povahou regulatorní při ochraně investorů narážejí, nebo možná již narazila, na meze své efektivity.

Seznam použité literatury a pramenů

Literatura:

1. BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.
2. BARTELS, Boris. *European banking and financial services law*. 5th ed. Ghent: Larcier, 2012, 434 s. ISBN 978-2-8044-5562-0.
3. BEJČEK, Josef. Zprostředkování. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 9, s. 241-249. ISSN 1803-6554.
4. BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 8., völlig neu bearbeitete Auflage. Heidelberg: C.F. Müller, 2016, 366 s. ISBN 978-3-8114-4247-4.
5. CAPEK, Sebastian. *Der Anlegerschutz in Deutschland: Welche rechte haben geschädigte Anleger von Lehman Brothers Zertifikaten?* Hamburg: Diplomica Verlag GmbH, 2010, 109 s. ISBN 978-3-8366-9594-7.
6. CLAUSSEN, Carsten Peter a Roland ERNE. *Bank- und Börsenrecht*. 2. Aufl. München: Beck, 2000, 695 s. ISBN 3-406-46203-0.
7. GERLOCH, Aleš a Jan TRYZNA. Dualismus soukromého a veřejného práva a nový občanský zákoník: k jednotě a diferenciaci práva. *Právník*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2014, roč. 153, č. 9, s. 730-745. ISSN 0231-6625.
8. GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. 4. upr. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, 343 s. ISBN 978-80-7380-023-9.
9. GRUNDMANN, Stefan. Wohlverhaltenspflichten, interessenkonfliktfreie Aufklärung und MIFID II : jüngere höchstrichterliche Rechtsprechung und Reformschritte in Europa. *WM - Wertpapiermitteilungen*. Frankfurt am Main: Herausbergemeinschaft Wertpapier-Mitteilungen, Keppler, Lehmann, 2012, 66. Jahrg., Heft 37, s. 1745-1755. ISSN 0342-6971.
10. GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, 341 s. ISBN 978-3-406-65413-8.

11. HÁLOVÁ, Miloslava. Veřejnoprávní regulace soukromoprávních činností a uplatňování soukromého práva. *Veřejné právo a právo soukromé: aktuální tendence a výzvy veřejnoprávní úpravy plynoucí z problematiky právního dualismu*. Praha: Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, 2014, 248 s. ISBN 978-80-87975-10-7.
12. HOBZA, Martin. *Distribuce investičních nástrojů a její právní regulace*. Praha: Leges, 2016, 96 s. ISBN 978-80-7502-152-6.
13. HOBZA, Martin. Distribuce investičních nástrojů. *Právní rádce*. Praha: *Economia*, a.s. 2015, roč. 23, č. 12, s. 42-45. ISSN 1210-4817.
14. HOBZA, Martin. Independent investment advice under MiFID II. *The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2016, roč. 6, číslo 4, s. 241-247. ISSN 1805-8396.
15. HOBZA, Martin. Investiční zprostředkovatel v kontextu práva kapitálového trhu a tržní praxe. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2014, roč. 22, č. 1, s. 13-17. ISSN: 1210-8103.
16. HOBZA, Martin. Investment services and protection of the retail client. *The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2015, roč. 5, číslo 1, s. 50-58. ISSN 1805-8396.
17. HOBZA, Martin. Povinnost nahradit škodu způsobenou informací nebo radou při poskytování investičního poradenství. *Obchodněprávní revue*. Praha: C. H. Beck, 2015, roč. 7, č. 11-12, s. 313-319. ISSN 1803-6554.
18. HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník: komentář. Sv. 6. Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. Praha: C.H. Beck, 2014, 2072 s. ISBN 978-80-7400-287-8.
19. HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. Praha: C. H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.
20. HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára a Daniela DOLEŽALOVÁ. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

21. HUSTÁK, Zdeněk. Margin trading – k některým otázkám odborné péče. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 7-8, s. 222-225. ISSN 1803-6554.
22. CHEREDNYCHENKO, Olha O. Full harmonization of retail financial services contract law in Europe: A success or a failure? In Grundmann, Stefan, Atamer, Yeşim M. *Financial services, financial crisis and general European contract law: failure and challenges of contracting*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011, 342 s. ISBN 978-90-411-3526-1.
23. CHEREDNYCHENKO, Olha O. The legal matrix for retail investment services in the EU: where is an individual investor? In DEVENNEY, James a Mel KENNY. *Consumer credit, debt and investment in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, 271 s. ISBN 978-1-10701302-5.
24. CHOD, Karel. *Investiční zprostředkovatel: legislativa a praxe, nekalé praktiky*. Brno: Tribun EU, 2013, 202 s. ISBN 978-80-260-5358-3.
25. IBOLD, Hans Christian. *Maklerrecht*. 3., neu bearbeitete Auflage. Berlin: Erich Schmidt Verlag, 2015, 319 s. ISBN 978-3-503-16360-1.
26. JANOVEC, Michal. Současná integrace dohledu na finančních trzích. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2013, roč. 5., č. 6, s. 161-164. ISSN 1803-6554.
27. KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Praha: Beck, 1995, 247 s. ISBN 80-7179-028-1.
28. KOHAJDA, Michael. Vztah mezi pojmy „spotřebitel“ v soukromém právu a „klient“ v právu finančního trhu. In MRKÝVKA, Petr a kol. *DNY PRÁVA 2013 – DAYS OF LAW 2013: Část IX. – Interakce soukromého a finančního práva*. Brno: Masarykova Univerzita, 2014, s. 211-217. ISBN 978-80-210-6816-2.
29. KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila a Jindřich VÍTEK. *Právo cenných papírů*. Praha: C.H. Beck, 2014, 242 s. ISBN 978-80-7400-515-2.
30. KRÁL, Richard. *Směrnice EU z pohledu jejich transpozice a vnitrostátních účinků*. Praha: C.H. Beck, 2014, 327 s. ISBN 978-80-7400-282-3.

31. KRÁLÍK, Aleš. Správa cizího majetku – srovnání právní úpravy v novém občanském zákoníku ČR a v quebeckém občanském zákoníku. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2014, roč. 6, č. 1, s. 18-21. ISSN 1803-6554.
32. KURZ, Antje-Irina. MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten. *Der Betrieb*. Düsseldorf: Handelsblatt Fachmedien GmbH, 2014, 67. Jahrg., Nr. 21, s. 1182-1187. ISSN 0005-9935.
33. LIŠKA, Petr, Štefan ELEK a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, 214 s. ISBN 978-80-7478-510-8.
34. LOFF, Detmar a Klaus D. HAHNE. Vermögensverwaltung und Anlageberatung unter MiFID II: Neuregelungen, Gestaltungsmöglichkeiten und deren steuerliche Implikationen. *WM - Wertpapiermitteilungen*. Frankfurt am Main: Herausbergemeinschaft Wertpapier-Mitteilungen, Keppler, Lehmann, 2012, 66. Jahrg., Heft 32, s. 1512-1520. ISSN 0342-6971.
35. LORENZ, Manuel. *Churning. Das Phänomen der kapitalmarkt- und börsenrechtlichen Spesenschinderei und die Sanktionierung im Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht*. Heidelberg: Müller, 2015, 238 s. ISBN 978-3-8114-6029-4.
36. MAREK, Radan. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2013, 462 s. ISBN 978-80-7400-466-7.
37. MARKHAM, Jerry W. a Rigers GJYSHI. *Research handbook on securities regulation in the United States*. Cheltenham: Edward Elgar, 2014, 551 s. ISBN 978-1-78254-006-9.
38. MATES, Pavel. *Základy správního práva trestního*. 5. vydání. Praha: C.H. Beck, 2010, 248 s. ISBN 978-80-7400-357-8.
39. MAZANEC, Luboš. „Neregulované trhy“ dle směrnice MiFID II a nařízení MiFIR. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, roč. 7, č. 9, s. 260-266. ISSN 1803-6554.
40. MICKLITZ, Hans-Wolfgang. The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services. *European review of contract law: ERCL*. Berlin: De Gruyter, 2014, roč. 10, č. 4, s. 473-475. ISSN 1614-9939.

41. MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2002, 939 s. ISBN 0-19-826891-2.
42. MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, 474 s. ISBN 978-0-521-88870-7.
43. NORROS, Olli. Determining loss caused by defective information in investment services. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland*. 2013, 149 årg., 5-6 häftet, s. 341-370. ISSN 0040-6953.
44. NOVOTNÝ, Petr, KOUKAL, Pavel a Eva ZAHOŘOVÁ. *Nový občanský zákoník: náhrada škody*. Praha: Grada Publishing, 2014, 139 s. ISBN 978-80-247-5165-8.
45. OPPERMANN, Thomas, Claus Dieter CLASSEN a Martin NETTESHEIM. *Europarecht: ein Studienbuch*. 6., völlig neu bearbeitete Auflage. München: C.H. Beck, 2014, 686 s. ISBN 978-3-406-64738-3.
46. RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. Brno: Masarykova univerzita, 2010, 61 s. ISBN 978-80-210-5277-2.
47. ROSE, Peter S. *Peněžní a kapitálové trhy: finanční systém ve stále globálnější ekonomice*. Praha: Victoria Publishing, 1995, 1014 s. ISBN 80-85605-52-X.
48. SEIBERT, Holger. *Recht der Kapitalanlageberatung und –vermittlung*. München: Beck, 2014, 420 s. ISBN 978-3-406-65622-4.
49. SCHNAUDER, Franz. *Recht der Geschäftsbesorgung beim Vertrieb von Kapitalanlagen und Kreditvertragsprodukten*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2013, 296 s. ISBN 978-3-16-152621-3.
50. STEHLÍK, Václav, Ondrej HAMULÁK a Michal PETR. *Praktikum práva Evropské unie: vnitřní trh: teoretické základy, judikatura, praktické příklady*. Praha: Leges, 2011, 284 s. ISBN 978-80-87576-09-0.
51. SVEJKOVSKÝ, Jaroslav, MAREK, Radan a kol. *Správa cizího majetku v novém občanském zákoníku: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2015, 544 s. ISBN 978-80-7400-548-0.
52. ŠOVAR, Jan a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6.

53. ŠVESTKA, Jiří a kol. *Občanský zákoník: komentář. Sv. 6. (§ 2521 až 3081)*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2014, 1667 s. ISBN 978-80-7478-630-3.
54. TICHÝ, Luboš, Rainer ARNOLD, Jiří ZEMÁNEK, Richard KRÁL a Tomáš DUMBROVSKÝ. *Evropské právo*. 5. přeprac. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, 756 s. ISBN 978-80-7400-546-6.
55. TOMÁŠEK, Michal, Vladimír TÝČ, Irena PELIKÁNOVÁ a kol. *Právo Evropské unie*. Praha: Leges, 2013, 494 s. ISBN 978-80-87576-53-3.
56. VEIL, Rüdiger. *European capital markets law*. Oxford: Hart Publishing, 2013, 512 s. ISBN 978-1-84946-440-6.
57. VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Kontrola nad finanční činností*. Praha: Univerzita Karlova. Právnická fakulta, 2015, 254 s. ISBN 978-80-87975-40-4.
58. WAGNER, Markus, SCHLÖMER, Verena a Dirk ZETZSCHE. AIFMD vs. MiFID: Similarities and differences. In ZETZSCHE, Dirk *The alternative investment fund managers directive: European regulation of alternative investment funds*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2012, 803 s. ISBN 978-90-411-4044-9.
59. ZOLLER, Michael. *Die Haftung bei Kapitalanlagen: die wichtigsten Entscheidungen zu Anlageberatung, Vermögensverwaltung und Prospekthaftung*. 3. Auflage. München: C.H. Beck, 2016, 405 s. ISBN 978-3-406-68030-4.

Elektronické zdroje:

1. Asociace pro kapitálový trh České republiky [online]. 2016. [cit. 2016-12-26] Tiskové zprávy AKAT. Dostupné z WWW: <http://www.akatcr.cz/public/vypisZpravy.do>.
2. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-20] Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.
3. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2013. [cit. 2016-11-28] Merkblatt - Gemeinsames Informationsblatt der BaFin und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html.
4. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [online]. 2014. [cit. 2016-11-21] Merkblatt Finanzportfolioverwaltung. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_financeportfolioverwaltung.html.
5. CARMICHAEL, Jeffrey, POMERLEANO, Michael. *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*. Washington, DC: World Bank. [online]. 2002. [cit. 2016-09-21]. Dostupné z WWW: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15236>.
6. Česká národní banka [online]. 2008. [cit. 2016-12-19] Posuzování odborné péče. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obchodnici_s_cp_inv_zprostredkovatele/download/metodika_odbp_20041015.pdf.
7. Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2016-11-20] Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf.

8. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-05] Rozhodnutí KCP/16/2005. K obecným znakům investiční služby. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2Fobecne%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=KCP%2F16%2F2005>.
9. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-05] Rozhodnutí KCP/1/2004 – k neoprávněnému poskytování investičních služeb. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=KCP%2F1%2F2004>.
10. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-05] Rozhodnutí KCP/14/2003 K nabízení a poskytování investičních služeb. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2Fobecne%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=KCP%2F14%2F2003>.
11. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-10-06] Metodika k investičním službám. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf.
12. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-11-21] K vymezení hranice mezi tipářstvím a zprostředkováním pojištění. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_vymezeni_hranice_mezi_tiparstvim.pdf.
13. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2016-12-11] Komise pro cenné papíry. Stanovisko STAN/1/2006. Churning. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file347.pdf.
14. Česká národní banka [online]. 2012. [cit. 2016-11-20] Metodika k investičním službám (MIS). Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/le

gislativni_zakladna/archiv_KCP/download/metodiky/metodika_investicni_sluzby_2006.pdf.

15. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2016-10-05] K obchodování s drahými kovy (např. zlatem) z hlediska dohledu České národní banky. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_obchodovani_s_drahymi_kovy.pdf.
16. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2016-12-19] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu Capital Partners a.s. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_55_573.pdf.
17. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2016-10-06] Upozornění na aktivity skupiny WSM. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitele/upozorneni/upozorneni_wsm.html.
18. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2016-10-11] Rozhodnutí České národní banky ve věci Salve Finance, a.s. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00010_CNB_573.pdf.
19. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2016-11-25] Rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/54655/570 ze dne 21. května 2015, sp.zn. Sp/2015/10/573. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00010_CNB_573.pdf.
20. Česká národní banka [online]. 2016. [cit. 2016-11-07] Seznam regulovaných a registrovaných subjektů. Dostupné z WWW: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=07.11.2016&p_ses_idx=204.
21. Česká národní banka [online]. 2016. [cit. 2016-11-21] Rozhodnutí o rozkladu ve věci Regirt Propeat, s.r.o. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2014_00327_CNB_573.pdf.

22. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2016-10-06] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>.
23. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2016. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2016-09-22] Sněmovní tisk 869/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=869&CT1=0>.
24. Deutsche Bundesbank [online]. 2014. [cit. 2016-11-20] Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 32 Absatz 1 KWG. Dostupné z WWW: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_fidierlaubnis_buba.pdf;jsessionid=00306A0BE2C521F84ED10890CCB27A17.1_cid363?__blob=publicationFile&v=1.
25. ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-10-06] Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf.
26. ESMA [online]. 2010. [cit. 2016-12-04] Committee of European Securities Regulators. Question and Answers. Understanding the definition of advice under MiFID. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf.
27. ESMA [online]. 2012. [cit. 2016-11-27] Guide to investing. Dostupné z WWW: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-682.pdf>.
28. ESMA [online]. 2014. [cit. 2016-12-04] ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. Dostupné z WWW: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.

29. European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-09-31]. Updated rules for markets in financial instruments: MiFID 2. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm.
30. European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-12-04] Commission Delegated Directive (EU) of 7. 4. 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160407-delegated-directive_en.pdf.
31. European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-12-04] Commission Delegated Regulation (EU) of 25. 4. 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. Dostupné z WWW: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160425-delegated-regulation_en.pdf.
32. European Commission [online]. 2016. [cit. 2016-12-26] Commission extends the application date of the PRIIPs Regulation by one year. Dostupné z WWW: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3632_en.htm.
33. Euroskop.cz [online]. 2016. [cit. 2016-09-30]. Komitologie. Dostupné z WWW: <https://www.euroskop.cz/8899/sekce/komitologie/>.
34. HERRING, Richard J., Santomero, Anthony M. *What is optimal financial regulation?* The Wharton School. University of Pennsylvania [online]. 1999. [cit. 2016-09-21]. Dostupné z WWW: <https://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-34.html>.
35. HUSTÁK, Zdeněk a Klára KUBÁŇOVÁ. *Nová úprava poskytování informací při tvorbě a prodeji investičních produktů*. Epravo.cz [online]. 2014. [cit. 2016-12-26]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-poskytovani-informaci-pri-tvorbe-a-prodeji-investicnich-produktu-96263.html>.

36. KOHAJDA, Michael. *Dozor nad regulovanými subjekty finančního trhu* [online]. Praha, 2008, 179 s. Vedoucí práce Milan Bakeš.
37. LLEWELLYN, David T. *Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues*. Paper presented at a World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs. Washington DC, 6th and 7th June, 2006 [online]. 2006. [cit. 2016-09-21]. Dostupné z WWW: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/2057292-1162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>.
38. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2016. [cit. 2016-11-27] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2015. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2015/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-25123>.
39. Poradci-sobě.cz [online]. 2013. [cit. 2016-12-10] Jak radit a přitom neradit – poradenství vs. zprostředkování. Dostupné z WWW: <http://poradci-sobe.cz/investice/jak-radit-a-pritom-neradit-kockopes-poradenstvi-a-zprostredkovani/>.
40. TIRUMANDYAM, Praveen, KANCHAN Ashish. *Investor & Consumer Protection Regulations in Financial Services*. [online]. 2011. [cit. 2016-09-22]. Dostupné z WWW: https://www.fi.capgemini.com/resource-file-access/resource/pdf/Investor___Consumer_Protection_Regulations_in_Financial_Services.pdf.
41. TISON, Michel. *The civil law effects in a comparative law perspective*. Financial Law Institute. Ghent University [online]. 2010. [cit. 2016-09-29]. Dostupné z WWW: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1596782.

Právní předpisy:

1. Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) vom 9. 9. 1998 (BGBl I S. 2708).
2. Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz - KWG) vom 9. 9. 1998 (BGBl. I S. 2776).
3. Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente (Honoraranlageberatungsgesetz) vom 15. 7. 2013 (BGBl. I S. 2390).
4. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou.
5. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012.
6. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu.
7. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.
8. 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.
9. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.
10. 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.
11. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů

týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitářů, zásady odměňování a sankce.

12. Směrnice Komise 2006/73/ES, ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.
13. Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.
14. Smlouva o fungování Evropské unie.
15. Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.
16. Vyhláška č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.
17. Vyhláška č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele.
18. Vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.
19. Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů.
20. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.
21. Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách.
22. Zákon č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi.
23. Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.
24. Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.
25. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

Judikatura a další zdroje:

1. CAVROIS, Jean-Philippe. *Independent advice under MiFID II*. Příspěvek v rámci konference MiFID II: Latest Developments for Practice, pořádané Academy of European Law v Trevíru ve dnech 22. - 23. 10. 2105. Dosud nepublikováno.
2. KOTÁB, Petr. *Soukromoprávní a veřejnoprávní povaha hraničních oblastí finančního práva*. Příspěvek v rámci rokování finančněprávní části sekce Relativizace dualismu veřejného a soukromého práva konference Soukromé a veřejné v soudobém právu, konané ve dnech 5. až 7. 10. 2016 na půdě Právnické fakulty Univerzity Karlovy. Dosud nepublikováno.
3. Nález Ústavního soudu ze dne 6. 2. 2007, sp. zn. I. ÚS 531/05.
4. Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 10. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013, uveřejněný pod č. 91/2016 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, část občanskoprávní a obchodní.
5. Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 21.06.2016, čj. 4 As 29/2016 – 47.
6. Rozsudek Soudního dvora EU ze dne 19. července 2012, C-591/10, *Littlewoods Retail Ltd a další proti Her Majesty's Commissioners for Revenue and Customs*.
7. Rozsudek Soudního dvora EU ze dne 21. června 2007, C-453/05, *Volker Ludwig*.
8. Rozsudek Soudního dvora EU ze dne 23. dubna 2009 ve spojených věcech C-261/07 a C-299/07 *VTB-VAB NV (C-261/07) proti Total Belgium NV, a Galatea BVBA (C-299/07) proti Sanoma Magazines Belgium NV*.
9. Rozsudek Soudního dvora EU ze dne 30. března 2013, C-604/11, *Genil 48 SL a Comercial Hostalera de Grandes Vinos SL proti Bankinter SA a Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*.
10. Rozsudek Soudního dvora EU ze dne 5. července 2007, C-430/05, *Ntioni Anonymi Etaireia Emporias H/Y, Logismikou kai Paroxis Ypiresion Michanografisis a Ioannis Michail Pikoulas proti Epitropi Kefalaiaagoras*.

Shrnutí

Finančněprávní rámec poskytování investičních služeb

Předmětem předkládané disertační práce je primárně analýza právní regulace investičních služeb jako zprostředkovatelských činností, směřujících k zajištění interakce obou nejvýznamnějších skupin subjektů finančního trhu, investorů a emitentů, vykonávaných skupinou třetí, tedy množinou poskytovatelů investičních služeb, sekundárně vybraných pravidel jejich poskytování, souvisejících s ochranou investorů. Pozornost je věnována především dvěma z hlavních investičních služeb, konkrétně investiční službě přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a investiční poradenství týkající se investičních nástrojů.

Práce vychází z obecných myšlenkových východisek regulace poskytování investičních služeb jako činností na finančním trhu. V této souvislosti identifikuje základní důvody pro regulaci předmětné oblasti. Dále zařazuje problematiku v kontextu procesu europeizace práva finančního trhu, důraz je kladen na problémy, které s sebou europeizace může nést, vymezuje pojem investiční služba a identifikuje a analyzuje jeho základní pojmové znaky. Těžiště práce spočívá v analýze investičních služeb přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a investiční poradenství, kdy u obou těchto služeb vymezuje jejich pojmové znaky. Pozornost je zaměřena na jejich vzájemné odlišení, stejně jako na otázky jejich odlišení od jiných hlavních investičních služeb a neregulovaných aktivit nejen na finančním trhu. U investičního poradenství je nadto provedena bližší analýza a zhodnocení změn, které do předkládané oblasti vnese MiFID II. Pozornost je dále zaměřena na výklad pojmu odborná péče, na vybraná pravidla jednání se zákazníky a na otázky vztahu veřejného a soukromého práva v oblasti poskytování investičních

služeb. Práce se rovněž věnuje otázce soukromoprávních nástrojů náhrady škody způsobené v souvislosti s poskytováním investičních služeb, se zaměřením na institut povinnosti nahradit škodu způsobenou informací nebo radou dle občanského zákoníku.

Cílem práce je teoreticky vymezit, systematizovat a analyzovat problematiku právního rámce poskytování investičních služeb, a to především s důrazem na pojmové znaky jednotlivých investičních služeb a jejich vzájemné rozlišení. Dále, na základě provedené analýzy identifikovat oblasti, ve kterých dochází k zastření hranic mezi jednotlivými investičními službami a kde je třeba postupovat při posuzování charakteru investiční služby obzvláště obezřetně. Sekundárním cílem je upozornit na průniky veřejnoprávní a soukromoprávní roviny předkládaného tématu v oblasti nástrojů ochrany investora jako typického adresáta investičních služeb, tyto analyzovat a zformulovat návrhy, které jsou podle mého názoru způsobilé přispět k účinné ochraně neprofesionálních účastníků finančního trhu. Cílem obecnějším, který je v rámci práce naplňován průběžně, je pak identifikace, analýza a představení vlastní interpretace výkladově neostrých oblastí, které jsou v předkládané problematice poměrně časté. V této souvislosti předkládaná disertační práce hledá odpověď především na níže uvedené výzkumné otázky:

1. Která myšlenková východiska a jakým způsobem determinují současnou podobu regulace poskytování investičních služeb a jaký vliv na ni má unijní právo?
2. Jaké jsou pojmové znaky investičních služeb, jejich členění a vzájemná distinkce?

3. Které znaky vymezují investiční zprostředkování a investiční poradenství a které je vzájemně odlišují? Odpovídá v praxi obsah poskytovaných služeb jejich předpokládané podstatě?
4. Které nástroje stanoví právní řád na ochranu investora jako příjemce investičních služeb? Jsou tyto nástroje dostatečné? V případě, že nikoliv, která opatření je vhodné přijmout?

Summary

The legal framework of investment services provision

The subject of this thesis is primarily an analysis of legal regulation of investment services as intermediary activities, designed to ensure the interaction of the two most important groups of financial market participants, namely investors and issuers, performed by a third group, the investment services providers. Secondly, it is an analysis of selected rules of investment services provision, relating to the protection of investors. Attention is mainly paid to two of the investment services, namely reception and transmission of orders in relation to financial instruments and investment advice.

The thesis is based on general theoretical issues of regulation of the provision of investment services as activities carried out in the financial market. In this context, the thesis identifies the main reasons for the regulation of the subject area. The thesis further classifies the issue in the context of process of so called europeisation of financial market law, with emphasis on the problems that may arise in connection to this process, it defines the concept of investment service and identifies and analyses its conceptual characteristics. The thesis focuses on the analysis of investment services of reception and transmission of orders in relation to financial instruments and investment advice. In case of both above mentioned investment services, the conceptual characteristics are defined and analyzed. Attention is focused on their reciprocal differentiation, as well as on their differentiation from other investment services and unregulated activities not only in the financial market. In case of investment advice, a closer analysis and evaluation of changes that will be brought by into the present area by MiFID II is carried out. Attention is also focused on the

interpretation of the loyalty principle, on selected conduct of business rules, and on questions of the relationship between public and private law in the area of investment services provision. The thesis also addresses the issue of compensation for damages caused in connection with the provision of investment services, with a focus on the institute of liability for damages caused by information or advice under the Civil Code.

The aim of the thesis is to theoretically define, systematize and analyze the issue of legal framework for the provision of investment services, with emphasis on the conceptual characteristics of particular investment services and their reciprocal differentiation. Furthermore, the thesis aims, based on the performed analysis, to identify areas, where boundaries between different investment services are not clearly visible and where it is necessary to proceed especially carefully when assessing the nature of the investment service.

The secondary objective is to draw attention to interaction of public law and private law levels of the present topic in the area of investor protection. The measures aiming to protect investor as a typical addressee of investment services are analyzed and proposals which can, in author's opinion, contribute to the efficiency of protection of retail financial market participants, are formulated. A general aim of the thesis is then the identification, analysis and presentation of author's own interpretations of unclear areas, which are a relatively common issue in the present topic. In this context, the thesis seeks to answer the following research questions:

1. Which ideas determine the current form of regulation of the investment services provision and how, and what effect does the EU law have?

2. What are the conceptual characteristics of investment services, their structuring and mutual distinction?
3. Which characteristics define the investment intermediation and investment advice and which characteristics distinguish one from the other? Does the content of the investment services provided correspond in practice to their presumed substance?
4. Which instruments aiming to protect the investor as the addressee of investment services are provided by the legal order? Are these instruments sufficient? In case not, which measures is appropriate to take?

Anotace

Finančněprávní rámec poskytování investičních služeb

Tato disertační práce se zabývá problematikou právního rámce poskytování investičních služeb. Cílem práce je teoreticky vymezit a analyzovat problematiku vybraných investičních služeb a pravidel jejich poskytování. První dvě kapitoly práce jsou věnovány obecným teoretickým otázkám tématu, mimo jiné důvodům regulace poskytování investičních služeb a vlivu unijního práva na dané téma. Třetí kapitola se zabývá znaky a členěním investičních služeb. Čtvrtá kapitola charakterizuje hlavní investiční služby a analyzuje investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. Pátá kapitola je věnována investičnímu poradenství. Šestá kapitola analyzuje právní nástroje ochrany zákazníka jako adresáta investičních služeb. Závěrem je předložen návrh možných opatření, zvyšujících míru ochrany zákazníka. V rámci celé práce autor představuje vlastní interpretaci dosud otevřených otázek předkládaného tématu.

Abstract

The legal framework of investment services provision

This thesis deals with the issue of legal framework of investment services provision. The aim of the thesis is to theoretically define and analyse the issue of selected investment services and rules governing their provision. The first two chapters of the thesis are devoted to general theoretical issues related to the topic, among others to the reasons of regulation of investment services provision and impact of the EU law on the present topic. The third chapter deals with the characteristics and structuring of investment services. The chapter four characterises the investment services and activities and analyses the investment service reception and transmission of orders in relation to financial instruments. The chapter five is devoted to investment advice. The chapter six analyses the legal instruments of protection of the client as an investment services addressee. Finally, the draft of measures designed to increase the level of client protection is proposed. Within the whole thesis, the author presents his interpretation of the disputable questions of the present topic.

Klíčová slova

Investiční služby, investiční poradenství, přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, pravidla jednání se zákazníky, povinnost nahradit škodu.

Key words

Investment services, investment advice, reception and transmission of orders in relation to financial instruments, conduct of business rules, liability to damages.