

RECENZE A ANOTACE

HOBZA, Martin. Investiční služby v právní teorii a praxi

Praha: Leges, s.r.o., 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7.

Pavel Datinský*

Publikace vydaná nakladatelstvím Leges, s. r. o. v roce 2017 si za primární cíl klade analýzu právní regulace jednotlivých investičních služeb jako zprostředkovatelských činností, směřujících k zajištění interakce mezi investory a emitenty investičních nástrojů. Sekundárním cílem publikace je analyzovat právní regulaci vybraných pravidel poskytování investičních služeb souvisejících s ochranou investorů.

Autor recenzované publikace Martin Hobza je aktivním advokátem v oblasti regulace finančních služeb a fondového investování a též plodným autorem mnoha odborných publikací v této oblasti. Díky dlouholeté akademické i advokátní praxi autor v recenzované publikaci dokázal šikovně skloubit teoretická východiska zkoumané materie s praktickými příklady z praxe poskytování investičních služeb, což je pro chápání širších souvislostí zcela zásadní. Publikace tak může čtenáři sloužit též jako vynikající studijní materiál, který je psán pochopitelnou formou a doplněn, vzhledem k omezenému rozsahu publikace, velmi širokým spektrem citované literatury.

Primární pozornost publikace má být směřována ke dvěma hlavním investičním službám, se kterými se, dle autora, neprofesionální zákazník v pozici investora v praxi setkává nejčastěji, a sice (i) přijímání a předávání pokynů, týkajících se investičních nástrojů, někdy označováno autorem jako investiční zprostředkování a (ii) investiční poradenství, týkající se investičních nástrojů a vymezení základních rozlišovacích znaků těchto dvou služeb. Publikace se též má pokusit zhodnotit, zda je praxe poskytování těchto investičních služeb v souladu se zákonem, či nikoliv.

Právnických publikací zabývajících se poskytováním investičních služeb v České republice z pohledu finančního práva není příliš mnoho. Jednou z výjimek je např. dílo Zdeňka Hustáka a Aleše Smutného „*Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*“, vydané nakladatelstvím C. H. Beck v roce 2016. S tímto dílem recenzovaná publikace na několika místech

* Mgr. Pavel Datinský, doktorand, Katedra finančního práva a národního hospodářství, Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Brno / Ph.D. student, Department of Financial Law and Economics, Faculty of Law, Masaryk University, Brno, Czech Republic / E-mail: 378759@mail.muni.cz

efektivně pracuje a v některých pasážích, zejména v kapitole o odpovědnosti při poskytování investičních služeb a kapitole o investičním poradenství a investičním zprostředkování, jej dále detailněji rozpracovává a přidává více praktických příkladů.

Publikace je deduktivně uspořádána do šesti kapitol, od (i) obecných otázek a základních východisek, nezbytných pro pochopení souvislostí, jako vymezení finančního trhu, jeho základních funkcí a nutnosti jeho regulace, obecného vymezení investičních služeb a ideových východisek jejich regulace, přes (ii) obecný exkurz do harmonizace práva kapitálového trhu s právem evropské unie, dále k (iii) bližšímu vymezení investičních služeb a jejich pojmových znaků a členění. Dvě samostatné kapitoly jsou věnovány pro publikaci významným investičním službám, a sice (iv) přijímání a předávání pokynů a (v) investičnímu poradenství, kde se autor detailně zaměřuje na charakteristické znaky těchto služeb, na jejich distinkci a kritické hodnocení poskytování těchto dvou služeb v praxi, které ne vždy probíhá *de iure*. Závěrečná kapitola se věnuje (vi) veřejnoprávním i soukromoprávním nástrojům ochrany zákazníka jako adresáta investičních služeb.

Publikace byla tvořena za účinnosti zákona č. 256/2004 Sb., upravujícího zkoumanou materii ještě před implementací relevantních evropských směrnic a nařízení (zejména směrnice MIFID II¹ a nařízení MIFIR²), ke kterým došlo až ke dni 3. 1. 2018 nabytím účinnosti novelizačního zákona 204/2017 Sb., který v podstatné míře změnil dosavadní pravidla při poskytování investičních služeb. Publikace však s touto legislativní změnou kalkulovala a v relevantních částech, zejména v kapitole o poskytování investičního poradenství, komparovala stav současný a stav po implementaci, což nelze hodnotit jinak než pozitivně.

První kapitola je spíše obecným exkurzem a vymezením základních východisek. Autor se zabývá definicí finančního trhu, vycházejí z obecných ekonomických teorií a dále trefně vystihuje poměrně specifickou vlastnost finančního trhu, která spočívá v neschopnosti finančního trhu efektivního fungování bez existence poskytovatelů investičních služeb. Autor shrnuje, že strana nabídky finančních prostředků v podobě investorů a strana poptávky po nich, v podobě emitentů, by se na finančním trhu velice těžko setkala bez aktivní činnosti těchto prostředníků, kteří vyhledávají pro jednu ze stran ideální nabídku na straně druhé. Vzhledem ke složitosti operací na finančním trhu probíhajících a nástrojů tam obchodovaných působí tito prostředníci též jako odborní poradci jednotlivých stran, ať už vzhledem k poskytnutí finančních prostředků ideální protistraně nebo k jejich nabytí, výměnou za závazek případného zhodnocení těchto prostředků v budoucnu.

1 Směrnice evropského parlamentu a rady č. 2014/65/ES o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

2 Nařízení evropského parlamentu a rady č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012.

Úvodní kapitola dále vymezuje základní ideová východiska regulace finančního trhu a pro účely publikace rozlišuje regulaci trhu finančního jako obecný rámec a speciálně poté regulaci trhu kapitálového, která představuje regulaci právě transakcí s investičními nástroji a poskytování služeb s těmito transakcemi spojenými. V podkapitole ideových východisek regulace poskytování investičních služeb se poté autor mimo jiné pozastavuje nad výše zmíněnou nezbytností existence zprostředkovatelů na finančním trhu a uvádí jako nezbytnost důkladně regulovat právě jednání těchto zprostředkovatelů ve vztahu k investorům v podobě spotřebitelů, s čímž lze souhlasit, neb je tato oblast jedním z pilířů nové právní úpravy, obsažené ve směrnici MIFID II. Nad rámec právě uvedeného se však domnívám, že po událostech finanční krize po roce 2008 je nezbytné upřít pozornost k regulaci nikoliv pouze jednání zprostředkovatelů ve vztahu ke spotřebitelským investorům, ale též k investorům korporátním či institucionálním, což je ostatně naznačeno též v dost. 104 preambule směrnice MIFID II. V této kapitole autor zmiňuje na několika místech nezbytnost vysoké míry regulace samotného jednání zprostředkovatelů či jejich zaměstnanců či vázaných zástupců, přímo jednajících s investory, neboť právě kvalita výkonu jejich činnosti přímo ovlivňuje očekávání investorů od výkonnosti a dalších vlastností jejich investice a tím pádem i důvěru těchto investorů v konkrétní investiční nástroje, potažmo i v kapitálový trh jako celek. Tento závěr je dle mého názoru správný a publikace jej na několika dalších místech blíže rozvádí.

Druhá kapitola publikace pojednává o europeizaci práva kapitálového trhu a fakticky pro čtenáře, znalého předloženého tématu, neobsahuje nic převratného. Autor pojednává o nutnosti a důvodnosti maximální harmonizace práva kapitálového trhu, a to zejména z důvodů, uvedených v kapitole 1 a poukazuje na diskutovanou fakultativní výjimku, uvedenou ve čl. 3, odst. 1, písm. a) až c) MIFID II a její svérázné uplatnění českým zákonodárcem ve vztahu k investičnímu zprostředkovateli, kterého v poskytování investičních služeb omezil více, než sama směrnice předpokládá. Autor dále kriticky hodnotí možnou zaměnitelnost typických subjektů regulovaných unijními předpisy, když anglický výraz *investment company* je v českém jazyce představován pojmem obchodník s cennými papíry a naopak investiční společnost, jako obhospodařovatel investičního fondu, je v unijním předpisu označen jako *management company*, což má způsobovat interpretační problém a možné riziko záměny anglické *investment company* (obchodník s cennými papíry) s českou investiční společností (obhospodařovatel fondu). Domnívám se, že s ohledem na komplexnost a složitost předmětu regulace kapitálového trhu na unijní i národní úrovni taková záměna pojmů příliš pravděpodobná není, neboť interpretaci těchto předpisů v anglickém jazyce zpravidla provádí kvalifikovaní odborníci, kterým jsou dobře známy jak anglické významy použitých výrazů, tak jejich české alternativy. Unifikace českých výrazů s výrazy anglickými by byly proto zcela zbytečným odmítnutím dlouhodobě zažitých národních specifik kapitálového trhu, což by mohlo v důsledku

působit zmatečně i pro samotné investory, kteří by nemuseli na první pohled rozeznat, o jaký typ podnikatele se jedná, zda o obchodníka s cennými papíry či o správce fondu.

V souvislosti se stručným exkurzem do Lamfalussyho procesu unijní regulace kapitálového trhu, pokládá autor otázku, zda kapitálový trh není již přeregulován natolik, že zejména drobní podnikatelé na něm působící nejsou schopni efektivně dodržet všechny právní předpisy, které se na jejich činnosti vztahují a raději neupřednostní riziko možné sankce, nežli zajištění nákladného, ale dostatečně efektivního compliance. Na tuto otázku bohužel autor neodpovídá, nicméně pokud čtenář provede bližší analýzu rozhodovací činnosti České národní banky, dospěje k závěru, že u menších poskytovatelů investičních služeb v podobě investičních zprostředkovatelů se prozatím počet sankčních řízení a uložených sankcí výrazně nemění ani s přibývajícím nárůstem regulačních pravidel. Nejinak tomu je i v případě větších poskytovatelů investičních služeb v podobě obchodníků s cennými papíry, u kterých se počet uložených sankcí, z veřejně přístupných zdrojů, pohybuje v rozmezí 1–4 sankčních řízení a uložených sankcí ročně³.

Třetí kapitola je stručným představením investičních služeb a autor pro snazší orientaci tyto služby člení podle několika kritérií, z nichž je pro účely publikace nejdůležitější členění na služby s poradenským prvkem a bez něj. V této kapitole tak autor fakticky provádí stručnější nástin základních východisek, která následně detailněji analyzuje v kapitolách 5 a 6, jež se zabývají typickými investičními službami s poradenským prvkem (investiční poradenství) a bez tohoto prvku (přijímání a předávání pokynů). V části této kapitoly (3.1.2), kde autor uvádí nutnost vztahu investiční služby k investičnímu nástroji, autor demonstruje na zajímavém příkladu s prodejem licence k forexovým robotům, že vztah služby k investičnímu nástroji nemusí být vždy zřejmý či na první pohled jasný. Při posuzování tohoto vztahu je však důležité zmínit, že záleží na tom, jakou optikou je daná situace posuzována, neboť optikou dohledového orgánu je i v případě forexových robotů vztah k investičnímu nástroji nesporný, s čímž koresponduje i příléhavé rozhodnutí České národní banky⁴. Na druhou stranu, optikou poskytovatele takovéto licence, který nemá potřebné oprávnění k poskytování příslušné investiční služby, může být tento vztah k investičnímu nástroji pochopitelně zpochybnován.

Kapitola 4. se věnuje detailní analýze služby přijímání a předávání pokynů a její distinkci od tiskařské činnosti, kterážto je činností zcela finančně právně neregulovanou a její distinkci od služby umístění investičních nástrojů. Autor zde uvádí několik praktických důvodů, kdy jsou při poskytování investiční služby v praxi využíváni tiskaři, avšak publikace opomíjí uvést dle mého názoru nejprozaičtější důvod využití tiskaře v praxi,

3 Právomocná rozhodnutí ČNB v řízeních zahájených po datu 1. 1. 2009. *Česká národní banka* [online]. ČNB 2019 © [cit. 19. 8. 2019]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/> (Analyzováno ve sbírce rozhodnutí ČNB od roku 2012).

4 Rozhodnutí České národní banky ze dne 13. března 2014, č. j. 2014/2609/570, sp. zn. Sp/203/154/573.

a sice pro propojení osob tipaři blízkých či osobně známých a tipářem zastoupeného poskytovatele investiční služby, za účelem poskytnutí investiční služby.

V této souvislosti si dovoluji zmínit, že je u nás běžnou praxí, že někteří významní poskytovatelé investičních služeb fungují na tzv. multi level marketingovém základu, kdy jednotliví spolupracovníci takového poskytovatele z nejrůznějších důvodů nemají s poskytovatelem uzavřenou příslušnou smlouvu o výkonu činnosti vázaného zástupce, na základě které by mohli řádným způsobem předat pokyn zákazníka přímo emitentovi (prostřednictvím zastoupeného poskytovatele investiční služby). Z toho důvodu fungují v neregulovaném režimu tipaře a v tomto režimu umožní zákazníkovi uzavřít smlouvu o investiční službě, případně poskytovateli služby převzít zákazníkuv pokyn a předat jej protistraně a za toto zinkasovat odměnu. Fluktuace takovýchto tipařů v praxi je poměrně vysoká a zpravidla se omezuje právě na dobu, nežli tipař vytěží okruh svých známých, které je schopen přesvědčit k uzavření daných smluv či učinění pokynů. Právě v těchto případech existence bližší osobní vazby mezi tipářem a zákazníkem je poté velmi častým jevem, že tento tipař materiálně poskytuje zákazníkovi přinejmenším službu přijímání a předávání pokynů a často i přímo investičního poradenství, avšak zcela bez příslušného oprávnění, což mívá nevalný vliv na kvalitu poskytnuté služby.

Kapitola 5 provádí opět důkladnou analýzu investiční služby investičního poradenství a provádí názornou distinkci mezi touto službou a nejvíce příbuznými službami, a sice investičním zprostředkováním a individuálním portfolio managementem. Autor při rozlišování mezi poradenstvím a zprostředkováním opět trefně poukazuje, že v praxi často poskytovatelé poskytují investiční poradenství pod rouškou investičního zprostředkování, aniž by disponovali potřebným oprávněním k činnosti, čímž snižují standard ochrany neprofesionálních zákazníků, kdy k tomuto jevu dochází nejčastěji u zprostředkování, poskytovaného zákazníkům s nejnižší úrovní znalostí a zkušeností investičních služeb a nástrojů. S tímto závěrem lze souhlasit a je na škodu, že v této souvislosti autor neuvedl konkrétní nástroje ochrany neprofesionálního zákazníka, které mu právní úprava poskytuje a zejména konkrétní standardy jednání, které musí osoba, jednající s takovým zákazníkem, dodržovat, jaké informace zákazníkovi sdělovat a jaké od něj naopak vyžadovat, apod. Uvedení těchto informací by více objasnilo, proč je tak důležité rozlišovat mezi zmíněnými investičními službami a proč by neměly být při poskytování zákazníkům zaměňovány. V závěru se tato kapitola věnuje analýze nového druhu, resp. nového způsobu poskytování investičního poradenství, implementované směrnicí MIFID II, tedy nezávislým investičním poradenstvím, které je jako protipól standardního, nikoli nezávislého investičního poradenství nejen v ČR čím dále více poskytováno a představuje jakousi kvalitativní nadstavbu nad běžným investičním poradenstvím.

Závěrečná kapitola pojednává o nástrojích ochrany zákazníka jako adresáta investičních služeb a je rozdělena do dvou částí, kdy první z nich se věnuje nástrojům veřejnoprávním a druhá nástrojům soukromoprávním, kde autor zmiňuje několik potenciálně

potřebných právních institutů *de lege ferenda*, které by měly poskytnout investorům vyšší míru právní ochrany před nekvalitně poskytnutými investičními službami. Autorem předstřená otázka nedostatečné efektivnosti soukromoprávních nástrojů k ochraně investora je však dle mého názoru značně diskutabilní, zejména s ohledem na institut odpovědnosti poskytovatele investiční služby dle ust. § 2950 občanského zákoníku a zakotvení univerzální působnosti finančního arbitra pro řešení spotřebitelských sporů s poskytovateli investičních služeb, což ostatně autor sám v publikaci zmiňuje. Na stranu druhou je nutno kvitovat snahu o vyvolání diskuze k dalšímu prohlubování ochrany retailových investorů, která nepřímo vede ke zdravějšímu fungování kapitálového trhu jako celku.

Závěrem si dovoluji uvést, že publikaci považuji za zdařilou a trefně provazující teoretickou i praktickou rovinu problematiky poskytování investičních služeb.