

# Co čeká kapitálový trh v České republice

**K**apitálový trh v České republice byl dlouhou dobu spojován s nepříliš pozitivním vnímáním z doby kuponové privatizace vesměs způsobeným nekalým jednáním a celkovou nepřehledností tehdejšího trhu. To však již dávno neplatí. Od konce 90. let došlo k celé řadě zásadních změn jak v ekonomickém prostředí, tak v právním rámci pro fungování kapitálového trhu, začaly efektivně fungovat kontrolní mechanismy, podstatně se zvýšila transparentnost trhu a dostupnost informací o cenných papírech a o firmách, které je vydávají. Ovšem nebyl to jednoduchý, rychlý ani bezbolestný proces a vyšším nákladů a ztrát se zaobírají mnohé ekonomické studie.

Nicméně v současnosti již investování na kapitálovém trhu, alespoň ve formě nákupů fondů kolektivního investování, nepředstavuje pro širokou veřejnost nic neobvyklého a pro nové finanční zdroje si na kapitálový trh chodí rostoucí počet firem. To také jednoznačně ukazuje na standardnost situace na tuzemském kapitálovém trhu. Těž právní předpisy pro finanční trh jsou dnes vesměs srovnatelné s požadavky ve vyspělých zemích západní Evropy. Na druhé straně je však stále možné poukázat na některé nedostatky, které rozvoj kapitálového trhu přímo či nepřímo omezují. Vedle často zmiňovaných systémových otázek, jako jsou odkládání realizace penzijní reformy, absence jasné koncepce státu ve vztahu k finančnímu trhu a rozdílná míra regulace jednotlivých sektorů finančního trhu, se jedná o otázky relativně „technické“ charakteru, které

jsou však pro efektivní fungování vyspělého trhu enormně důležité. Jde například o zjednodušení pravidel pro akciové společnosti při vydávání nových akciových emisí, vytvoření efektivnější infrastruktury pro evidence cenných papírů a vypořádání obchodů s nimi,

**Zdeněk Husták**

finančního trhu, na straně druhé jsou zásadní změny těchto pravidel určovány přímo na evropské úrovni a následně je nutno tato pravidla převádět do českých zákonů a prováděcích vyhlášek. Aktuálně nejzásadnější změnu v právním rámci pro kapitálový trh přináší nová směrnice o trzích finančních nástrojů, často označovaná anglickou zkratkou MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). Tato směrnice významně mění pravidla jak pro obchodování s cennými papíry a finančními deriváty, pro tvorbu nových finančních produktů a pro poskytování investičního poradenství, tak i pro činnost burz a jiných tržních platform. Na tuto směrnici navazují ještě dvě tzv. „prováděcí opatření“, z nichž jedno má formu směrnice a druhé nařízení Evropské komise. Zatímco směrnice je nutno do národního právního řádu převést (transponovat) ve formě novelizace příslušných zákonů a vyhlášek, je nařízení přímo účinné.

V České republice je transpozice nového

evropského režimu prováděna především novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Z nejvýznamnějších změn, které tato novelizace přinese, lze uvést například rozšíření regulace na další segmenty finančního trhu. Nově budou podléhat dohledu poskytovatelé investičního poradenství, obchodníci

## O názor na aktuální situaci na českém kapitálovém trhu jsme požádali rovněž Jana Rataje, advokáta ze společnosti CMS Cameron McKenna v. o. s.

**Kam podle Vás dospěl vývoj kapitálového trhu v ČR? Co v něm funguje a co ne?**

*Velmi obecně řečeno, český kapitálový trh lze již v současné době hodnotit jako standardní kapitálový trh menšího členského státu Evropské unie. Zásadní problémy, dané historickými okolnostmi, charakterizující léta devadesátá, lze považovat za překonané. Z pozitivního ekonomického, resp. právního vývoje z období posledních cca 1–2 let je možno zejména vyzdvihnout, že se na pražské burze konečně podařilo rozšířit IPOs (initial public offerings, tj. prvotní emise akcí) jako alternativní formu získávání finančních prostředků (ve vztahu k bankovním úvěrům, v ČR tradičtím), a že došlo ke sjednocení dohledu nad finančními službami (tj. vedle kapitálového trhu zejména nad bankovním a pojišťovnictvím) v rukou České národní banky. Z přetrvávajících slabín nutno zmínit problémy ve funkčnosti a vymahatelnosti právní úpravy ve vztahu k ochraně uživatelů služeb kapitálového trhu v porovnání se státy s dlouhodobou a vyspělou tradiční právní regulací v této oblasti – nicméně proti době nedávné bylo i zde dosaženo značného pokroku. Z pohledu ekonomického pak je slabinou relativně nízká likvidita většiny trhů, značná závislost na cizích investorech a vývoji na cizích kapitálových trzích – tyto nedostatky jsou však z pohledu relativní síly české ekonomiky logické.*

vyšší flexibilitu pravidel pro zakládání různých typů fondů kolektivního investování nebo určení jasných podmínek pro fondy rizikového kapitálu. V souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie došlo na jedné straně k významnému posunu v kvalitě pravidel pro fungování

s komoditními deriváty, obchodníci s deriváty na měnu, komoditní burzy, které organizují obchodování s komoditními deriváty. Poskytování těchto služeb bude nově vyhrazeno pouze obchodníkům s cennými papíry s licenci České národní banky.

Stávajícím obchodníkům s cennými papíry vznikne celá řada nových povinností jak v oblasti pravidel obezřetného poskytování služeb, tak zejména při jednání se zákazníky. Obchodníci budou mít povinnost posílit vnitřní kontrolní systém, zavést pravidla pro řízení střetu zájmů. Rovněž budou nově upravena pravidla pro outsourcing klíčových činností obchodníka s cennými papíry. Ve vztahu k zákazníkům se významně rozšiřují informační povinnosti, upravuje se postup provádění pokynů za nejlepších podmínek či povinnost hodnocení požadované služby či investičního nástroje z hlediska její vhodnosti pro konkrétního zákazníka. Celkově bude také kladen větší důraz na odbornost

### **Připravuje se do budoucna na úrovni orgánů EU další legislativa typu MiFID apod.?**

*MiFID a několik dalších směrnic upravující další dílčí aspekty kapitálového trhu (např. směrnice o prospektu nebo tzv. „Transparency Directive“) představují v souhrnu velmi komplexní úpravu kapitálového trhu; v nejbližší době tak v této oblasti zřejmě nelze očekávat přijetí nových rozsáhlých úprav. V horizontu let však je možné očekávat novelizace těchto úprav, pokud v rámci standardního hodnocení funkčnosti existující právní úpravy orgány Evropské unie dospějí k závěru, že je taková změna vhodná. V širěji vymezené oblasti finančních služeb představují jednotlivé okruhy, v nichž může být v budoucnu přijata nová úprava nebo novelizace stávající právní úpravy, tzv. Bílá kniha „Politika finančních služeb 2005–2010“ a jednotlivé výroční pracovní zprávy k ní. Zde lze zmínit např. (zatím ve velmi obecné poloze) zvažované změny v oblasti regulace kolektivního investování, přeshraniční platby, regulaci hypotečního a spotřebitelského úvěru.*

pracovníků, kteří se podílejí na poskytování investičních služeb, řízení rizik, vnitřním auditu a compliance než

doposud. Do budoucna se předpokládá také zavedení systému „akreditací“ odborných zkoušek ze strany České národní banky. Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu přináší dále úpravu podmínek pro činnost různých distribučních sítí – detailně budou upraveny podmínky pro investiční zprostředkovatele a pro obchodníky s cennými papíry, kteří budou využívat pro nabízení svých služeb veřejnosti sítě tzv. „vázaných zástupců“. Novela přináší rozšíření předmětu činnosti investičních zprostředkovatelů, kteří budou moci poskytovat také investiční poradenství. Pravidla pro činnost investičních zprostředkovatelů se obecně zpřísňují. Např. se uplatní stejné požadavky na odbornost jako u obchodníků s cennými papíry, investičním zprostředkovatelům se ukládá povinnost řídit střety zájmů, zpřísňují se podmínky pro vedoucí osoby investičního zprostředkovatele a zavádí se pravidelná informační povinnost vůči České národní bance.