

**ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI**

**FAKULTA PRÁVNICKÁ**

Katedra finančního práva a národního hospodářství

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**Právní a ekonomické aspekty  
v obchodování investičních nástrojů**

Zpracoval:

Ing. Tomáš Černohorský

Vedoucí diplomové práce:

PhDr. Mgr. Pavel Seknička, Ph.D.

Plzeň, 2022

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

Fakulta právnická

Akademický rok: 2021/2022

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Ing. Tomáš ČERNOHORSKÝ**  
Osobní číslo: **R18M0046P**  
Studijní program: **M6805 Právo a právní věda**  
Studijní obor: **Právo**  
Téma práce: **Právní a ekonomické aspekty v obchodování investičních nástrojů**  
Zadávací katedra: **Katedra finančního práva a národního hospodářství**

## Zásady pro vypracování

1. Úvod
2. Obecně o obchodování investičních nástrojů
3. Právní úprava investičních nástrojů
4. Ekonomické aspekty obchodování investičních nástrojů
5. Rozvoj a inovace v obchodování
6. Legislativní problémy moderního obchodování
7. Závěr

Rozsah diplomové práce:

Rozsah grafických prací:

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**

Seznam doporučené literatury:

ŠOVAR, Jan - KRÁLÍK, Aleš - BERAN, Jiří – DOLEŽALOVÁ, Daniela a kolektiv. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech : komentář. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6

JÁNOŠÍKOVÁ, P.; MRKÝVKA, P. a kol. Finanční a daňové právo. 2. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2016. 492 s. ISBN 978-80-7380-639-2

REJNUŠ, Oldřich Finanční trhy 4. aktualizované a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2020, ISBN 978-80-247-36714-6

MUSÍLEK, Petr Trhy cenných papírů 2. akt. a rozš. vyd. Praha: Ekopress s.r.o. 2011, ISBN978-80-96929-70-5

PAVLÁT, Vladislav a KUBÍČEK, Antonín Regulace a dohled nad finančními trhy 2. přepracované vydání Praha: 2010, ISBN 978-80-7408-036-4

Vedoucí diplomové práce:

**PhDr. Mgr. Pavel Seknička, Ph.D.**

Katedra finančního práva a národního hospodářství

Datum zadání diplomové práce: **29. června 2021**

Termín odevzdání diplomové práce: **31. března 2022**



**JUDr. et PhDr. Stanislav Balík, Ph.D.**  
děkan



**JUDr. Petra Hrubá Smržová, Ph.D.**  
vedoucí katedry

## **Prohlášení**

*„Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně, a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem svou práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.“*

Plzeň, březen 2022

---

Ing. Tomáš Černohorský

## **Poděkování**

Tímto chci poděkovat PhDr. Mgr. Pavlu Sekníčkovi, Ph.D., za cenné a podnětné rady a připomínky. Dále také za jeho ochotu a podporu při konzultacích při zpracovávání mé diplomové práce.

Současně chci poděkovat také doc. Ing. Antonínu Kubíčkoví, CSc., který mi poskytl mnoho cenných rad a informací při mém předchozím vysokoškolském studiu a byl mi velkou oporou při mém dalším profesním směřování. Pan docent nás předčasně opustil ve středu 31. srpna 2016 nás ve věku 78 let. Dále chci poděkovat také své rodině a blízkým, kteří se mnou po dobu celého mého studia neztráceli trpělivost a víru.

# OBSAH

ÚVOD .....	1
<b>1 OBCHODOVÁNÍ INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ OBECNĚ.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Vymezení základních pojmů.....</b>	<b>3</b>
1.1.1 Finanční trh jako základní pojem .....	3
1.1.2 Investiční nástroje.....	4
1.1.3 Regulace a dohled .....	5
<b>1.2 Historie finančního trhu, geneze peněz a investic.....</b>	<b>5</b>
<b>1.3 Finanční trh.....</b>	<b>7</b>
1.3.1 Členění finančního trhu .....	8
<b>1.4 Struktura trhu cenných papírů .....</b>	<b>12</b>
1.4.1 Behaviorální finance.....	13
1.4.2 Primární a sekundární trhy .....	15
<b>1.5 Veřejné a neveřejné trhy.....</b>	<b>16</b>
<b>1.6 Teorie efektivního trhu.....</b>	<b>17</b>
1.6.1 Efektivnost fungování finančních trhů .....	19
<b>1.7 Podstata investic a jejich členění.....</b>	<b>20</b>
1.7.1 Základní druhy investičních instrumentů .....	21
<b>2 PRÁVNÍ PRAVA INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ .....</b>	<b>24</b>
<b>2.1 Charakteristika státního dohledu .....</b>	<b>24</b>
<b>2.2 Dohled v oblasti kapitálového trhu .....</b>	<b>25</b>
<b>2.3 Přehled právní úpravy v oblasti investic a finančních trhů na úrovni EU .....</b>	<b>28</b>
2.3.1 BASEL I.....	28
2.3.2 BASEL II.....	31
2.3.3 BASEL III a IV .....	32
2.3.4 MiFID .....	33
2.3.5 MiFID II .....	34
<b>2.4 Přehled právní úpravy v oblasti investic a finančních trhů .....</b>	<b>34</b>
<b>na úrovni ČR.....</b>	<b>34</b>
2.4.1 Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu o změně a doplnění dalších zákonů.....	34
2.4.2 Zákon o podnikání na kapitálovém trhu.....	35

<b>2.5</b>	<b>Další nadnárodní prameny .....</b>	<b>37</b>
2.5.1	Právo EU: Larosiérova zpráva .....	37
2.5.2	Akční plán vypracovaný skupinou G-20.....	40
2.5.3	Stiglitzova zpráva .....	40
<b>3</b>	<b>EKONOMICKÉ ASPEKTY OBCHODOVÁNÍ INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ.....</b>	<b>42</b>
<b>3.1</b>	<b>Vybrané investiční nástroje .....</b>	<b>42</b>
3.1.1	Provádění pokynů týkající se investičních nástrojů na účet zákazníka 42	
3.1.2	Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.....	43
3.1.3	Obhospodařování majetku klienta, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání .....	44
3.1.4	Provozování mnohostranného obchodního systému a organizovaného systému .....	44
<b>3.2</b>	<b>Základní přístupy k analýze cenných papírů.....</b>	<b>45</b>
3.2.1	Fundamentální analýza.....	45
3.2.2	Technická analýza .....	46
3.2.3	Technická analýza .....	46
<b>3.3</b>	<b>Shrnutí kapitoly .....</b>	<b>47</b>
<b>4</b>	<b>ROZVOJ A INOVACE V OBCHODOVÁNÍ.....</b>	<b>48</b>
<b>4.1</b>	<b>Kvalitní digitalizace .....</b>	<b>48</b>
<b>4.2</b>	<b>Normy řady ISO 27 000 .....</b>	<b>51</b>
<b>5</b>	<b>LEGISLATIVNÍ PROBLÉMY MODERNÍHO OBCHODOVÁNÍ.....</b>	<b>53</b>
<b>5.1</b>	<b>Rozdělení FinTech .....</b>	<b>54</b>
<b>5.2</b>	<b>Regtech.....</b>	<b>55</b>
5.2.1	Přínosy a druhy regtechů .....	55
<b>5.3</b>	<b>Vývoj regulace a aktivity.....</b>	<b>56</b>
	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>58</b>
	<b>RESUMÉ.....</b>	<b>60</b>
	<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>61</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ.....</b>	<b>62</b>
	<b>SEZNAM ZDROJŮ .....</b>	<b>63</b>

## SEZNAM ZKRATEK A VYSVĚTLIVEK

- AAA** Nejvyšší možný rating, který může dluhopisovým emitentům přidělit kterákoli z hlavních ratingových agentur. Dluhopisy s ratingem AAA mají vysoký stupeň bonity, protože jejich emitenti jsou snadno schopni dostát finančním závazkům a mají nejnižší riziko nesplácení. Ratingové agentury Standard & Poor's (S&P) a Fitch Ratings používají písmena „AAA“ k označení dluhopisů s nejvyšší úvěrovou kvalitou.
- AI** Artificial intelligence je schopnost strojů napodobovat lidské schopnosti, jako je uvažování, učení se, plánování nebo kreativita. Umělá inteligence umožňuje technickým systémům reagovat na vnějšky z jejich prostředí, řešit problémy a dosahovat určitých cílů. Zabudovaný počítač přijímá data, která byla již připravena, nebo jsou sbírána pomocí vlastních sensorů a kamer. Ty následně vyhodnotí a reaguje na ně.
- AMC** AMC Entertainment Holdings Inc., působí jako holdingová společnost. Společnost prostřednictvím svých dceřiných společností zajišťuje divadelní výstavy, promítání filmů, distribuci jídla, online rezervaci vstupenek a další související služby. AMC Entertainment nabízí kina po celém světě.
- Blockchain** Jedná se o v informatice speciální druh distribuované decentralizované databáze uchovávající neustále se rozšiřující počet záznamů, které jsou chráněny proti neoprávněnému zásahu jak z vnější strany, tak i ze strany samotných uzlů peer-to-peer sítě. Nejčastější aplikací technologie blockchainu je použití jako účetní kniha kryptoměn (např. bitcoinu), jež uchovává transakce provedené uživateli.



	Kombinace s kryptografií umožňuje zajistit anonymitu operací a zabránit neoprávněným transakcím.
BASEL I	Soubor mezinárodních bankovních předpisů stanovených Basilejským výborem pro bankovní dohled.
BASEL II	Druhá z Basilejských dohod, které představují doporučení pro bankovní právo a regulaci Basilejského výboru pro bankovní dohled.
BIS	Bank for International Settlements
CEBS	The Committee of European Banking Supervisors, v překladu Výbor evropských orgánů bankovního dohledu, byl nezávislým orgánem pověřeným poradenstvím a koordinací bankovní regulace a dohledu v Evropské unii.
CEIOPS	The Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, v překladu Evropský výbor orgánů dozoru nad pojišťovnictvím a zaměstnaneckým penzijním pojištěním
CESR	Committee of European Securities Regulators byl Výbor pro evropskou regulaci cenných papírů, který byl ustanoven Evropskou Komisí 6. června 2001. Od 1. ledna 2011, byl CESR nahrazen Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy – European Securities and Markets Authority – ESMA.
CP	cenné papíry
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie

FSF	Financial Stability Forum, v překladu Fórum pro finanční stabilitu.
ESRC	European Systemic Risk Council, v překladu Evropská rada pro systémové riziko.
FOREX	Zkratka pro Foreign Exchange. FOREX je ale též známý pod názvy Forex Trading, Currency Trading, Foreign Exchange Market nebo zkráceně FX. Je to mezinárodní obchodní systém pro směnu základních a vedlejších měnových párů, tedy devizový trh, jehož střední kurzy se považují za oficiální světové kurzy.
GME	GameStop Corporation
HDP	hrubý domácí produkt
IMF	International Monetary Fund, v překladu Mezinárodní měnový fond.
IRB přístup	nástroj pro měření úvěrového rizika
IT	Informační technologie, zkráceně IT, je odvětví techniky, které se zabývá tvorbou, zaváděním a zdokonalováním procesů a metod sběru (shromažďování), kontroly, zpracování, uchování, vyhledávání, řízení, výměny, zobrazování, zpřístupňování a využívání dat a informací, zahrnující automatizaci těchto procesů. Pojem informační technologie se více zaměřuje na klasické rozdělení hardware, software, sítě, metodiky, zatímco příbuzný pojem informatika akcentuje práci s daty a informacemi.
ISO norma	mezinárodní normy (International Organization for Standardization)

LPS / LZPS	usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součástí ústavního pořádku České republiky, ve znění pozdějších předpisů
MiFID	The Markets in Financial Instruments Directive, v překladu Směrnice o trzích finančních instrumentů.
MiFID II	Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU; do zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, transponováno zákonem č. 204/2017 Sb.
MiFIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
MOS	mnohostranný obchodní systém
ML	Machine Learning, neboli trojové učení je podoblastí umělé inteligence, zabývající se algoritmy a technikami, které umožňují počítačovému systému „učit se“. Učením v daném kontextu rozumíme takovou změnu vnitřního stavu systému, která zefektivní schopnost přizpůsobení se změnám okolního prostředí.
NLP	Natural Language Processing, neboli očitákové zpracování přirozeného jazyka je soubor technik na pomezí počítačové lingvistiky, informatiky umělé inteligence, popř. též akustiky a dalších. Věnuje se analýze či generování textů nebo mluveného slova, které vyžadují určitou (ne absolutní) míru porozumění přirozenému jazyku strojem.
OCP	obchodník s cennými papíry
OS	obchodní systém
OSN	Organizace spojených národů

PPP projekt	Public-Private Partnership – poskytování veřejných služeb prostřednictvím spolupráce veřejného a soukromého sektoru
start-up	Podnikatelský subjekt, typicky popsáný jako nově založená či začínající společnost, která se na základě inovativní podnikatelské koncepce za použití vyspělých technologií rychle vyvíjí a má velký potenciál hospodářského růstu.
zákon o dluhopisech	zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
ZDOKT	zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů
ZISIF	zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

# ÚVOD

Téma této diplomové práce je Právní a ekonomické aspekty v obchodování investic, jelikož je mi tato oblast velmi blízká a jsem profesionálním správcem tohoto portfolia. Dalším důvodem pro zpracování tohoto tématu je, že jsem se v rámci předchozího vysokoškolského studia věnoval oboru financí a finančním službám, jehož hlavním náplní byla regulace a dohled nad finančním sektorem.

Dynamický rozvoj finančního trhu s nástupem moderních informačních technologií doznal v uplynulých letech změn nejen na území členských států Evropské unie, ale i globálně, a to zejména za přispění modernizace trhu ve Spojených státech amerických. V současné době můžeme na trhu vidět nepřeborné množství fintechových „start-upů“, které přispěly k demokratizaci kapitálového trhu a jeho zpřístupnění širokým vrstvám obyvatel po celém světě. Obchodování na finančních trzích již dávno není doménou bohatší vrstvy obyvatel, ale díky demokratizaci a zlepšení přístupu k investičním nástrojům se každý člověk může stát aktivním správcem svého vlastního investičního portfolia.

Nejcitelnější vliv na oblast kapitálového trhu a překotného rozvoje informačních technologií má finančně právní rámec, který je v této oblasti v současné době bohužel nedostatečný. Zjistilo se totiž, že „hedgeové fondy“, které dlouhá léta opanovaly finanční trhy a které byly schopny zničit jakkoliv finančně zdravou společnost pomocí nedostatečně právně ošetřených metod, například „naked short sellingu“ a dalších, kterým se budu věnovat v této práci, konečně našly zdatného soupeře ve formě sdružených retailových obchodníků. Toto krásně demonstruje událost, která se udála na loňském „short squeeze“, tedy že společnosti GME a AMC stály společnost Melvin Capital Management LP desítky miliard.

V této práci jsem se rozhodl zejména přiblížit problematiku finančních trhů, jejich vývoje, nutnosti další právní úpravy, a to ve své podstatě i v trestně právní rovině, a jejich demokratizaci, ideálně i harmonizaci s globálním světem. Za velmi velký význam pokládám také skutečnost, že jsem ve své práci také demonstroval význam volného přístupu na finanční trhy pro průměrného občana.

Mezi hlavní cíle mé diplomové práce patří zodpovězení těchto otázek:

- a) Je současná právní úprava dostatečná?
- b) Lze tuto problematiku spojenou s globalizací řešit izolovaně v právním řádě jednoho státu?
- c) Jsou ostatní státy pro unifikaci právní úpravy spojené s rostoucí globalizací finančního trhu?

Zodpovězení výše uvedených otázek je klíčové pro směřování budoucí právní úpravy investičních instrumentů. Pro jejich zodpovězení nejprve ve své diplomové práci uvedu a rozeberu strukturu finančního trhu a jeho terminologii, krátce představím dualistický pohled na tuto problematiku, a to jak z hlediska právního, tak i z hlediska ekonomického.

V další kapitole rozeberu jednotlivé právní úpravy na úrovni evropského práva, české právní úpravy a předpoklady jejího budoucího směřování. Následující kapitola se bude věnovat podrobněji jednotlivým investičním nástrojům a v krátkosti i různým analytickým přístupům při jejich oceňování a identifikaci. V další kapitole v krátkosti přiblížím inovace při obchodování na kapitálovém trhu a nejdůležitější normy ISO spojené s ochranou důvěrných dat. V poslední kapitole rozebereme legislativní problémy spojené s moderním obchodováním a jejich možný budoucí vývoj, kdy v této oblasti právní úprava často nestíhá udržet tempo s překotným rozvojem informačních technologií a díky tomu se zvyšující demokratizaci na trhu finančních instrumentů. S ohledem na množství právních úprav po celém světě a šíři celé této problematiky, zároveň však při zachování rozumného rozsahu této práce, neočekávejte kompletní seznam všech instrumentů a problematik s tím spojené, ale spíše nahlédnutí a pomoc při orientaci v dané problematice zejména pro oběžného občana. To je vlastně i hlavním přínosem této diplomové práce pro praxi.

Na závěr shrnu skutečnosti, které jsem během zpracování mé diplomové práce prostřednictvím uvedených bodů zjistil, a to včetně zodpovězení výše uvedených otázek.

# 1 OBCHODOVÁNÍ INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ OBECNĚ

## 1.1 Vymezení základních pojmů

Pojmy finanční trh a kapitálový trh nenalezneme explicitně definované v právní úpravě. Nemají tedy svou legální definici, nicméně některé právní předpisy s těmito pojmy pracují. Pro vysvětlení těchto pojmů budeme pracovat s definicemi vytvořenými v rámci ekonomicko-právní teorie.

### 1.1.1 Finanční trh jako základní pojem

Finanční trh je základním finančně-právním institutem, který představuje systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředění, rozdělování a rozmisťování dočasně volných finančních prostředků na základě nabídky a poptávky. Alternativně lze definovat jako trh na němž dochází k redistribuci volných peněžních zdrojů na smluvním principu, a to od nabízejících subjektů k poptávajícím subjektům. Jednotlivé funkce finančního trhu jsou soustředování (akumulace, agregace) dočasně volných peněžních zdrojů, rozmisťování (alokace) peněžních prostředků tam, kde je jejich využití nejefektivnější zapojování (mobilizace) volných zdrojů do ekonomického procesu.

Finanční trh je charakteristický 2 základními druhy subjektů, a sice přebytkové a deficitní subjekty. Přebytkové subjekty pocítují relativní přebytek peněžních prostředků a jsou ochotni je dočasně poskytnout jiným. Deficitní subjekty pocítují relativní nedostatek peněžních prostředků, potřebují si je opatřit a jsou ochotni za to zaplatit cenu. Pro věřitele by investice měla splňovat tři základní předpoklady:

- a) co nejvyšší výnosnost,
- b) co nejvyšší likvidita a co nejmenší riziko,
- c) kdežto z hlediska dlužníka jde o pouze o dvě důležitá kritéria, a to: (i) co nejmenší náklady na kapitál a zároveň (ii) co nejdelší dobu návratnosti.

Finanční trh je pak místo, kde se tyto protichůdné požadavky setkávají.

Finanční trh můžeme dělit ze čtyř základních hledisek dle doby splatnosti aktiv, věcného hlediska, finanční aktivity a prostoru.

1) Dle doby splatnosti se dělí na dvě kategorie:

- a) **Peněžní trh** – charakteristickým rysem peněžního trhu je doba splatnosti finančních aktiv do jednoho roku, klíčovým znakem je značná likvidita. Tento trh se dělí na trh krátkodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů;
- b) **Kapitálový trh** – vyznačuje se dobou splatnosti delší než jeden rok, lze jej rozdělit na trh střednědobých a dlouhodobých úvěrů a na trh investičních cenných papírů.

2) Dle věcného hlediska ho dělíme do čtyř kategorií:

- a) **Peněžní trh** je trh peněz a úvěrů, bez ohledu na dobu splatnosti;
- b) **Kapitálový trh** je trh investičních nástrojů, zejména investičních cenných papírů;
- c) **Devizový trh** je trh cizích měn – FOREX,
- d) a v neposlední řadě **Komoditní trh** – původně se pod pojem „komoditní trh“ zařazovaly pouze měnové kovy, později přibyly i další komodity a komoditní deriváty, opce apod., které jsou obchodované na komoditních burzách a mají finanční vypořádání, jsou to také obchody s komoditními CP, konkrétně skladištní listy, které mají peněžní vypořádání.

### 1.1.2 Investiční nástroje

Investiční nástroje klasifikuje § 3 ZPKT na investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu, finanční a komoditní deriváty, nástroje umožňující přenos úvěrového rizika, finanční rozdílové smlouvy a povolenky na emise skleníkových plynů. Investiční cenné papíry jsou následně definovány v druhém odstavci uvedeného paragrafu ZPKT jako cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu. Patří mezi ně například akcie a dluhopisy. Cenné papíry kolektivního investování jsou cenné papíry představující podíl na investičních fondech nebo na zahraničních investičních fondech.



### 1.1.3 Regulace a dohled

Regulace a dohled představují úzce propojené a vzájemné související činnosti, které však mohou provádět různé instituce s odlišnými nástroji, ale obecně i přesto platí, že regulace i dohled musí být vždy propojeny a uplatňovány společně, a proto je jsou obecně označovány jako systémy regulace a dohledu.

**Regulace** stanovuje soubory závazných pravidel a norem. V širším pojetí lze regulaci finančního systému chápat jako veškeré činnosti podnikání ve všech dílčích oblastech fungování finančního systému. V užším pojetí regulace ji lze chápat jako regulaci prováděnou prostřednictvím vydání zákonných norem, vyhlášek a jiných právních předpisů, na kterých jsou postaveny a udělovány jednotlivým finančním institucím licence a povolení.<sup>1</sup>

**Dohled** neboli dozor lze obecně chápat jako kontrolu předem stanovených závazných pravidel, případně vynucování jejich plnění, který vykonává vláda prostřednictvím Ministerstva financí ČR, anebo jiné dohledové instituce, zpravidla v podobě ústředního úřadu. Konkrétní instituci stanoví vždy konkrétní právní předpis.

## 1.2 Historie finančního trhu, geneze peněz a investic

Z moderní ekonomie je zřejmé, že celá existence finančního trhu je bezesporu podmíněna vznikem prvních peněz, které jsou nutným předpokladem pro fungování všech existujících druhů trhu. Důvodem tohoto nutného předpokladu je jak finanční systému zabezpečení, tak i dalších funkcí nabytých v průběhu vývoje. Právě proto je historii věnována tato podkapitola.

Peníze jsou bezesporu z ekonomického hlediska považovány za největší objev lidstva vůbec. Zavedení peněz nahradilo naturální směnu a vyřešilo problémy s nimi spojenými, protože směna peněžní nevyžaduje oboustrannou shodu a je pouze prostředkem se stejnou hodnotou. To o směném obchodu až na výjimky neplatilo. Z počátku byla funkce peněz založena na výrobě z drahých kovů, jako je zlato a stříbro, které mezi lidmi obíhaly fyzicky.

---

<sup>1</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*. Praha, Grada Publishing, a. s., 2014, s. 699.

Později se však ukázalo, že podstatou peněz není to, z čeho jsou vyrobeny, ale že je za drahé kovy mohou lidé kdykoli vyměnit, což se prokázalo zavedením papírových bankovek. Tím okamžikem se staly peníze důvěryhodným platidlem s důvěrou lidí ve státní moc. Další etapou vývoje finančního systému je zavádění šeků a posléze i platebních karet. To už lidem umožňovalo disponovat s penězi na bankovních účtech. A právě v tomto okamžiku vznikly první finanční instrumenty, které umožňovaly lidem platit bezhotovostně a provádět mezibankovní převody.<sup>2</sup>

První investiční teorie byly zaznamenány koncem předminulého století, konkrétně v roce 1899, ale systematický rozvoj je spojován až s obdobím akciových trhů ve 20. letech minulého století. V tomto období, konkrétně pak v roce 1926, Edgar Lawrence vynalezl metodu ohodnocování beroucí v úvahu finanční růst.

Za počátek investiční teorie se považuje rok 1952, kdy bylo vytvořeno první investiční portfolio Harrym Markowitzem. Ten jej vytvořil ve svém článku „Portfolio selection“. Jeho zdárnou teorii rozvinul jeho oddaný student William Sharpe v roce 1963, který tuto „Portfolio selection“ rozšířil o další o teorii, ale zejména pak o praxi. V současné době se Sharpův model používá hlavně k alokaci peněžních prostředků do akcií.

Konec 50. a začátek 60. let minulého století je obdobím rozvoje investiční teorie v oblasti podnikových financí, kdy Merton Miller a Franco Modigliani poukázali na vliv kapitálové struktury společnosti a dividendové politiky na hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

Richard Roll však v druhé polovině 70. let minulého století vyslovil pochybnosti o modelu oceňování kapitálů z důvodu nemožnosti empirického testování, což je předmětem odborných diskuzí do dnešních dnů. V tomto časovém úseku je Stevem Rossem vytvořena koncepce oceňování aktivit. V krátkém přehledu je patřičné i zmínit teorii zastoupení Jensena a Meclinga z roku 1976 vysvětlující vliv konfliktu zájmu v korporaci na tržní hodnotu.

---

<sup>2</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*, op. cit., s. 38 – 39.

V 90. letech minulého století byl představen závěr vztahu mezi ochranou investorů a rozvojem trhu cenných papírů, kdy nejučinnější je ten právní systém, v němž pouze dostatečně vyvinutá práva jednotlivce nebo i korporátní společnosti mohou být předpokladem dobrého vývoje trhu cenných papírů. Joseph Stiglitz, co by výrazný kritik zaměřující se na oblast transformace centrálně plánovaných ekonomik na ekonomiky tržní, corporate governance a efektivní ochranu investorů, rovněž významně přispěl do tohoto myšlenkového proudu.

V 90. letech minulého století rovněž vznikají behaviorální finance. Z výše uvedeného historického výtahu je patrné, že investiční teorie přispěla k rozvoji moderní ekonomické vědy, čehož je i důkazem udělení 6 cen Švédské národní banky<sup>3</sup> za rozvoj ekonomické vědy na památku Alfreda Nobela, kterou v roce 1981 získal James Tobin za analýzu finančních trhů, v roce 1985 Franco Modigliani za výzkum motivů pro úspor a fungování finančních trhů, v roce 1997 Myron S. Scholes a Robert C. Merton za přínos stanovení hodnoty opční prémie, v roce 2001 George A. Akerlof, A. Michel Spence a Joseph, E. Stiglitz za analýzu trhu při existenci asymetrických informací a v poslední řadě v roce 2002 Daniel Kahneman a Vernon L. Smith za integraci psychologie do ekonomie.<sup>4</sup>

### 1.3 Finanční trh

Obecně vzato se často stává, že se občas ekonomické subjekty dostanou do situace, kdy se vyskytne přebytek nebo naopak nedostatek finančních prostředků, což jim brání v samotné realizaci projektu. Například při uvedení nového produktu na trh dochází často k injekci začínajícím podnikům.<sup>5</sup> Tato injekce může mít mnoho podob – jak kapitálovou, tak znalostní či právní, která se využívá například při vstupu na nový trh v odvětví, které mají vysoké bariéry pro vstup nového subjektu. Pak je žádané propojit tyto dva subjekty a umožnit tak zavedení produktu do praxe, díky čemuž dochází k diverzifikaci na trhu, většímu konkurenčnímu prostředí a postupnému snižování nákladů.

---

<sup>3</sup> Originální název je „Sveriges Riksbank“. Je nejstarší centrální bankou světa a zároveň první měnovou autoritou, která v roce 2009 zavedla negativní úroky na vklady komerčních bank.

<sup>4</sup> MUSÍLEK, P.: *Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání*. Praha, EKOPRESS, s. r. o., 2011, s. 249 – 252.

<sup>5</sup> Dále pro potřeby této práce jen „start-up“.

Tuto pomoc mohou potřebovat nejenom jednotlivci, jako jsme uvedli příklad výše, ale i větší společnosti, a to například na modernizaci výroby nebo uvedení nových produktů na trh. Ale i vláda může potřebovat finanční podporu, a to například na výstavbu kritické infrastruktury či na nápravu škod po přírodní katastrofě. V současné době si můžeme zmínit modelový projekt výstavby komunikace D4 formou PPP projektu.

Peněžní prostředky jsou tedy potřeba pro všechny druhy ekonomických subjektů, od rodin, přes společnosti až po vládu. Samotným posláním trhů je přemísťovat finance od přebytkových subjektů k deficitním, a protože nemůže fungovat samostatně, ale pouze v rámci finančního systému, je nedílnou součástí ekonomiky, proto je možno finanční teorii nazývat též peněžní ekonomikou.<sup>6</sup>

### **1.3.1 Členění finančního trhu**

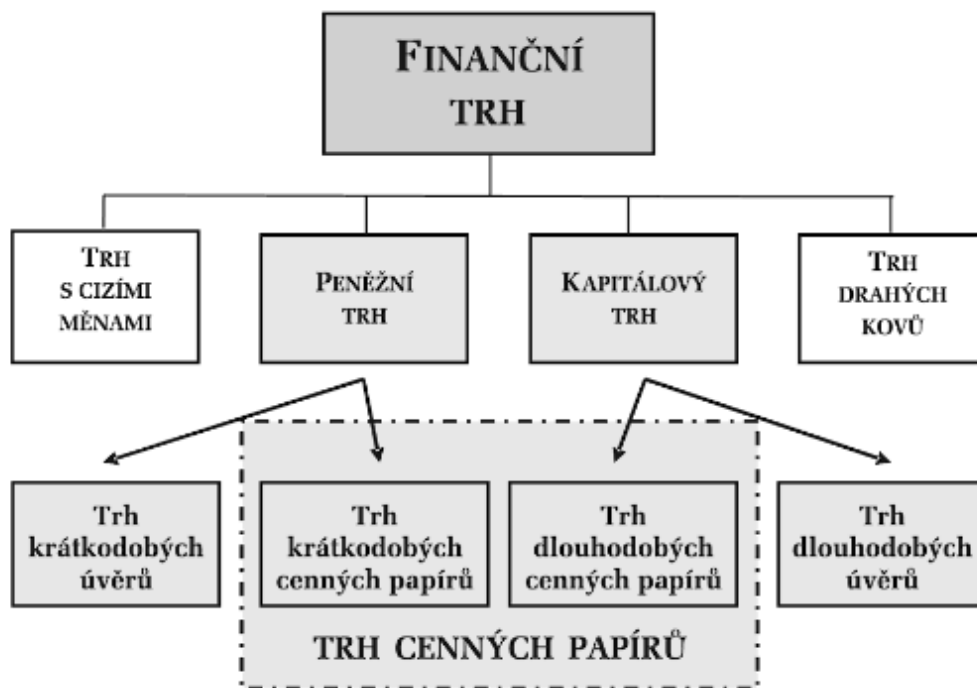
Na členění finančního trhu lze nahlížet z mnoha hledisek, ale jak bylo v předchozích kapitolách již uvedeno, nejčastěji se vychází z členění dle jednotlivých druhů finančních instrumentů a jednotlivých segmentů. V rámci finančního trhu funguje celá řada segmentů, jako je peněžní a kapitálový trh, trh s cizími měnami a trhy drahých kovů, a ty všechny dále členíme na trhy krátkodobé a dlouhodobé, viz názorné schéma na následující straně.

---

<sup>6</sup> REJNUŠ, O., *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*, s. 38.

## Obrázek č. 1: Schéma členění finančního trhu podle základních druhů finančních investičních instrumentů

Zdroj: O. Rejnuš, *Finanční trhy*, 2014, s. 61.



### 1.3.1.1 Peněžní trh

Hlavním rysem peněžního trhu je jeho krátkodobost, tedy krátká doba splatnosti. Peněžní trh je členěn na dva hlavní segmenty, a to na trh krátkodobých úvěrů a na trh krátkodobých cenných papírů. Peněžní trh a s ním spojené nástroje se vyznačují zpravidla menší rizikovostí, ale i nižším výnosem a v případě cenných papírů poměrně vysokou likviditou.

Trh krátkodobých úvěrů nabízí v první řadě poskytování krátkodobých úvěrů obchodními bankami nebo licencovanými finančními institucemi. Dále pak umožňuje poskytování obchodních úvěrů, ale nabízí i možnost dalších krátkodobých úvěrů uzavíraných v rámci bankovního sektoru, jakož i různé krátkodobé operace za účasti státu. V poslední řadě sem patří i krátkodobé vklady obyvatelstvem, podniky, územní samosprávnými celky, státními agenturami, ale i vklady obchodní a centrální banky.

Na trhu krátkodobých cenných papírů se poptávají po peněžích obracejí s nabídkou cenných papírů, krátkých dluhopisů na vhodné zájemce, a to přímo nebo prostřednictvím finančního zprostředkovatele. Za obchodovatelné nástroje slouží směnky, depozitní certifikáty či poukázky.

### 1.3.1.2 *Kapitálový trh*

Právo kapitálového trhu je soubor právních norem, které stanoví závazná pravidla jednání a chování právnických a fyzických osob na kapitálovém trhu. Tyto normy jsou obsaženy v řadě právních předpisů, a to jak na úrovni zákonů, tak rovněž na úrovni podzákonných právních předpisů, jimiž jsou vyhlášky a metodické předpisy ústředních orgánů státní správy a ČNB. Jedná se o normy dvojího druhu, tedy jednak o normy veřejnoprávní a jednak o normy zasahující do závazkových vztahů, které vznikají mezi účastníky finančního trhu, což jsou normy soukromoprávní.<sup>7</sup>

Kapitálový trh nese povahu dlouhodobých finančních investic, jako jsou dlouhodobé úvěry a dlouhodobé cenné papíry. Tyto jsou považovány, ve srovnání s trhem peněžním, za značně rizikovější, za to ale s větší výnosností.

Poskytovateli dlouhodobých úvěrů bývají nejčastěji finanční instituce. S ohledem na dlouhodobost těchto úvěrů a výši objemu zapůjčených financí bývá ručeny reálnými statky.

Trh dlouhodobých cenných papírů bývá často nazýván trhem cenných papírů, protože na kapitálovém trhu jsou za nejvýznamnější druhy cenných papírů považovány akcie a obligace, jejichž významnou předností obchodovatelné, což představuje pro investory výhodu a nemusí je držet po celou jejich dobu životnosti a mohou je kdykoli prodat. Tím si zaručí 100% likviditu a možnost jejich emisemi získat dlouhodobé peněžní zdroje.<sup>8</sup>

### 1.3.1.3 *Trhy s cizími měnami*

Trhy s cizími měnami dělíme na trhy devizové a trhy valutové. Na **devizových trzích** jsou obchodovány bezhotovostní formy cizích měn. Na těchto trzích dochází ke vzájemnému směnování, čímž zároveň dochází

---

<sup>7</sup> HRUBÁ SMRŽOVÁ, P. a kol.: *Finanční a daňové právo*. 3. vydání. Plzeň, Aleš Čeněk. 2020, s. 225.

<sup>8</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy*, 4., aktualizované a rozšířené vydání, s. 62 – 63.

k tvorbě jejich samotných kurzů. Nejvýznamnějšími subjekty transakcí jsou dealéři obchodních bank, centrálních bank, investičních fondů a zprostředkovatelé devizových operací. Spotový devizový trh je neorganizovaný a funguje celosvětově nepřetržitě, tedy kromě víkendů.

Na **valutových trzích** je obchodováno s hotovostními formami cizích měn a tyto jsou odvozovány od devizových kurzů, proto nemají sami o sobě kurzotvorný význam. Mají maloobchodní charakter.

#### 1.3.1.4 *Komoditní trh*

Mezi nejdůležitější trhy drahých kovů považujeme trhy zlata, stříbra, platiny a paladia, kdy jde, vzhledem k jejich historii, hmotné povaze a výjimečným vlastnostem o zvláštní druh komodity. Všeobecně jsou považovány za finanční instrumenty. Komoditami jsme obklopeni prakticky stále. Zde jsou jejich příklady:

- a) **kukuřice** – jedna ze základních plodin světa, je součástí téměř každého produktu v supermarketu, a to ve formě kukuřičného škrobu. Navíc se jedná o nejrozšířenější krmnou plodinu dobytka aj. chovných zvířat;
- b) **bavlna** – používá se nejen v textilním průmyslu;
- c) **zlato** – šperky, dekorativní předměty, ale i nezbytné komponenty v elektronice;
- d) **měna** – s měnovými páry je možné obchodovat nejen na Forexu, ale i formou futures;
- e) **ropa** – používá se prakticky všude, i pro výrobu zubních past;
- f) a další.

Výše uvedené komodity jsou denně obchodovány subjekty finančního trhu, mezi které se řadí:

- a) **komerční a investiční banky** – zhodnocují rozsáhlý kapitál;
- b) **spekulanti** – běžní obchodníci, kteří nemají zájem o odběr či dodání dané komodity, ale pouze spekulují na pohyb cen;
- c) **fondy** – fondy, které spravují svěřený kapitál pasivních spekulantů, kteří nepřímo své peníze poskytnou obchodníkovi, jenž obchoduje na jejich účet s cílem zúročit takto investované finanční prostředky;
- d) **producenti** daných komodit – těžařské společnosti, farmáři, pěstitelé, aj.;

- e) **zpracovatelé** daných komodit, kteří potřebují komodity ke svým podnikatelským účelům, např. výrobci kukuřičného škrobu nakupují kukuřici, výrobci elektroniky naopak stříbro pro výrobu potřebných komponentů atp.

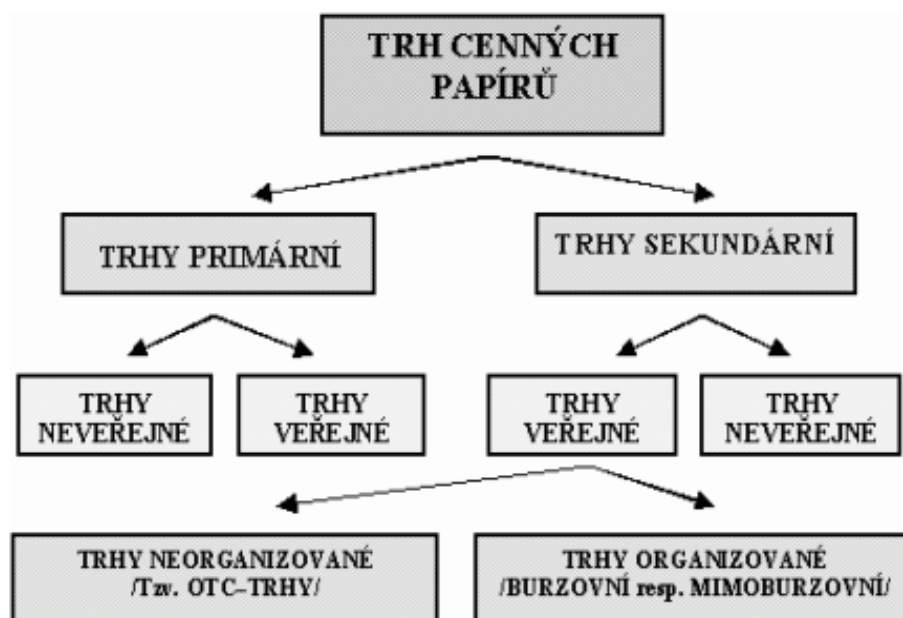
Pokud hovoříme o skupině tzv. **spekulantů**, je obchodování s futures kontrakty ve své podstatě investování abstraktní a spekulativní. Abstraktní proto, že obchodník danou komoditu fyzicky vlastnit nechce a nikdy nebude. Spekulativní zase proto, že obchodník se snaží vydělat peníze pouze na stoupaní či poklesu ceny zvolené komodity. Spekulant totiž otevře obchodní pozici s futures kontraktem za podmínek, které si zasmluvní v době otevření této obchodní pozice.

## 1.4 Struktura trhu cenných papírů

K členění trhu s cennými papíry se dá přistupovat z různých hledisek, ale nejčastěji používaný znázorňuje následující schéma:

**Obrázek č. 2: Schéma základního členění trhu cenných papírů**

Zdroj: O. Rejnuš, *Finanční trhy*, 2014, s. 65.





### 1.4.1 Behaviorální finance

Behaviorální finance můžeme definovat jako interdisciplinární teorii zkoumající vliv psychologie na rozhodování investorů a fungování trhů cenných papírů. Považujeme ji tedy za teoretický směr, umožňující aplikaci poznatků z oblasti psychologie na chování investorů na trzích cenných papírů. V investiční ekonomii je tento směr poměrně mladý. Základem této teorie je tzv. prospektová teorie, která byla v roce 1992 rozpracována na tzv. kumulativní prospektovou teorii, kdy obě teorie zkoumají chování investorů v podmínkách rizika a nejistoty a analyzují jejich chování a reakce, kdy vychází z hodnotové funkce investorů a předpokládají, že jsou rizikově i ztrátově averzní. Výzkumy potvrzují, že užitek z dosažených výnosů roste pomaleji než klesající ztráta z investičního instrumentu.

Dalším významným myšlenkovým nástrojem behaviorálních financí je tzv. teorie zarámování, kdy její podstatou je reakce investorů na shodnou kurzotvornou informaci, předloženou různými způsoby.

Nadměrnými reakcemi investorů na neočekávané a dramatické informace se zabývá tzv. teorie přehánění, kdy její základní hypotéza říká, že pokud ceny akcií po zveřejnění nových informací často tzv. přestřelují hodnoty, nastává reverzní pohyb. Zpětnou korekci cen lze po této reakci poměrně dobře predikovat.

Třetí a neméně významnou teorií behaviorálních financí je teorie nadměrného sebevědomí, která je založena na definiční charakteristice správců aktiv a investorů, kteří se vykazují nadprůměrnými investičními schopnostmi s vykazující nadprůměrnou frekvencí obchodování, ale přesto je výsledkem nadprůměrného obchodování výrazně podprůměrný výnos v porovnání kup a drž, což dokládá studie Barbera a Odeana v roce 2000.<sup>9</sup>

Vliv psychologie na chování cen akcií se poprvé objevila již v roce 1936 v proslulém díle J. M. Keynese „Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz“.<sup>10</sup> Modernější verzi investiční psychologie ho následoval A. Kostolany

---

<sup>9</sup> BARBER, M., B. a ODEAN, T.: *Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*, brad m. Barber and terrance odean. SSRN. 1998. [online]. [cit.: 17-12-2021]. Dostupné z: <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/gender/BoysWillBeBoys.pdf>.

<sup>10</sup> KEYNES, J., M.: *Obecná teorie zaměstnanosti úroku a peněz.*, Cicero, 2020.

v roce 1987<sup>11</sup> a v průběhu 90. let 20. století přispěly svou publikací také A. Shleifer a L. Summers.<sup>12</sup>

Zastánci finančních trhů po globální finanční krizi polemizují s jejich odpůrci, kteří se stávají přívrženci teorie behaviorálních financí a následující tabulka porovnává tyto dva proudy.

**Tabulka č. 1:** Porovnání behaviorálních financí a teorie efektivních trhů

**Zdroj:** P. Musílek, *Trhy cenných papírů*, 2011, s. 297.

	<b>Behaviorální finance</b>	<b>Teorie efektivních trhů</b>
<b>Racionalita</b>	Investor není zcela racionální a chování je pod vlivem psychologických faktorů.	Investor projevuje racionální chování.
<b>Očekávání</b>	Na očekávání investora má vliv rozdílné vnímání kurzotvorných informací a rizika.	Investorovo očekávání je v souladu s teorií očekávaného výnosu.
<b>Efektivnost</b>	Trhy jsou neefektivní.	Trhy jsou efektivní.
<b>Chování cen akcií</b>	Podléhá „Herding effectu“.	Postavené na základě „náhodné procházky“.
<b>Trendy</b>	Existují.	Neexistují.
<b>Rovnováha na trhu a arbitráž</b>	Arbitráž zde často selhává	Arbitráž zabezpečuje rovnováhu.
<b>Dostupnost informací</b>	Různé dostupnosti.	Spravedlivý a rovnocenný přístup.
<b>Nové informace</b>	Přehnané reakce na nové informace způsobují „přehánění“ investorů.	Ceny akcií reagují rychle a přesně.

<sup>11</sup> KOSTOLANY, A.: *Kostolanys Börsenseminar. Für Kapitalanleger und Spekulanten*, Düsseldorf; Wien; New York: Econ-Verl., 1987.

<sup>12</sup> Srov. SHLEIFER, A.: *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*. Oxford, United Kingdom, Oxford University Press, 2000 a SUMMERS, L., H: *Understanding Unemployment*, The MIT Press, 1992.

<b>Tržní anomálie</b>	V působnosti investičního publika existují dlouhodobě.	Vyskytují se občasně a zcela náhodně a díky konkurenci velmi brzy zaniknou.
<b>Nadprůměrné zisky</b>	Zisk nadprůměrných výnosů na základě správného odhadu chování trhu.	Zisk nadprůměrných výnosů na základě nepocitových praktik.
<b>Důkazy</b>	Psychologické testy.	Lineární a nelineární metody analýz dat v závislosti na časových osách, anebo vysokofrekvenčních dat.

#### 1.4.2 Primární a sekundární trhy

Rozlišujeme primární a sekundární trhy cenných papírů, a to dle toho, jsou-li nové emise uvedené na trh poprvé, anebo probíhá obchod s cennými papíry vydanými dříve.

Primární trhy cenných papírů se vyznačují získáváním nových finančních zdrojů, kdy jsou přeměněny ve zdroje dlouhodobé potřebné především pro financování investic velkých korporací, obcí nebo státu a protihodnotou jsou investorům prodávány cenné papíry. *Při prodeji cenných papírů na primární trhu získává peníze jejich eminent, přičemž se jedná o jejich prodej prvním nabyvatelem.*<sup>13</sup> Samotné fungování primárních trhů cenných papírů je podmíněno kvalitou spolupráce s trhy sekundárními, protože závisí na vývoji tržních cen i jejich likviditě na obou trzích.

Na sekundárních trzích se obchoduje s cennými papíry, které byly již v minulosti zařazené do oběhu finančního trhu, a proto je funkce sekundárního trhu přímo závislá na stanovení tržních cen a jejich likvidity, a to je klíčem investorů ke zpětné přeměně cenných papírů v hotové peníze. Obchodování na sekundárním trhu je u dlouhodobých cenných papírů oproti trhu primárnímu rozsáhlejší,

<sup>13</sup> REJNUŠ, O., *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání.* op. cit., s. 66

protože nabízí možnost obchodování opakovaně, zatímco na primárním trhu mohou být prodávány cenné papíry pouze jednou.

Je však nutné brát v potaz fakt, že takto členit celý finanční trh nemůžeme, nýbrž pouze ty segmenty finančního trhu, které můžeme současně nově uvádět do oběhu.

Obchody na primárních i sekundárních trzích probíhají zpravidla ve dvou typech trhů, a to na trzích veřejných a neveřejných. Této problematice je pak věnována celá následující podkapitola.

## **1.5 Veřejné a neveřejné trhy**

Rozdíl mezi veřejnými a neveřejnými trhy spočívá v tom, že na trzích veřejných se mohou obchodu zúčastnit všichni zájemci a cenné papíry jsou prodávány za nejvyšší cenovou nabídku, zatímco na neveřejných trzích probíhá smluvní obchod, kde jsou cenné papíry prodány pouze jednomu nebo několika kupcům zároveň, a to vždy za individuálních podmínek.

Existují dva diametrálně odlišné druhy veřejných trhů cenných papírů, a to veřejné trhy primární a sekundární. Na veřejných trzích primárních je možnost obchodovat různými způsoby, kdy své nové emitované emise předem inzerují a očekávají ohlas. Na veřejných trzích sekundárních probíhá obchod s již dříve vydanými cenovými papíry, které prodává stávající majitel novému nabyvateli. Veřejné trhy sekundární dále členíme na veřejné sekundární trhy organizované a neorganizované.

Do veřejných sekundárních neorganizovaných trhů patří jiní mimoburzovní licencovaní organizátoři veřejného trhu, kdy jejich činnost spočívá v agregování předem neomezené veřejné nabídky či poptávky. Párují obchodní příkazy, a tím usnadňují vznik spravedlivých cen, které jsou označovány termínem „kurzy“. Tato činnost pak zvyšuje likviditu trhu.

Burzy jsou bezesporu nedílnou součástí tržního prostředí a jejich činnost přispívá jak k tvorbě kurzů, tak dále také podporuje utváření cenového systému finančních a investičních instrumentů. Na světě existuje celá řada různě zaměřených burz, jejichž nezastupitelnou funkcí je to, že se na nich vytvářenými kurzy řídí sekundární i primární trhy. Za nejvýznamnější burzy jsou všeobecně považovány akciové a burzy komoditní.

V ekonomicky vyspělých zemích existují vedle licencovaných burz také trhy mimoburzovní, a přestože nedisponují titulem „burzy“, chovají se podobně. Obecně můžeme tyto instituce označit jako organizátory mimoburzovních trhů, kdy se jedná o trhy s licenci udělenou příslušným regulátorem a spadají tak pod jeho dohled, anebo hovoříme o soukromých obchodních systémech různých finančních institucí.

Na organizovaných veřejných trzích koluje pouze určitá část cenných papírů. Ty zbývající spadají do obchodu trhů neorganizovaných. Jedná se o tzv. prodej přes přepážku. Zájemci se v těchto případech mohou obracet na svou banku, nebo na obchodníka s cennými papíry.

Na neveřejných trzích probíhají kontrakty výhradně smluvně, a to osobní nebo zprostředkovanou dohodou prodávajícího s kupujícím. Neveřejné trhy cenných papírů členíme na neveřejné trhy primární a sekundární, kdy jsou předmětem obchodu na neveřejných trzích tzv. uzavřené emise, kdy eminent dopředu dojedná prodej svých nové emitovaných cenných papírů s investorem.

Sekundární trhy cenných papírů umožňují nakupovat i prodávat cenné papíry napřímo mezi kupcem a prodávajícím, kdy jsou i obchody samotné uzavírány přímo smluvní dohodou obou stran, a to za individuálních podmínek.

## **1.6 Teorie efektivního trhu**

Hlavní směr soudobé investiční teorie je založen na předpokladu efektivního chování trhu. Teorie efektivního trhu předpokládá, že zisky, dividendy, rizika, různé finanční paniky, firemní kolapsy a kurzotvorné informace přímo ovlivňují akciové kurzy. Termín „efektivní“ vyjadřuje efektivních zpracování nových informací. Za efektivní trh je považován pouze takový trh, který je schopen rychle reagovat na neočekávané informace, a tím předchází k diskrepanci mezi vnitřní hodnotou a akciovým kurzem. Tržní cena akcií pak představuje vždy správnou hodnotu a vymizí tak podhodnocované nebo naopak nadhodnocované tituly.

Investiční ekonomie chápe pojem „efektivnost“<sup>14</sup> zcela odlišným způsobem v porovnání s ostatními ekonomickými disciplínami. Efektivní chování akciových kurzů zkoumalo v minulosti nemálo ekonomů, ale jako první ji matematicky popsal Luis Bachelier ve své disertaci v roce 1900.<sup>15</sup> V ní Bachelier vysvětluje teorii náhodného procesu cen komodit. Skutečně systematický přístup zavedl Maurice G. Kendall prezentovaný pod textem „The analysis of Economic Time Series“.<sup>16</sup> Coby vynikající statistik v něm Kendall zkoumal chování akciových kurzů z krátkodobého hlediska na londýnském trhu a ceny bavlny a pšenice na americké trhu komodit, kde předpovídal pravidelné cykly. Naopak ale došel k závěru, že se časové řady jeví, jako kdyby se pohybovaly bez cíle, tak jako by jednou týdně nějaká náhoda vytáhla náhodné číslo a přidala ho současné ceně, a tím by byla stanovena cena na příští týden.

V roce 1959 F. Osborne dokázal, že uzavírací akciové kurzy mají tendence koncentrovat se na denních minimech a maximech a že veškeré zvraty, páry cenových změn s opačným směrem, jsou běžnější nežli samotné pokračování změn cen ve stejném směru.<sup>17</sup> I přes všechny jeho důkazy, byla jeho definice vnímána jako slabá forma definice efektivnosti.

Velmi významně do teorie efektivnosti trhu přispěla práce E. Famy (1965),<sup>18</sup> který rovněž došel k závěru, že se kurzy akcií chovají náhodně. Jeho práce je tak považována za zlom, od kterého se často datuje samotný vznik teorie efektivního trhu. V letech 1970, 1991 a 1997 se E. Famy dále ve svých empirických výzkumech zaměřoval na teorii efektivního trhu.

---

<sup>14</sup> P. A. Samuelson a W. D. Nordhaus uvádějí, že efektivnost je takové použití ekonomických zdrojů, které přináší maximální úroveň uspokojení dosažitelnou při daných vstupech a technologii. In: NORDHAUS, D., W. a SAMUELSON, A., P.: *Ekonomie*, 19. vydání. Praha, NS Svoboda, 2013.

<sup>15</sup> Tuto disertaci *Théorie de la spéculation* sepsal Luis Bachelier v roce 1900 pod vedením profesora Henriho Poincareho na Université de Paris.

<sup>16</sup> KENDALL, G., M.: The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices. In: *Wiley*, vol. 116, no. 1. (1953). *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*. [online]. [cit. 17-01-2022]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/2980947?origin=crossref>.

<sup>17</sup> OSBORNE, M., F., M.: *Brownian Motion in the Stock Market*. In: *Operations Research*, vol. 7., no. 2. 1959. [online]. [cit. 17-01-2022]. Dostupné z: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/opre.7.2.145>.

<sup>18</sup> FAMA, E., F.: The Behavior of Stock-Market Prices. In: *The Journal of Business*, vol. 38, no. 1. The University of Chicago Press. Publikováno v lednu 1965. [online]. [cit. 17-01-2022]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/2350752>.

Pro efektivní chování trhu by měly být plněny tyto předpoklady:

1. participace velkého množství racionálních investorů, kteří akciové instrumenty analyzují a provádějí s nimi transakce;
2. nutné poskytnutí všech pravdivých a aktuálních informací investorům za stejných podmínek;
3. rychlá reakce investorů na nové informace;
4. žádná obchodní omezení s náklady;
5. nulové nepoctivé praktiky.<sup>19</sup>

Pokud jsou splněny výše uvedené podmínky, jsou vytvořeny klíčové podmínky pro efektivní chování kurzů.

### **1.6.1 Efektivnost fungování finančních trhů**

Finanční trhy mají maximální snahu o neproduktivnější disponibilní finanční prostředky nejefektivnějších hospodářských podniků a nejziskovějších investičních projektů. Podle míry dosažení těchto předpokladů hodnotíme alokační efektivnost.

#### *1.6.1.1 Ideální trh*

**Ideální trh** je nejvyšší, avšak jedná se pouze o teoreticky dosažitelnou míru stupně alokační efektivnosti finančního trhu. Je to takový trh, který má veškeré informace, týkající se obchodu s finančními nástroji, které jsou volně dostupné všem, náklady jsou nulové, účastníci nemají vliv na hodnotu ceny a neexistují zde žádná vládní omezení. Podmínky obchodování se odrážejí od konkurence mezi prodávajícím a kupujícím, což i mj. stanovuje skutečnou hodnotu. Uvedená formulace ideálního trhu se využívá pouze v rámci ekonomické teorie, v praxi je zcela nereálná.

#### *1.6.1.2 Efektivní trh*

**Efektivní trh** je prakticky dosažitelnější typ trhu, ale pouze za výjimečných podmínek. Dle Rejnuše ho lze definovat *jako trh, jehož ceny plně odrážejí všechny nejnovější, všem účastníkům trhu vždy dostupné informace,*

---

<sup>19</sup> MUSÍLEK, P., *Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání*, s. 249.

mezi nimiž nikdy nechybí žádná, která by mohla podstatnějším způsobem ovlivnit tržní ceny cenných papírů nebo výše úrokových sazeb.<sup>20</sup>

Ideální i efektivní trh se váží k ideálu konkurence a vedly by při plnění jejich parametrů k maximální alokační efektivnosti. Avšak v reálné praxi jsou oba nedosažitelné, tudíž hovoříme o různých mírách efektivnosti reálného finančního trhu.<sup>21</sup>

### 1.6.1.3 Reálný trh

Výše zmíněné ideální i efektivní trhy se váží k ideálu dokonalé konkurence a vedly by při ideálním kvalitním splnění všech ostatních parametrů k maximální alokační efektivnosti. Bohužel jsou však v reálné hospodářské praxi nedosažitelné, a tudíž u reálných trhu nehovoříme o maximální efektivnosti, nýbrž o různé míře efektivnosti reálného finančního trhu.

## 1.7 Podstata investic a jejich členění

Investice můžeme chápat jako vkládání soudobých prostředků do aktivit, které v budoucnu přinesou očekávaný výsledek s cílem získání vyšší hodnoty budoucí. Tyto lze realizovat podnikatelskou činností za účelem zisku, nebo prostřednictvím různých investičních nástrojů s krátkodobým či dlouhodobým záměrem držby pro očekávaný „cash flow“, anebo je prodat po navýšení jejich hodnoty. Nevylučuje se ani kombinace výše uvedených přístupů. Investice lze velmi dobře systemizovat z mnoha různých hledisek, ale nejčastěji se dělí dle instrumentů, do kterých investor vkládá své finance a dle vlastního záměru investora. Investice lze členit na **dva základní druhy**, a to na **investice reálné** a **investice finanční**.

**Reálné investice** jsou zpravidla vázány na konkrétní podnikatelské činnosti a za ty nejdůležitější jsou obecné považovány investice do podnikání v oblasti výroby a služeb, ale i investice do aktiv za účelem jejich dočasné držby a následného prodeje s navýšenou hodnotou. Do této skupiny investic jsou řazeny

---

<sup>20</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*, op. cit., s. 70.

<sup>21</sup> MUSÍLEK, P., *Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání*, s. 281 – 295.



například investice do nemovitostí, kdy tato investice stoupá zpravidla v období hospodářských krizí a při inflaci.<sup>22</sup>

U finančních investic se vždy jedná o kombinaci vlastností peněz, majetkových aktivit a dlouhodobých instrumentů, kdy tyto investice mají majetkovou povahu a probíhají zde finanční transakce mezi dvěma ekonomickými subjekty se záznamem na listině s danými podmínkami.<sup>23</sup> Investor vždy obdrží právně uznatelný finanční dokument zaručující:

- právo na navrácení majetku;
- právo na předem určenou peněžní odměnu;
- právo podílet se na zisku;
- právo podílet se vlastnický na majetku osoby, která si peníze zapůjčila;
- právo rozhodovat a spolupracovat o způsobu využití poskytnutí financí;
- a další zprávy.<sup>24</sup>

### **1.7.1 Základní druhy investičních instrumentů**

Existuje mnoho různých finančních instrumentů, ale první si představme ty hlavní, tedy tzv. klasické druhy, vedle kterých máme i takové, které jsou na nich přímo závislé a tvoří spíše jejich nástavbu. Nemusí přitom být ani nutně instrumenty finančními, nýbrž reálnými.

V praxi pak s přihlédnutím na charakteristické vlastnosti dělíme výše uvedeném přístupy do čtyř skupin:

1. klasické investiční nástroje;
2. termínové derivátové instrumenty;
3. cenné papíry majetkových investičních a podílových fondů;
4. strukturované dokumenty.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Tuto skutečnost je možné si ověřit i na současném trhu nemovitostí, kdy nemovitosti zdražují rychlostí cca jedna pětina / rok.

<sup>23</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*, op. cit., s. 52 – 53.

<sup>24</sup> Tamtéž, s. 54.

<sup>25</sup> Tamtéž, s. 216.

### 1.7.1.1 Klasické investiční nástroje

Vedle základních instrumentů finančního trhu, investiční nástroje reálné. Jejich potřebnost stojí na skutečnosti, že i když existuje základní teoretické členění investic na investice finanční a reálné, hranice mezi nimi není jasná, protože neustálým hledáním nových způsobů financování jsou stále častěji konstruovány i takové druhy, které různé souvisejí s aktivy reálnými, kde má velkou roli komodita.

Zá **základní druhy** investičních instrumentů jak peněžního, tak i kapitálového trhu lze bez pochyby považovat úvěry a za **klasické investiční** cenné papíry, které jsou považovány za nejvýznamnější druhy této sekce vůbec, jelikož jsou zabezpečovány depozitní a kreditní funkce. Disponují tzv. základními vlastnostmi obsaženy ve všech ostatních finančních nástrojích, vzniklé na jejich základě, z čehož vyplývá, že *velikost běžných výnosů plynoucích z jejich držby i vývoj jejich tržních cen kurzů, nejsou přímo závislé na žádných jiných investičních instrumentech.*<sup>26</sup>

Úvěry lze všeobecně charakterizovat jako individuálně uzavírané obchodní smlouvy. Právě na základě této obchodní smlouvy jsou pak poskytnuty určité finanční objemy. Jedná se tedy o nepřevoditelné, smluvně sjednané investiční instrumenty. Oproti tomu jsou investiční cenné papíry převoditelné a obchodovatelné na peněžním i kapitálovém trhu.

Cizí měny rovněž řadíme do finančních investičních instrumentů, protože díky nim lze spekulovat na v budoucnu očekávanou změnu kurzu. Je ale zároveň zřejmé, že v případě valut lze počítat pouze s kapitálovým navýšením. V případě deviz můžeme počítat i s běžnými výnosy, a to z jejich držby.

Drahé kovy charakterizujeme jako dlouhodobě stálé a vysoce ceněné druhy komodit v malých objemech značné hodnoty, které nepřinášejí žádné výnosy, ale lze jejich nákupem spekulovat na budoucí růst tržních cen.<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*, op. cit., s. 221.

<sup>27</sup> Tuto skutečnost lze spatřovat i v současnosti, kdy na rozdíl od roku 2021 začala významně stoupat cena zlata a jiných drahých kovů. Zlato tedy, právě na rozdíl od roku 2021, je schopno pokrýt inflaci a investor tak nepřijde o své finance v podobě úspor.

### *1.7.1.2 Základní druhy reálných investičních instrumentů*

Za základní druhy reálných investičních nástrojů považujeme hlavně komodity, nemovitosti a věci movité netradiční, z čehož je jasné, že jejich charakter je ve srovnání s finančními instrumenty značně odlišný. I tak si lze jejich prostřednictvím udržovat bohatství, kdy na jejich základě můžeme tvořit nástavbové investiční instrumenty.

Komodity jsou stejnorodými, zaměnitelnými druhy zboží, které lze standardizovat a obchodovat bez osobní přítomnosti. Obchodují se individuálně za smluvně ujednaných podkladů, ale i burzovně, k čemuž nám slouží komoditní burzy. Za speciální komodity lze považovat i drahé kovy historicky řazené mezi finanční investiční instrumenty.

#### *1.7.1.2.1 Termínované derivátové instrumenty*

Termínované derivátové instrumenty jsou odvozené nástroje s charakteristickou vlastností dokazující existenci termínovaných kontraktů, u kterých je časová zaostalost za okamžikem sjednání, čímž se odlišují od obchodů promptních, u kterých je časová prodleva minimální. Z toho vyplývá, že vývoj tržních cen je závislý na vývoji promptních cen investičních instrumentů, které jsou podkladovými aktivy nebo jsou na jejich základě odvozeny.

V praxi využíváme derivátové instrumenty označované jako „finanční deriváty“ a odvozované od finančních aktiv a deriváty odvozované od reálných aktiv, především tedy deriváty komoditní. Dále dle vlastností členíme derivátové instrumenty na pevné termínované kontrakty a podmíněné opční kontrakty.

#### *1.7.1.2.2 Cenné papíry kolektivního investování*

Cenné papíry kolektivního investování jsou podobné klasickým majetkovým. Rozdíl mezi nimi lze spatřovat v tom, že vývoj jejich tržních cen závisí na vývoji tržních cen kurzů ostatních investičních instrumentů obsaženými v portfoliích vytvořenými správci fondů z peněz investorů, které spravují. Může se jednat o portfolia vytvořená klasickými investičními instrumenty, ale i o portfolia reálných nástrojů, jakož i různé druhy finančních nebo komoditních derivátů.

## 2 PRÁVNÍ PRAVA INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ

### 2.1 Charakteristika státního dohledu

Rychlý rozvoj a růst národních i mezinárodních finančních trhů po 2. světové válce vedl zároveň i k rostoucí složitosti finančních vztahů a s nimi i očekávaný růst potenciálních rizik.

V současnosti existuje mnoho druhů finančních institucí, ale z hlediska regulace a dozoru je na místě věnovat pozornost subjektům podnikatelského zaměření, které členíme dle jejich hlavních podnikatelských činností. V současnosti není přesná hranice mezi činnostmi jednotlivých druhů finančních institucí, protože vykonávají více podnikatelských činností investičního i neinvestičního charakteru a zároveň často bývají dceřinými společnostmi mateřských finančních institucí, nebo jsou jinak majetkové a organizačně začleněny do velkých mezinárodních finančních konglomerátů s podnikatelskou činností i v nefinanční oblasti. Z toho vyplývá, že optimalizace těchto systémů ve finančních systémech je složitou záležitostí a s ohledem na hospodářskou politiku, ekonomickou vyspělost, historické zvyklosti a tradice i legislativní rozdíly různých zemí je takřka nemožné stanovit jednotný systém dozoru a regulace pro všechny země světa.<sup>28</sup>

Vedle státu nebo jiných veřejnoprávních orgánů se na finanční činnosti podílí i řada nestátních soukromých institucí. Těmi se rozumí banky, pojišťovny a penzijní fondy. Dále sem řadíme i obchodníky s cennými papíry, organizátory regulovaných trhů s investičními nástroji apod., kdy všechny tyto subjekty svým způsobem nakládají s penězi, s cennými papíry či jinými investičními nástroji od veřejnosti. Avšak protože je téměř zcela nemožné, aby klientská veřejnost prováděla kontrolu soukromoprávních finančních institucí, pomáhá zde prostřednictvím vydávání právních norem v některých případech stát, který reguluje vznik, podmínky, pravidla činnosti institucí a podrobuje jejich činnost ke státnímu dozoru ve formě zákonů, příp. ve formě nařízení vlády či ve formě prováděcích vyhlášek.

---

<sup>28</sup> REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*, op. cit., s. 700.

Dohledem se rozumí aktivita postavená na pozorování určité činnosti nebo stavu, na které vždy navazuje hodnocení. Jeho obsahem je dozor nad dodržováním právních předpisů, interních pravidel a právních aktů závazných pro dozorované subjekty s cílem zajištění ochrany zájmů klientské veřejnosti daných institucí, a tím zajistit stabilitu hospodářského sektoru. Státní dozor je vykonáván vůči subjektům nepodřízeným dozorujícímu orgánu a jeho činnost vždy souvisí s tvorbou, rozdělováním a používáním peněžní masy, a to především soukromých financí. Při zjištění nedostatků u dozorovaných subjektů, orgán státního dozoru obratem aplikuje nápravné prostředky, sankce, peněžité pokuty, v krajních případech i ukončení jejich činnosti.

Obsah institutu státního dohledu i oprávněných státních orgánů provádějící státní dozor a s nimi korelující povinnosti dozorovaných subjektů, musí být zakotven v právním předpisu na úrovni zákona, protože pouze tak mohou být ukotveny zásady ve smyslu čl. 2 a dalších ustanoveních LPS týkajících se uplatňování státní moci, ukládání povinností a omezování práv a svobod.<sup>29</sup>

*Termín státní dohled vyjadřuje konečnou odpovědnost státu za stav, kdy na určitém území probíhá dozorování finanční činnosti prováděných vesměs nestátními subjekty, přičemž samotný výkon tohoto dozoru, podmínky jeho provádění a případné instrumentarium nápravných opatření a sankcí v rámci takového dozoru ukládaných se opírá o autoritu státu a právní pravidla státem aprobovaná a vynucovaná.<sup>30</sup>*

Samotný proces dohledu nemusí vždy nutné provádět samotný stát, resp. orgány státu, ale může být svěřen veřejnoprávním i soukromoprávním korporacím, a to se souhlasem státní moci.

## **2.2 Dohled v oblasti kapitálového trhu**

Dohled v oblasti kapitálového trhu se člení na dohledové činnosti nad řady subjektů aktivních v oblasti kapitálového trhu, nebo alespoň příležitostně vystupují. Kvůli jednotnému přístupu k dohledové činnosti a snadnějšího zajištění jednotné státní finanční politiky na kapitálovém

---

<sup>29</sup> BAKEŠ, M. a kol: *Finanční právo, 4., aktualizované vydání*, Praha. C. H. Beck. 2006, s. 51 – 52.

<sup>30</sup> Tamtéž, s. 52.

i finančním trhu, je dohled svěřen od 1. 4. 2006 České národní bance. Ta ještě dříve, v roce 1998, také nahradila Komisi pro cenné papíry.<sup>31</sup>

Česká národní banka vykonává dohled podle zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, v aktuálním znění, a dále dle řady dalších zákonů, nad obrovským množstvím typů subjektů kapitálového trhu. Mezi takové subjekty, které podléhají dohledu České národní banky na základě ZPKT, se řadí:

- a) obchodník s cennými papíry;
- b) makléř;
- c) zahraniční osoba s povolením k poskytování investičních služeb v ČR prostřednictvím organizační složky;
- d) investiční zprostředkovatel, co by osoba registrovaná u ČNB;
- e) osoba používající služeb investičních zprostředkovatelů;
- f) eminent cenného papíru;
- g) burza investičních nástrojů, tj. Burza cenných papírů Praha, a. s.;
- h) organizátor mimoburzovního trhu s investičními nástroji, tj. RM-Systém, a. s.;
- i) provozovatel vypořádacího systému;
- j) centrální depozitář;
- k) účastník centrálního depozitáře;
- l) osoba evidující navazující proces na centrální evidenci cenných papírů;
- m) osoba vedoucí samotnou evidenci investičních nástrojů;
- n) osoba zpravující evidenci navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů;
- o) provozovatel tiskárny s povolením k tisku kótovaných listinných cenných papírů;
- p) institucionální investor;
- q) osoba se sídlem v ČR, co by účastník vypořádacího systému provozovatele dle právního řádu jiného členského státu EU;
- r) nucený správce obchodníka s cennými papíry, který není bankou, nucený správce banky, organizátora mimoburzovního trhu, provozovatele vypořádacího systému a centrálního depozitáře;
- s) osoba veřejně nabízející cenné papíry;

---

<sup>31</sup> BAKEŠ, M. a kol: *Finanční právo, 4., aktualizované vydání*, Praha. C. H. Beck. 2006, s. 51 – 52.

- t) zasvěcená osoba dle § 124 odst. 3 ZPKT;
- u) osoba, jednající k tržní manipulaci dle § 126 odst. 1 ZPKT;
- v) osoba s povinností oznámit ČNB podezření na manipulaci s trhem dle § 126 odst. 5 ZPKT;
- w) osoba podílející se na rozhodování eminenta s povinností informovat ČNB o svých obchodech dle § 126 odst. 5 ZPKT;
- x) osoba mající podezření na využívání vnitřních informací, má povinnost oznámit událost ČNB dle § 124 odst. 5 ZPKT,
- y) osoba žádající o přijetí cenného papíru.<sup>32</sup>

Česká národní banka v další řadě vykonává státní dozor nad následujícími typy subjektů dle ZIFIS:

- a) investiční společnost,
- b) investiční fond,
- c) zakladatel investiční společnosti nebo fondu,
- d) depozitář,
- e) banka nebo pobočka zahraniční banky,
- f) likvidátor investiční společnosti nebo fondu,
- g) nucený správce investiční společnosti nebo fondu,
- h) zahraniční investiční společnost,
- i) zahraniční fond kolektivního investování,
- j) banka nebo pobočka zahraniční banky s uzavřenou smlouvou dle § 43 odst. 2 nebo § 58 ZISIF,

Dále Česká národní banka vykonává dohled nad eminenty dluhopisů a dalšími subjekty dle zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, v aktuálním znění, a rovněž nad subjekty při plnění jejich povinností stanoveným obchodním zákonem, a to především při:

- a) úpravě nabídky převzetí,
- b) nabytí nebo ponížení podílu na hlasových právech společnosti, kde jsou akcie kótovány,
- c) v souvislosti s nabýváním vlastních akcií akciovou společností,
- d) upisování akcií veřejně.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> BAKEŠ, M. a kol: *Finanční právo, 4., aktualizované vydání*, Praha. C. H. Beck. 2006, s. 62.

<sup>33</sup> Tamtéž, s. 64.

Česká národní banka může ukládat opatření k nápravě, pozastavit či omezit činnost dozorovanému subjektu, zbavit ho povolení, uložit mu sankce ve formě peněžité pokuty, která v případě prokázání spáchání přestupku může dosáhnout až na vrcholných 300 milionů Kč dle ZPKT nebo až 150 milionů Kč v případě přestupků fyzické osoby dle ZPKT. Samotné správní řízení před ČNB je dvoustupňové, kdy proti prvostupňovému verdiktu lze podat nápravný prostředek v podobě rozkladu, o kterém rozhoduje bankovní rada ČNB.<sup>34</sup>

## **2.3 Přehled právní úpravy v oblasti investic a finančních trhů na úrovni EU**

Rychlý rozvoj a růst národních i mezinárodních finančních trhů po 2. světové válce vedl zároveň i k rostoucí složitosti finančních vztahů a s nimi i očekávaný růst potenciálních rizik.<sup>35</sup> V této stručnější kapitole bude tedy zmíněn pouze základní přehled právní úpravy týkající se oblasti investic a finančních trhů jako takových, jelikož se jedná o velmi roztržštěný právní obor. Na rozdíl od například civilního procesu, který je upraven zejména dvěma zákony, je problematika investování a finančních trhů jako takových roztržštěna do velkého počtu vnitrostátních právních předpisů, ale rovněž do právních předpisů na úrovni EU nebo dokonce do mezinárodních smluv, které mají přesah mimo EU. Pro úplnost lze odkázat na vyčerpávající dílo „Investiční služby a nástroje po rekodifikaci“ od Kubíčka a Pavláta,<sup>36</sup> které obsahuje podrobnější přehled zejména nadnárodní právní úpravy.

### **2.3.1 BASEL I**

V roce 1975 byl přijat tzv. Basilejský konkordát, který vymezoval odpovědnost národních orgánů bankovního dohledu při dohledu nad rizikem likvidity a solventnosti poboček zahraničních bank. V roce 1987 schválili guvernéri centrálních bank skupiny zemí G-10 směrnici, jejímž obsahem byla aplikace principu konsolidace. Tato směrnice též obsahovalo to ustanovení o tom,

---

<sup>34</sup> BAKEŠ, M. a kol: *Finanční právo, 4., aktualizované vydání*, Praha. C. H. Beck. 2006, s. 65.

<sup>35</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A.: *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*. Praha, Vysoká škola finanční a správní, o. p. s., 2010, s. 59.

<sup>36</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ, A.: *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. Praha, C. H. Beck, 2016.



že odpovědnost za dohled nad rizikem celé bankovní skupiny připadá orgánu dohledu země sídla mateřské banky.<sup>37</sup>

Po aféře banky Ambrosiano v roce 1983 došlo k revizi a byly přijaty nové zásady dohledu nad zahraničními zařízeními bank zdůrazňující společnou povinnost orgánů dohledu domácích i hostitelských zemí za problémy solventnosti a likvidity zahraničních poboček a však i dceřiných bank.

Roku 1988 byla oficiálně uzavřena Basilejská dohoda I.<sup>38</sup> Jejím posláním bylo a je zvýšit mezinárodní finanční stabilitu na základě vyššího stupně koordinace dohledu nad mezinárodními bankovními operacemi. Oficiálně byl originál textu zveřejněn 11. července 1988, a to pod názvem „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards“.

Díky této dohodě byl pevně podchycen základní kmen mezinárodních standardů, podle nichž se komerční banky členských zemí G-10 měly od roku 1993 držet kapitálu v minimální výši alespoň 8 % aktiv dle rizikovosti. Pro tento účel dělíme kapitál na dvě složky, a to na (i) Tiers 1 a na (ii) Tiers 2. Tiers 1 tzv. „core capital“, se, co by jádrový kapitál, skládá z běžných akcií, rezerv, nekumulovatelných preferenčních akcií, hybridních akciových instrumentů, zisku, minoritních zájmů v konsolidovaných pobočkách, od nichž je odečten „goodwill“ a některé další položky. Tiers 2 je tvořen z dalších interních a externích dostupných zdrojů bankám, které dále dělíme na tzv. „upper Tiers 2“, kam spadají kumulovatelné preferenční akcie, ztráty z půjček, nevykázané rezervy, přečeňované rezervy diskontovatelné v 50 %, jako jsou majetek a akcie, jehož majetek se mění, hybridní dluhové nástroje a tzv. lower tiers, což je podřízený dluh.<sup>39</sup>

Tiers 2, anglicky též „supplementary capital“, se dle Basel 2 skládá z následujících položek:

- a) **skryté rezervy** – Basel II ponechává tuto část na úpravě jednotlivých národních regulátorů, neprůhlednost je důvodem pro vyjmutí položky z Tiers 1;

---

<sup>37</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 60.

<sup>38</sup> Neboli BASEL I.

<sup>39</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 61.

- b) **rezervy z přecenění** – v některých zemích dochází v účetnictví k přečtenování aktiv z historické ceny na současnou hodnotu;
- c) **obecné rezervy** – mohou být započítány pouze do výše 1,25 % ze sumy rizikově vážených aktiv, resp. 0,6 % pokud banka používá k ocenění úvěrových rizik IRB přístupy;<sup>40</sup>
- d) **hybridní nástroje dluhů a kapitálu** – jedná se o nástroje, v nichž jsou zkombinovány některé vlastnosti aktiv i pasiv;
- e) **podřízený dluh** – započítává se ve výši 50 % a pouze za předpokladu, že doba splatnosti je delší než 5 let.

Tiers 2 může však dosahovat výše maximálně 100 % složky Tiers 1.<sup>41</sup>

Rizikové váhy jsou dány typem rizika stoupající s jeho výší. Nulovou rizikovou váhu měla hotovost, zlato a dluhopisy vydané OECD. Dále 20 % rizikové váhy představovaly dluhopisy pro pojištěné hypotéky, 50 % pojištěné hypotéky a 100% váhu nesly veškeré půjčky korporací a pohledávky za bankami nebo vládami zemí, které nejsou členy OECD.

Koncepce dohody Basel I čelila mnoha kritickým námitkám, jako že je Tiers 2 neumožňuje v různých zemích zařadit totožné aktivum do jedné složky, tudíž se mnohé země snažily toto obejít různými inovacemi s nežádoucím důsledkem, kdy po sléze nemohl být instrument zařazen už do žádné složky kapitálu. Kritizováno bylo i zavedení příliš zjednodušených konverzních ekvivalentů a velkou diskuzí byla i tematika rizikovosti, kde byly do kategorie nejrizikovějších půjček zařazovány i dluhopisy velkých mezinárodních korporací, vykazujících rating AAA.<sup>42</sup>

I když Basel I umožňoval arbitráž využívajících mezer v regulaci některých nástrojů, jejím z hlavních nedostatků bylo založení na universálním přístupu ke všem mezinárodním bankám bez ohledu na jejich zaměření a rozsahu.

---

<sup>40</sup> IRB přístupem se obecně rozumí takový přístup, který je založen na interním ratingu stanoveném bankou a bere v potaz rizikovost, jak je dle jednotlivých tříd aktiv vnímána v daném ekonomickém prostředí. Při jeho používání tak banka kapitálové požadavky odvozuje z vlastního posouzení rizikovosti příslušného úvěrového portfolia, tj. na základě vlastních modelových odhadů rizikových parametrů, které vstupují do výpočtů kapitálových požadavků.

<sup>41</sup> KLESLA, A.: *Rizika a finanční řízení banky*. Praha, Vysoká škola finanční a správní, o. p. s. Přednáška. [on-line]. 2016. [cit. 08-03-2022]. Dostupné z: <https://slideplayer.cz/slide/12581543/>.

<sup>42</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 62.

Basel 1 prošel pěti úpravami, a to v letech 1991, 1994, 1995, 1996 a 1998, kdy nejvýznamnější úpravou byla regulace tržního rizika.

Po roce 1996 vyšlo najevo, že bude nutné přejít k nové regulaci finančních rizik bank, protože Basel I prokázala, že dosavadní úpravou není schopná dostatečně pokrýt rizika a je nutné zavést jejich citlivější měření. Celý proces příprav označujících Basel II trval dlouhých 7 let, do roku 2007, kdy vzešla v platnost, a banky byly nuceny do této doby provádět výpočty podle pravidel Basel I i Basel II.

### **2.3.2 BASEL II**

Cílem Basel 2 je nahradit univerzální přístup. Basilejský výbor vydal v červnu v roce 1999 návrh nového rámce kapitálové přiměřenosti, postavený na třech hlavních pilířích:

1. prvním pilířem jsou minimální kapitálové požadavky;
2. druhým pilířem je samotný proces dohledu, resp. aktivity bankovního dohledu;
3. třetím tržním pilířem je disciplína bank.

Po červnové schůzi Basilejského výboru v roce 1999 následovaly diskuze s bankovními institucemi a regulačními orgány. Následně 26. června 2004 byl vydán nový rámec kapitálové přiměřenosti s oficiálním názvem „New Basel Capital Accord“.<sup>43</sup>

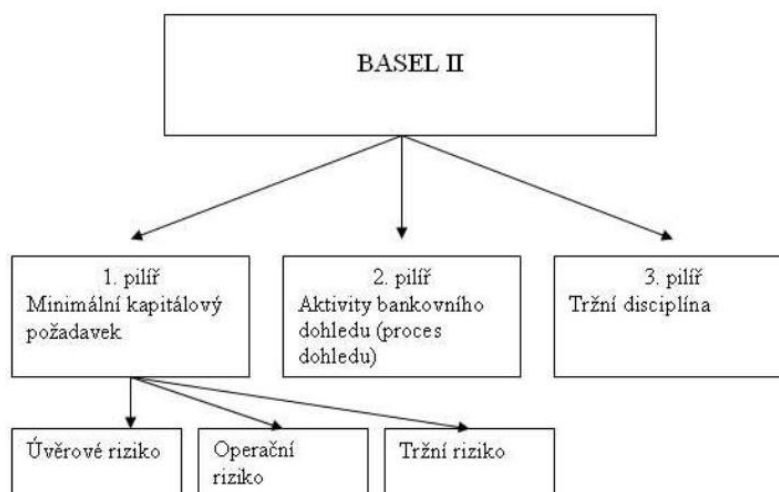
Klesla ve své prezentaci dobře a přehledně znázorňuje schématem dělení Basel 2 do oněch tří pilířů, viz níže obrázkem č. 3.

---

<sup>43</sup> KLESLA A.: *Rizika a finanční řízení banky*. Praha, Vysoká škola finanční a správní, o. p. s. Přednáška. [On-line]. [cit. 08-03-2022]. Dostupné z: <https://slideplayer.cz/slide/12581543/>.

### Obrázek č. 3: Rozdělení Basel II do tří pilířů

Zdroj: KLESLA, A: *Rizika a finanční řízení banky*.



### 2.3.3 BASEL III a IV

Česká národní banka se dne 7. září 2021 spolu s dalšími 24 orgány dohledu a centrálními bankami některých členských států EU stala signatářem společného dopisu adresovaného vysokým představitelům Evropské komise pro oblast finančních služeb, finanční stabilitu a unii kapitálových trhů.<sup>44</sup> V dopise vyjadřují podporu plné, včasné a konzistentní implementaci mezinárodního konceptu obezřetnostní bankovní regulace Basel III.

Smyslem dopisu je vytvořit protiváhu snahám o rozmělnění konceptu Basel III v EU. Podle názoru signatářů je dodržení konceptu v nejlepším zájmu Evropy, neboť posílí odolnost bank a tím i hospodářský růst. Dodržování dohodnutých jednotných globálních pravidel také umožňuje vzájemnou srovnatelnost bank. Proběhlé krize navíc ukazují globální propojenost ekonomik, což podtrhuje potřebu jednotných globálních pravidel.

<sup>44</sup> Mairead McGuinness (Komisařka pro finanční služby, finanční stabilitu a unii kapitálových trhů, Evropská komise). Dopis pro: John Berrigan (Generální ředitel, Generální ředitelství pro finanční stabilitu, finanční služby a unii kapitálových trhů, Evropská komise). 7. září 2021, 3 listy. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/.galleries/cnb-news/20210907\\_joint\\_letter\\_concerning\\_basel\\_iii\\_cz.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/.galleries/cnb-news/20210907_joint_letter_concerning_basel_iii_cz.pdf).

Specificky se v dopise zdůrazňuje podpora pro nový, rizikově citlivější standardizovaný přístup k úvěrovému riziku, pro minimalizaci odchylek v EU a zejména pak pro výstupní práh, který představuje limit pro dosaženou úsporu na kapitálovém požadavku při aplikaci interních modelů a jehož všechny vrstvy by měly být vypočteny z jednotné základny rizikově vážených aktiv. ČNB navíc podporuje, aby výstupní práh byl zaveden na všech úrovních konsolidace.

Basel IV je neformální název pro soubor navrhovaných bankovních reforem vycházejících z mezinárodních bankovních dohod známých jako Basel I, Basel II a Basel III. Označuje se také jako Basel 3.1. Zahájení implementace je naplánováno na 1. ledna 2023.

### **2.3.4 MiFID**

MiFID je směrnice, vysvětlující základy evropského předpisu zvaného směrnice o trzích finančních nástrojů, anglicky „Market in Financial Instruments Directive“, která byla transportována do českého právního úřadu, a to zejména novelou ZPKT. MiFID uvádí, jak dobře jednat s obchodníky s cennými papíry, tedy se společnostmi v Evropě, které poskytují investiční služby. Primárním cílem MiFID, je zharmonizování ochrany investorů, a to v celé Evropě.<sup>45</sup>

MiFID stanovuje tři hlavní zásady pro obchodníky, které ho nabádají k tomu, aby:

1. vždy jednat čestně, spravedlivě a profesionálně;
2. poskytnout vždy dobře zpracované informace, které jsou korektní, jasné a nejsou zavádějící;
3. poskytnout investiční služby beroucí v potaz konkrétní situaci a individuální profil investora.

Příručka je koncipována chronologicky dle jednotlivých na sebe navazujících fází investičního procesu mezi investorem a obchodníkem.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> CESR: *MiFID-Průvodce spotřebitele. Investování do finančních produktů*. 2008. CESR. [on-line]. [cit. 11-03-2022]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/ochrana-spotrebitele/.galleries/ochrana\\_spotrebitele/MiFID\\_CZ.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/ochrana-spotrebitele/.galleries/ochrana_spotrebitele/MiFID_CZ.pdf).

<sup>46</sup> Tamtéž.

### **2.3.5 MiFID II**

V roce 2010 došlo k revizi směrnice MiFID, která reagovala na vývoj kapitálového trhu, investičních nástrojů, investičních služeb a technologií a rovněž na pokrok, jehož bylo dosaženo při vytváření jednotného trhu.<sup>47</sup> Koncem roku 2011 byl publikován návrh novelizované právní úpravy v podobě rámcové směrnice. MiFID a MiFIR byly finálně schváleny v polovině roku 2014 s tím, že transpoziční lhůta uplyne v polovině roku 2016 a nový režim bude účinný od 1. 1. 2017. V souladu s Larosiérovou zprávou byly tyto směrnice a nařízení vydány kvůli maximální harmonizaci a minimalizaci prostoru pro specifickou národní úpravu. Cílem bylo vytvořit skutečně jednotný, plně harmonizovaný trh soubor pravidel pro unijní finanční trh, které umožňuje další integraci vnitřního trhu EU.

Oproti MiFID přináší MiFID II řadu změn pravidel pro poskytování investičních služeb, byť již v ne tak revolučním podání jako při vydání směrnice MiFID. Mimo jiné rozšiřuje působnost na komoditní deriváty a emisní povolenky a zároveň zužuje rozsah výjimek z působnosti stávající směrnice. Došlo k zpřísnění požadavků na činnost a organizaci poskytovatelů investičních služeb, tak dále a na činnost provozovatele tržních platform. O tomto však později v této práci. Zpřísnění se ale také dotklo povolení a podmínek pro činnost poskytovatelů datových služeb na kapitálovém trhu. Zpřísnění neunikla ani pravidla pro poskytovatele investičních služeb ze třetích zemí.

## **2.4 Přehled právní úpravy v oblasti investic a finančních trhů na úrovni ČR**

### **2.4.1 Zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu o změně a doplnění dalších zákonů**

Parlament České republiky se usnesl dne 13. ledna 1998 na zákoně č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu o změně a doplnění dalších zákonů, který upravuje působnost a pravomoci České národní banky

---

<sup>47</sup> Evropská komise: *Commission services Consultation Document: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*. Publikováno dne 8. prosince 2010. [on-line]. [cit. 11-03-2022]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm).

při dohledu nad kapitálovým trhem a stanuje tak práva a povinnosti subjektů, které aktuálně na trhu působí. ZDOKT zároveň navazuje na přímo použitelné předpisy Evropské unie, které byly do ZDKOT zaimplementovány.

Česká národní banka svým dohledem posiluje mj. důvěru investorů a eminentů investičních nástrojů v kapitálovém trhu, protože přispívá jak k jejich ochraně, tak i rozvoji kapitálového trhu, a tím podporuje samotnou osvětu v této oblasti. Samotný dohled ČNB je v rozsahu a v souladu s ZDOKT i se zvláštními právními předpisy upravujícími sekci podnikání na kapitálovém trhu, obhospodařování a administraci investičních a zahraničních fondů, nabízení investic, práva obchodních korporací, doplňkové penzijní spoření a penzijní připojištění. Dále rozhoduje o právech, právem chráněných zájmech i povinnostech právnických a fyzických osob, které stanovuje tento zákon. Zároveň kontroluje úroveň plnění informačních povinností osob podléhajících dohledu ČNB pod ZDOKT a vykonává další činnosti dle tohoto zákona.

#### **2.4.2 Zákon o podnikání na kapitálovém trhu**

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu zpracovává předpisy EU navazující na její přímo použitelné předpisy a upravuje poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu a ochranu kapitálového trhu a investorů. Tento zákon rovněž zpracovává předpisy upravující závěrečné vyrovnání, kdy upravuje i právní režim závěrečného vyrovnání. ZPKT upravuje působnost ČNB a Ministerstva financí ČR a s ním spjaté přestupky v návaznosti na přímo použitelný předpis EU upravující:

- a) ratingové agentury;
- b) prodej na krátko a aspekty swapů úvěrového selhání;
- c) OTC deriváty, ústřední protistrany a registry obchodních údajů;
- d) obezřetnostní požadavky na úvěrové instituce a investiční podniky,
- e) zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v EU vč. centrálního depozitáře;
- f) zneužívání trhu;
- g) transparentnost obchodů zajišťujících financování;
- h) trhy finančních nástrojů;
- i) sdělení klíčových informací retailových investičních a pojistných produktů s investiční složkou;

- j) indexy používané jako referenční hodnoty v nástrojích a smlouvách finanční sféry i pro měření výkonnosti investičních fondů;
- k) obecný rámec pro sekuritizaci;
- l) prospekt uveřejněný při nabídce nebo při přijetí cenných papírů.



## 2.5 Další nadnárodní prameny

### 2.5.1 Právo EU: Larosiérova zpráva

V říjnu roku 2008 byla předsedou komise EU, Josém Barrosem, ustavena komise pověřená vypracováním zprávy o budoucí podobě evropské regulace a dohledu nad finančním sektorem, s předsedou Jacques de Larosiére, která byla tři měsíce poté představena na Komisi EU, tedy dne 25. října 2008 v Bruselu. Larosiérova zpráva analyzuje příčiny světové finanční a ekonomické krize a její důsledky pro regulaci a dohled nad finanční sférou. Zpráva je členěna do čtyř kapitol, kdy první analyzuje příčiny finanční krize, druhá tzv. **Politika a oprava regulace** rozebírá vztah mezi makroekonomickou politikou a regulací, třetí tzv. **Oprava dohledu v EU** rozebírá a vysvětluje podmínky pro vybudování evropského systému finančního dohledu a čtvrtá tzv. **Globální oprava pojednává** o nezbytných změnách v mezinárodním systému regulace a dohledu EU. Celá zpráva je doplněna o pět příloh s vlastním textem, kdy první příloha pověřuje Larosiérovy skupiny k vypracování zprávy, druhá podává informace o zúčastněných osobnostech, třetí shrnuje dosavadní průběh integrace finančních trhů v EU a pátá příloha v tabelární podobě shrnuje návrhy na pravomoc mezi národními orgány dohledu, a institucemi v evropském systému. Výsledky rozborů jednotlivých kapitol jsou shrnuty v 31 doporučeních, kdy je každé jednotlivé doporučení přináší rozbor daného problému. Na závěr jsou formulovány problémy, předloženy návrhy na změny v systému regulace a dohledu v mezinárodní a národní rovině.<sup>48</sup>

Autoři zprávy vycházejí především ze slabin dosavadní regulace a dohledu, kdy je pozornost věnována hlavně na:

- a) správném nakládání s finančními bublinami;
- b) posílení dohledu nad slabě regulovanými institucemi;
- c) změnění regulačních a účetních postupů, vedoucí k posílení tzv. pro-cykličnosti;
- d) zabezpečení mezinárodní konzistentnosti standardů a pravidel apod.

---

<sup>48</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy*, 2. přepracované vydání, s. 92 – 93.

Mezi základní změny pravidel Basel 2 jsou body:

- a) postupné zvyšování kapitálních požadavků;
- b) redukovat pro-cykličnost;
- c) zpřísnit pravidla mimobilančních položek;
- d) výraznější zpevnění norem řídicí likvidity;
- e) posílení pravidel bankovní vnitřní kontroly a řízení samotných rizik.

Z důvodu značného podílu ratingových agentur na slabinách regulace, Larosiérova skupina doporučuje:

- a) ratingové agentury budou v EU pod dohledem registrovány;
- b) přezkoumání způsobu fungování onych ratingových agentur včetně jejich financování;
- c) umožnit rozdělení ratingu od poradenství;
- d) využívání ratingu při finanční regulaci;
- e) strukturovaný rating zabezpečit v systému kódování.

Je nutné, aby příslušné orgány členských zemí EU měly dostatečnou pravomoc k dohledu, a to včetně možnosti uvalit na narušitele legislativně nastavených pravidel sankce a bojovat tak proti finanční kriminalitě. Následující doporučení se snaží vyplnit mezery v dosavadní regulaci, kdy jednou z mezer je existence neregulovaného bankovního systému a zpráva doporučuje, aby byl rovněž podroben regulaci a s ní související registraci a informační povinnosti pro „hedgeové“ fondy a jejich manažery, s čímž souvisí zavedení vyšších kapitálových požadavků pro banky. Závazné jsou zrovna tak i návrhy týkajících se sekuritizovaných produktů a trhů s finančními deriváty, a proto zpráva doporučuje zjednodušení a standardizování mimoburzovních derivátů, zavedení úrokových rizik, zavést a povinně vyžadovat, aby swapy úrokového rizika měly možnost vypořádávat se pouze clearingovými systémy s dostatečným kapitálem. U investičních fondů vyžaduje propracovaná pravidla, jejich definici a kodifikovaná aktiva a pravidla delegace funkcí depozitářů. Všechny nedostatky musí ale odstraňování vždy v mezinárodním měřítku, a proto efektivně fungující finanční trh EU musí být vybaven harmonizovaným souborem základních pravidel.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 94.

Je žádoucí, aby Evropská rada spolu s Finančním výborem vytvořila systém makroekonomického varování před riziky s povinností vzájemného informování o vysokém riziku, a pokud by mělo snad dojít k dysfunkci měnového a finančního systému, bude ESRC varovat IMF, FSF a BIS se snahou dohodnout se na opatřeních na úrovni globální a EU úrovni. Dále je žádoucí, aby byl makroekonomický dohled nad obezřetným podnikáním finančních institucí svěřen instituci Evropského systému finančního dohledu, která je decentralizovanou sítí s národními dohlížiteli.

Nyní existují výbory na úrovni EU vytvořené v rámci Lamfalussyho procesu, tj. CEBS, CEIOPS a CESR, které mají být přeměněny na analogové evropské instituce mající koordinovat aplikaci standardů dohledu a garanci spolupráce s mezinárodními dohlížiteli. K samotnému vzniku instituce Evropského systému finančního dohledu je potřeba docílit dvou stádií, kdy během prvního stadia, v roce 2009 – 2010, vznikla Evropská instituce bankovního dohledu<sup>50</sup>, Evropská instituce pro dohled nad pojišťovnictvím<sup>51</sup> a Evropská instituce pro cenné papíry<sup>52</sup>. Dále byl připravován soubor harmonizovanějších pravidel, pravomocí dohledu a sankčních režimů, kdy by mělo být do konce roku 2009 v EU ustaveno celkem 123 kolegií dohledu. V druhé fázi, v letech 2011 – 2012, byl založen integrovaný Evropský systém finančního dohledu<sup>53</sup> a došlo k přeměně dosavadních výborů v evropské instituce s profesionálními pracovníky s vlastním autonomním rozpočtem. Do vedoucích funkcí jsou vedoucí pracovníci jmenováni na dobu osmi let. Pravomoc těchto „nových“ úřadů je rozšířena a může přijímat závazné standardy dohledu, zprostředkovávat právní jednání mezi orgány dohledu, přijímat technická rozhodnutí vůči individuálním finančním institucím, dohlížet na kolegy a koordinovat jejich činnost, jmenovat skupinový dohled, licencovat činnost, dohlížet nad ratingovými agenturami a spolupracovat s Evropskou radou pro systémové riziko.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> Též známá jako EBA. Tato zkratka je často užívána i v odborné literatuře nebo v hromadných sdělovacích prostředcích.

<sup>51</sup> Též známá jako EIA. Tato zkratka je často užívána i v odborné literatuře nebo v hromadných sdělovacích prostředcích.

<sup>52</sup> Též známá jako ESA. Tato zkratka je často užívána i v odborné literatuře nebo v hromadných sdělovacích prostředcích.

<sup>53</sup> Oficiální zkratka užívaná zejména v odborných publikacích je ESFS.

<sup>54</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 95.

Už Summit skupiny G-20, který se konal v listopadu 2008, se zabýval problémem finančních krizí a řešil přístupy k jejímu překonávání. Dále také významně přispěl návrhům pro praktická opatření k překonání krize a rovněž zásadním návrhům na změny v oblasti národní mezinárodní regulace a dohledu nad finančními trhy a na změny globální finanční architektury.<sup>55</sup>

Samotný proces řešení krize probíhal ve více souběžných liniích, kdy se za přední klíčovou linii považuje skupina G-20, do které patří USA, Velká Británie, Německo, Francie, Japonsko a další státy s vyspělými finančními trhy. Dále linie EU, tedy druhá linie, kam spadá i linie jejího integračního seskupení spějící k jednotnému finančnímu trhu v EU a třetí linii prezentující na půdě Organizace spojených národů, jichž se spolu s vyspělými zeměmi účastní i rozvojové země. V rámci dosavadních jednání byly rozpracovány dokumenty, které jsou předmětem diskuzí, jako je **Akční plán vypracovaný skupinou G-20**.<sup>56</sup>

### **2.5.2 Akční plán vypracovaný skupinou G-20**

Na listopadovém summitu G-20, v roce 2009 byl přijat tzv. Akční plán k uskutečnění principů reformy finanční sféry, který je zaznamenán i v Deklaraci summitu o finančních trzích o světové ekonomice z 15. 11. 2009 ve Washingtonu. Ze vzniklého plánu vzešly východiska pro přijímání praktických opatření, a to opatření jak okamžitá, tak střednědobá. Východiska dělíme do pěti okruhů:

1. posílení transparentnosti a odpovědnosti;
2. pozvednutí regulace na vyšší úroveň;
3. prosazování integrity;
4. posílení mezinárodní koordinace;
5. reforma mezinárodních finančních institucí.<sup>57</sup>

### **2.5.3 Stiglitzova zpráva**

K překonání světové krize bylo bezesporu velmi důležité, aby z rozhodnutí Valného shromáždění OSN vzešlo, že bude jmenována Expertní komise v čele s prof. Stiglitzem, držitelem Nobelovy ceny. Ten měl za úkol vypracovat

---

<sup>55</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 88.

<sup>56</sup> Tamtéž, s. 89.

<sup>57</sup> Tamtéž, s. 88.

rozbor finanční krize a doporučení na přijetí opatření. Toto valné shromáždění se konalo v březnu 2009, v sídle OSN v New Yorku, kdy probíhající diskuze nesla název „Světová finanční a ekonomická krize a její dopady na rozvoj“ a stala se součástí rozsáhlých úprav na stejnojmenné konferenci OSN v červnu 2009 na základě rezoluce OSN 63/239 z 24. prosince 2008. Zpráva je rozdělena do 3 částí, kdy první shrnuje obecné principy spojené s finančními trhy, druhá se zabývá zásady regulace a třetí část charakterizuje novou strukturu regulace. Východisky regulace jsou:

1. zlepšení transparentnosti a srozumitelné zveřejňování údajů investorům;
2. regulace motivace, protože současný stav až příliš přijímají nadměrná rizika, pozornost je věnována krátkodobým cílům a vzniká tak špatná účetní praxe;
3. konkurence je klíčem pro efektivní tržní ekonomiku. Finanční instituce jsou až příliš velké a při jejich potížích je pak téměř nemožné je zachránit. Dodržování zásad politiky konkurence bude velmi obtížné, protože vyrostly až příliš objemné banky a po skončení krize bude nutné je rozdělit, banky se nechovají konkurenčně a účtují vysoké poplatky, které budou muset být, jak vůči obchodníkům, tak vůči spotřebitelům transparentnější;
4. potlačení vykořisťovatelských a rizikových praktik ve finančním sektoru. Je žádoucí vydat zákon proti existenci lichvy, omezit výši úroku, u hypoték zakázat proměnlivé úrokové sazby a zarazit vysoké poplatky při častém refinancování půjček a hypoték. Také je potřeba zamezit přílišnou aktivitu bank, tedy zvýšit požadavky na kapitálovou přiměřenost. S finančními deriváty budou moci pracovat pouze finanční subjekty se schválením komise pro bezpečnost finančních produktů;
5. reforma mezinárodních finančních institucí;
6. dostatečné vysoký kapitál a mající kontrolu nad riziky v komerčních bankách;
7. systém regulace je uspořádaný, tak aby vyhovoval snadnějšímu vynucování k dodržování předpisů.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> PAVLÁT, V.; KUBÍČEK, A., *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*, s. 91 – 92.

## 3 EKONOMICKÉ ASPEKTY OBCHODOVÁNÍ INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ

### 3.1 Vybrané investiční nástroje

Tato kapitola bude zaměřena na vybrané investiční služby v smyslu Přílohy č. 1, Oddílu A a Oddílu B MiFID a totožné ustanovení MiFID II a příslušného ustanovení § 4 ZPKT. V zájmu zachování úplnosti tohoto tématu je nutné alespoň stručně charakterizovat hlavní investiční služby, a to v důsledku zachování analytické hloubky a přijatelného rozsahu práce s ohledem na existenci kvalitní odborné literatury.<sup>59</sup> Bližší pozornost bude věnována pouze vybraným investičním službám, které lze co do jejich charakteru chápat za nehlavnější investiční nástroje soudobých finančních trhů. Bude se jednat především o investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,<sup>60</sup> jež bývá v praxi označena za investiční zprostředkování a investiční poradenství týkajících se investičních nástrojů.<sup>61</sup>

Lze obecně vycházet z hypotézy, že u obou výše zmíněných investičních služeb dochází v případě praktického využívání a poskytování investičních služeb k nesouladu mezi materiálním obsahem a formálním zařazením poskytovaných investičních služeb, formálně se řadících do kategorie přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů naplňuje spíše znaky poskytování investičního poradenství.

V následujících řádkách si jednoduše shrneme jednotlivé vybrané investiční služby.

#### 3.1.1 Provádění pokynů týkající se investičních nástrojů na účet zákazníka

U této služby, která je poskytovaná výhradně obchodníky s cennými papíry v návaznosti na níže rozpracovanou službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, je podstatou této investiční služby obstaravatelská činnost obchodníka s cennými papíry jako zástupce zákazníka

---

<sup>59</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ, A., *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*.

<sup>60</sup> Ve smyslu ust. § 4 odst. 2 písm. a) a odst. 4 ZPKT

<sup>61</sup> Ve smyslu ust. § 4 odst. 2 písm. e) a odst. 5 ZPKT.

při realizaci transakce s jedním nebo více investičními nástroji.<sup>62</sup> Obstarávání obchodování na kapitálovém trhu bývá nazýváno jako brokerage, což v předkladu znamená, že charakteristickým obsahem této služby je, obstarávání na účet zákazníka, zahrnující nalezení vhodné protistrany a převodního místa a zároveň zajištění reálného spárování pokynu s pokynem protistrany.<sup>63</sup> V tomto případě OCP jako zástupce zákazníka nenesé ekonomické riziko obstarávaného obchodu a nestává se beneficentem investičních nástrojů, jichž se obchod týká.

### **3.1.2 Obchodování s investičními nástroji na vlastní účet**

Podstatou této investiční služby je transakce, v rámci které se OCP jako poskytovatel dané služby sám stává stranou transakce, nese jak ekonomický prospěch tak i rizika předmětné transakce a stává se tedy konečným vlastníkem peněžních prostředků či investičních nástrojů. Tato služba může spočívat vstupu komisionáře do obchodní pozice na základě existujícího vztahu se zákazníkem založeném písemnou formou dle smlouvy o komisi, jejíž podstatou obecně bývá poskytování investiční služby provádění pokynů na účet zákazníka. Tzn., že prodá či odkoupí ze svého majetku investiční nástroj, kterého se daná transakce týká. Zde musíme k OCP přistupovat ze strany tvůrce trhu – market makera, tedy osoby, která obchoduje na finančním trhu na vlastní účet s investičními nástroji tím způsobem, že kontinuálně nabízí účastníkům příslušného trhu příležitost uzavřít obchod týkající se daného investičního nástroje za jím stanovenou cenu.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Směrnice MiFID II v čl. 4 odst. 1 bod 5) MiFID II definuje tuto službu jako jednání vedoucí k uzavření smlouvy o nákupu či prodeji jednoho nebo více finančních nástrojů na účet obstarávaného, včetně uzavírání smluv o prodeji finančních nástrojů vydaných investičním podnikem nebo úvěrovou institucí v okamžiku jejich vydání

<sup>63</sup> ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*. 2009. [online]. [cit. 01-03-2022], s. 4. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/galleries/Vestnik-CNB/2009/v\\_2009\\_12\\_21609560.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/galleries/Vestnik-CNB/2009/v_2009_12_21609560.pdf).

<sup>64</sup> Ust. § 4 odst. 4 ZPKT.

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

Obsahem této investiční služby ozančované jako portfolio management, asset management či správa aktiv je činnost poskytovatele investiční služby,<sup>65</sup> který na základě písemné smlouvy se zákazníkem a jimi nadefinované rámcové investiční strategie na základě zákazníkem sdělených parametrů a následném autonomním obhospodařování po dobu určenou smlouvou spočívá v podobě jednotlivých nákupů, prodejů a jiných operací s investičními nástroji dle směrnice MiFID II.<sup>66</sup>

Pojmovým znakem této služby je autonomie při realizaci transakcí, kdy poskytovatel disponuje nejvyšší mírou diskrece, která je limitována pouze smluvně zakotvenými podmínkami dané investiční strategie.

### **3.1.4 Provozování mnohostranného obchodního systému a organizovaného systému**

U těchto investičních služeb upravených v MiFID II a MiFIR<sup>67</sup> se jedná o vytvoření a zajištění fungování alternativní tržní platformy ve smyslu organizování veřejného trhu s investičními nástroji. V ČR se jedná například o RM-SYSTÉM, a. s. Obě tyto služby je schopen nabízet jak OCP, tak i provozovatel mnohostranného nebo obchodního systému na základě platného oprávnění k provozování tržní platformy. Meritem těchto služeb je stanovení pravidel pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na příslušné platformě prostřednictvím předpisů provozovatele OS spolu se zajištěním fungování systému jako celku včetně dohledu na dodržování smluvených pravidel.<sup>68</sup> Organizovaný obchodní systém se od mnohostranného obchodního systému odlišuje omezeným okruhem investičních nástrojů, které jsou způsobilé být obchodovány v rámci dané tržní platformy,

---

<sup>65</sup> Může to být buď OCP či investiční společnost.

<sup>66</sup> Dle čl. 4 odst. 1 bod 8) MiFID II je tato služba správou portfolií v souladu s pověřením. Zákazníka s možností vlastního uvážení.

<sup>67</sup> Směrnice Evropského Parlamentu a Rady č. 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

<sup>68</sup> HUSTÁK, Z., SMUTNÝ, A., *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*, s. 87.



kteřá se omezuje na tzv. nekapitálové investiční nástroje, tedy dluhopisy, emisní povolenky, deriváty či strukturované finanční produkty ve smyslu MiFIR.<sup>69</sup>

### 3.2 Základní přístupy k analýze cenných papírů

Akciové trhy by nemohly uspokojivě fungovat, pokud by neexistoval dostatek investorů ochotných akcie nakupovat a držet je. To závisí nejen na všeobecně očekávaném budoucím růstu ekonomiky, resp. na předpokládaném rozvoji jednotlivých odvětví, ale zejména na jejich pohledu na konkrétní, jimi individuálně sledované akciové společnosti a na vlastnostech jejich jednotlivých akciových emisí. Tento pohled je, alespoň v případě institucionálních investorů, většinou formován, nebo přinejmenším ovlivněn výsledkem finanční analýzy. Existuje velké množství metod provedení finanční analýzy, které lze dělit podle mnoha kritérií. Podle základního principu, na němž je analýza založena lze analýzy rozdělit na tyto tři základní metody:<sup>70</sup>

#### 3.2.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza se snaží co nejpřesněji odhadnout vnitřní hodnotu akcie. Ta je chápána jako hodnota opírající se o pevná data jako jsou zisky, aktiva společnosti, dividendy vyplácené u akcie. Dnes je vnitřní hodnota akcie chápána jako diskontovaná hodnota budoucího „cash-flow“ generovaného investičním aktivem. Pomocí těchto hodnot analytici hledají chybně oceněná aktiva.<sup>71</sup>

Důležitým fundamentálním předpokladem je přesvědčení, že trh prostřednictvím korekce dříve či později chybné ocenění opraví. Jinými slovy, že trh je ve své podstatě z dlouhodobého hlediska efektivní.<sup>72</sup>

---

<sup>69</sup> Pramenem je čl. 4 odst. 1 body 23) a 48) MiFID II a čl. 2 odst. 1 bod 28) MiFIR.

<sup>70</sup> STEIGAUER, S.: *Investiční matematika*. Praha, Grada Publishing, a. s., 1999, s. 132 – 147.

<sup>71</sup> Tedy ty aktiva, jejichž tržní cena a vnitřní hodnota jsou odlišné a pomocí příslušného obchodu toto špatné ocenění využít pro realizaci zisku.

<sup>72</sup> GRAHAM, B., DODD, D., L.: *Security analysis – sixth edition*. USA, The McGraw-Hill Companies, Inc. 2008, s. 106.

### 3.2.2 Technická analýza

Technická analýza vznikla jako reakce na neschopnost fundamentální analýzy přesně odhadnout chování trhu. Vychází z empirického pozorování trhu a předpokladu, že princip, podle kterého se trh chová zůstává stejný. Z toho tedy vyplývá, že tedy i trh se musí neustále chovat stejným, a tedy i předvídatelným způsobem. Na rozdíl od fundamentální a psychologické analýzy technická analýza nevychází z žádných ekonomických modelů a nesnaží se analyzovat, jakou hodnotu by podle nich akcie na trhu mít měla. Snaží se pouze předpovědět, jakou hodnotu na trhu akcie mít bude a kdy této hodnoty dosáhne.<sup>73</sup>

### 3.2.3 Technická analýza

Psychologická analýza vychází z předpokladu, že cena akcií na finančním trhu není ovlivněna ničím jiným než nabídkou a poptávkou. Tyto síly nejsou ničím jiným než projevem myšlení nespočtu účastníků trhu, kteří nejsou motivováni pouze ekonomickými pobídkami, ale také emocemi a jinými neekonomickými motivy. Tržní ceny tedy nejsou určovány jen fundamentálními faktory, ale také psychologickými aspekty myšlení účastníků trhu, fámami, spekulacemi a obecnou náladou ve společnosti. Psychologická analýza zkoumá tyto faktory a nespočet dalších, a to ve snaze předpovědět ne jakou cenu by dle racionálního uvažování aktivum mít mělo, ale jakou tržní hodnotu účastníci finančního trhu budou věřit, že by aktivum mít mělo.<sup>74</sup>

Za předpokladu, že trhy jsou z dlouhodobého hlediska převážně efektivní, fundamentální analýza poskytuje cenné informace. Navíc s jejím využitím můžeme identifikovat potenciální spekulativní bubliny. V čem však fundamentální analýza selhává, je schopnost rozpoznat hrozbu vzniku spekulativní bubliny a identifikaci faktorů ke vzniku bubliny vedoucí. Psychologická analýza tohoto však schopna je. Často se můžeme ocitát v situaci, kdy se účastníci trhu chovají povětšinou převážně racionálně. V takové případě by užití modelů fundamentální analýzy mohlo být dostačující, nicméně při bližším pohledu je užití behaviorální korekce nevyhnutelné. Jak úspěšně lze s psychologickou analýzou předpovídat

---

<sup>73</sup> STEIGAUF, S., *Investiční matematika*, s. 147 – 149.

<sup>74</sup> FENZL, T. a kol.: *Mass Psychological Perspective On Financial Markets*. European Scientific Journal, 2013, s. 406.

vývoj cen na trhu, nebo vznik a průběh spekulacních bublin, zatím nelze přesně určit, jelikož se jedná o poměrně novou metodu.

### 3.3 Shrnutí kapitoly

Po předchozím shrnutí nejdůležitějších investičních služeb se dostáváme k meritů této práce. Zkušenosti z tržní praxe v členských státech s rozvinutým finančním sektorem a s tím související vysokou finanční gramotností ukazují dle posledního průzkumu OECD/INFE „International survey of adult financial literacy“,<sup>75</sup> že jakkoliv kvalitní a propracovaná veřejnoprávní regulatorní opatření narážejí na meze efektivity v okamžiku, kdy má dojít k nápravě škodlivého stavu způsobeného investorovi jako adresátovi investičních služeb pochybením poskytovatele investiční služby. I když v současné době se ukazují první pozitivní vřástky, jako si například můžeme demonstrovat na příkladu společnosti Robinhood Financial LLC, která byla pokutována za pozastavení obchodování ve chvíli, kdy akcie společnosti GME a AMC zažívaly „short squeeze“ způsobený přílivem retailového kapitálu a nákupu akcií výše zmíněných společností a následně poškození investora jako příjemce investiční služby.

Je-li jedním z cílů národní i unijní legislativy ochrana retailového investora jako zvláště zranitelného adresáta investičních služeb, tak se ukazuje, že efektivní regulace samozřejmě musí být doprovázena soukromoprávními opatřeními, které budou retailovému investorovi k dispozici na jeho ochranu. S tím úzce souvisí nezbytná nutnost mít účinný a dostupný mimosoudní systém nebo orgán řešení sporů plynoucích z poskytování investičních služeb širokému publiku.

---

<sup>75</sup> Studie OECD/INFE INTERNATIONAL SURVEY OF ADULT FINANCIAL LITERACY © OECD 2020 je veřejně dostupná z <https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy.pdf>.

## 4 ROZVOJ A INOVACE V OBCHODOVÁNÍ

Digitální technologie přináší oproti analogovému zpracování velké výhody, a to v podobě digitálních záznamů realit v podobě textů, videí a audio nahrávek. Tyto analogové záznamy se vykazují menšími prostorovými nároky, kdy jsou digitální záznamy i beze sporu rychlejší na zpracování, pro vyhledávání i pro samotný přenos oněch záznamů, a navíc jsou levnější a jednodušší, umožňují síťování, propojení více účastníků a prakticky být on-line 24 hodin denně, 365 dní v roce.<sup>76</sup>

### 4.1 Kvalitní digitalizace

Kvalitativní digitalizace přináší, jak již bylo zmíněno výše, větší flexibilitu, rychlost, zjednodušení procesů i postupů s možností propojení do sítí, ale i novum, tedy v nových produktech se zakomponovaným digitálním rysem umožňující tvoření i nových služeb, jako jsou např. on-line platformy. Z ekonomického hlediska se posuzuje přínos digitalizačních investic na makroekonomické úrovni, kdy se objevují např. odhady výnosu celoplošného zavedení různých aplikací za rok, které jsou vždy měřeny absolutními či relativními přínosy HDP. Na podnikové úrovni se uplatňují klasické propočty efektivnosti ve vztahu k zavádění digitalizačních programů uplatňují, aparát propočtu nabízí celou řadu metod od těch statistických, přes dynamické až po ty založené na analýze kapitálových trhů, kdy ale pro základní orientaci stačí doba návratnosti investice nebo rentabilita samotné investice. Přínosy na úrovni spotřebitelů sehrává ekonomické hledisko významnou roli, především při výběru digitálního zboží nebo služby od více poskytovatelů. Samotné ekonomické hledisko ale nemusí být rozhodující při výběru produktů či služeb digitálního charakteru.<sup>77</sup>

Digitalizace nese beze sporu i svá rizika, která mohou vést až ke znehodnocení jejího přínosu. V praxi se setkáváme s novými pojmy jako je analýza a prevence rizik, plány zachování kontinuity provozu apod., díky nimž předcházíme incidentům a krizovým situacím. Avšak s odstupem času lze konstatovat, že rizika nestabilita a nejistota s trvalými symptomy zůstávají,

---

<sup>76</sup> VEBER, J., a kol.: *Digitalizace ekonomiky a společnosti Výhody, rizika, příležitosti*. Praha. Management Press. 2018, s. 66.

<sup>77</sup> Tamtéž, s. 67.

jen se mění jejich podoba a četnost. Rizikový původ však může pocházet z interních i z externích faktorů a v obou případech se může jednat o přírodní jevy, techniku či o lidského činitele.

I když má digitalizace za cíl omezovat úlohu člověka, a to jak při sběru dat samotných, nebo i při jejich přenosu, uložení, zpracování, tak i při následném užívání informací, tento proces nikdy neprobíhá plně automatizovaně, protože k němu pracovník nemá plně přístup, a proto může mít na selhání člověka vliv tyto tři příčiny:

1. chyby vědomé z důsledku nedostatku znalostí či soustředění;
2. chyby vědomé, záměrné v důsledku lhostejnosti zaměstnance, samotný vzdor, urážka zaměstnance;
3. chyby zatajované, kdy si je pracovník plně vědom svých chyb, ale nepřízná je z obavy z postihu.<sup>78</sup>

Mnohem nebezpečnější jsou však úmyslné zásahy do podnikového či informačního systému, kdy hovoříme nejčastěji o různých formách podvodů s cílem obohatit sebe, odcizit dat s cílem vydírání nebo zaprodání informací konkurenci. Mezi úmyslné zásahy řadíme i mstu s cílem znehodnocení dat, poškození IT-infrastruktur společnosti, kdy motivem bývá často neuznání, přílišná a nevhodná kritika apod.

Ani technika však není neomylná a mohou se vyskytnout chyby způsobené např. špatným nastavením či naprogramováním, což lze eliminovat vhodnými ladícími postupy. Vyloučit nikdy nejdou ani poruchy spojené s informačním a komunikačním hardware, kdy využíváme pravidelné diagnostiku.

Za nejnebezpečnější přírodní faktor považujeme požár a povodně, kdy je nutné mít všechna uložení řádně zabezpečena. Z vnějších vlivů stojí za zmínku výpadek elektrického proudu, kterým se dá dobře čelit záložním zdrojem energie.

Za zmínku jistě stojí vnější kyberútoky v podobě zfalšovaných e-mailů s následkem zneprístupnění webové stránky, nebo jejich výrazné zpomalení, odstříhnutí od internetu, napadení řídicího systému výrobního zařízení apod.

---

<sup>78</sup> VEBER, J., a kol., *Digitalizace ekonomiky a společnosti Výhody, rizika, příležitosti*, s. 69.

Na všechny tyto problémy se doporučuje zálohování, a to především citlivých a klíčových dat pro provoz společnosti, a to pravidelně a s ochranou dat.

Bezpečnost zařízení s užívanou zkratkou IoT, je také namísto otevřít, protože i zařízení se digitalizace týká, a to z důvodu, že je v dnešní době běžnou praxí propojovat různá zařízení komunikační sítě. Ačkoli propojování zařízení přináší své výhody, na druhou stranu nesou i rizika. Nejvýznamnějším problémem tu představuje tlak na cenu, bez významného tlaku na bezpečnost.<sup>79</sup>

Digitalizace se velmi často objevuje v dokumentech OECD, EU a národních ekonomik, kdy můžeme první její první signály zaznamenat jak v závěru poslední dekády, tak i v počátku té současné. V roce 1998 se v kanadské Ottawě uskutečnila ministerská konference Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj věnovaná e-commerce a deset let poté, byla konference v jihokorejském Soulu věnována Budoucnosti internetové ekonomiky. Internetové ekonomice se důsledně věnovalo také setkání v Paříži v roce 2011.

Digital Economy Outlook 2015 konstatuje, že digitální strategie zasahují oblast průmyslu, veřejnou správu, zdravotnictví, životní prostředí atd. Vláda si je dobře vědoma, že je na místě věnovat pozornost internetové politice kvůli rozvoji infrastruktury a zabezpečení kybernetické bezpečnosti včetně ochrany soukromí jednotlivce i institucí obecně.

Z ministerské konference OECD s tématem „Digitální ekonomika: inovace, růst a sociální perspektivy“, která se konala v červnu 2016 v Mexiku, vyplynula tato doporučení:

- zkvalitňování přístupu k digitálním technologiím;
- posilování důvěry v digitální ekonomiku;
- probíhající změny na trhu práce při zavádění digitalizace;<sup>80</sup>
- probíhající digitalizace se zcela jistě jen tak nezastaví a země OECD by na to měly být patřičně připraveny, internet být otevřený, dostupný a hlavně zabezpečený. Struktury OECD poukazují na to, že ICT, internet věcí, 3D tisk, průmyslové biotechnologie a nanotechnologie mají potenciál

---

<sup>79</sup> VEBER, J., a kol., *Digitalizace ekonomiky a společnosti Výhody, rizika, příležitosti*, s. 69 – 73.

<sup>80</sup> Tamtéž, s. 38.

dramatické změny v produkci, a to v následujících 10 – 15 letech a mohou tak podpořit průmyslovou revoluci.

Ve vyspělých ekonomikách se vyskytují, a vždy se vyskytovat budou, problémy často spojené právě s digitalizací. A protože v zemích OECD sílí nervozita spojená se stavem a perspektivami ekonomického systému, bylo i toto téma předmětem jednání ministerské konference v Paříži v roce 2017. Z podkladových materiálů konference vyplývají tato doporučení:

- *nahradit ideu nejprve růst, distribuce později za politický záměr růst a inkluze současně, posilovat schopnosti občanů vyrovnat se se změnami digitalizace a globalizace, zdokonalovat systémy sociální ochrany;*
- *posílení úlohy státu směrem ke kvalitnímu zdravotnictví, vzdělávání, aktivní policie na trzích práce, k progresivním daňovým systémům, k účinným strategiím pro malé a střední podniky, k šíření technologií, integraci migrantů;*
- *řešit oblasti, kde sílí regionální nespokojenost,*
- *na mezinárodní úrovni dokument k mnohostranné spolupráci s cílem podpořit transparentněji a inkluzivněji globalizaci založenou na pravidlech, která vyrovnávají podmínky, též v této souvislosti vyzývá k lepšímu řízení mechanismů mezinárodní spolupráce.<sup>81</sup>*

## 4.2 Normy řady ISO 27 000

Normy ISO 27 000 jsou významným vodítkem při zabezpečování informací. DO češtiny byly předloženy jako ČSN ICE ISO. Do dvacítky vydaných norem bezesporu patří norma ČSN ICE ISO 27 001: Systém managementu bezpečnostních informací-požadavky. Detailnějším popisem opatření při zavádění ISMS ve společnostech slouží norma ČNS ICE ISO 27 002: Soubor postupů opatření pro bezpečnost informací. Další norma ČNS 20 003: Směrnice pro implementaci systému řízení bezpečnosti informací poskytující doporučení pro zavádění ISMS s následující certifikací, definuje rozsah, hranice a politiky ISMS a navrhuje, jak provést analýzu, hodnocení, plánování zvládnutí rizik a dále také navrhuje, jak provést vlastní návrh systému bezpečnosti informací. Norma ČSN ICE ISO 27 004: Řízení a měření bezpečnosti informací přináší

---

<sup>81</sup> VEBER, J., a kol., *Digitalizace ekonomiky a společnosti Výhody, rizika, příležitosti*, s. 40.

doporučení pro vývoj a využití metrik pro měření účinnosti daného ISMS. Další norma, ČSN ICE ISO 27 005: Řízení rizik bezpečnosti informací, poskytuje doporučení pro kontrolované řízení rizik bezpečnosti informací. Další normy mají již více specifické vlastnosti a svým obsahem jsou tedy určeny pro vybrané organizace či aktivity.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> VEBER, J., a kol., *Digitalizace ekonomiky a společnosti Výhody, rizika, příležitosti*, s. 74 – 75.



## 5 LEGISLATIVNÍ PROBLÉMY MODERNÍHO OBCHODOVÁNÍ

Se stále se zvyšující mírou procesu globalizace finančního systému vedoucí k vzájemnému propojování jak jednotlivých národních finančních trhů, tak i národních finančních systémů. V smyslu jejich postupnému přerůstání v jediný celosvětový, tedy celosvětově jednotný, finanční systém, dochází k potřebě nové legislativy a nových rámců pro obchodování, neboť základ současného systému vychází z modelu přijatém před více jak sto lety a v současné době se ukazuje, že je pro objem a rychlost transakcí nedostatečný a v tomto objemu i zbytečně finančně náročný.<sup>83</sup>

Nejvýznamnějším faktorem, na němž je rychlost postupu globalizace světového finančního systému závislá, je technický pokrok v oblasti výpočetních a komunikačních technologií, jak již bylo zmíněno v kapitole **4 ROZVOJ A INOVACE V OBCHODOVÁNÍ** této diplomové práce. To však skýtá i mnohá negativa a problémy, protože stále více ekonomických subjektů může využívat dokonalejší výpočetní a přenosovou techniku. Tím však narůstá jejich vzájemná propojenost a zároveň se zvyšuje i provázanost jednotlivých národních finančních a ekonomických systémů, bez jejich bližší harmonizace v jednotlivých národních právních úpravách. Z hlediska EU toto bylo vyřešeno, ale celosvětově tento problém přetrvává. Na jedné straně dochází k efektivnější alokaci investic, na druhé straně se však obchodování investičních instrumentů stává stále citlivějším na nahodilé, případně i úmyslně vyvolané události vzniklé kdekoliv ve světě.<sup>84</sup> To způsobuje, že se tržní ceny investičních instrumentů stávají náchylnějšími k nenadálým výkyvům, a to i v případě, že pro ně neexistuje reálné opodstatnění.

---

<sup>83</sup> Současný systém finančního trhu založený na bankovních institucích a mnoha mezičlancích ve vypořádávacím řetězci obchodů zvyšuje finanční náročnost celé transakce, která by se v současné době dala vyřešit jednodušším automatizovaným způsobem. V dnešní době informačních technologií již nejsou potřebné ohromné bankovní domy se stovkami poboček, vlastnictvím nemovitostí a desítkami zaměstnanců, když se tato stejná problematika dá řešit online aplikací s řádově nižšími provozními náklady, které jsou poté přenášeny ve formě úrokové míry na koncového zákazníka. Krásným příkladem moderního bankovníctví je společnost SoFi Technologies Inc., jejíž technologii by měla adaptovat i Bank of America Corporation.

<sup>84</sup> Toto si můžeme krásně ilustrovat na příkladu Elona Muska a jeho twitterového účtu, kdy jeden jeho „tweet“ je schopen zahýbat s hodnotou akcií, popř. kryptoměn, i v desítkách procent, kdy dle mého soudu by neměl jediný člověk oplývat takovou mocí.

Pokud jde o vliv globalizace na rozsah a intenzitu působení soudobých rizikových faktorů ohrožujících fungování světového finančního systému, je zřejmé, že se zvyšuje jejich účinnost, a tím i náchylnost světové ekonomiky ke vzniku hospodářských krizí, které bývaly v minulosti řešeny vstupem zahraničního kapitálu, nebo zásahem mezinárodních finančních institucí, jež poskytly postiženým státům pomoc. V současné době dochází však k tomu, že poruchy vznikající na finančních trzích již nepostihují pouze jednotlivé země, ale celá mezinárodní, resp. nadnárodní hospodářská uskupení neboli celou řadu zemí zároveň. V důsledku jsou tyto poruchy stále nebezpečnější a řešení bývá stále složitější. Nejnebezpečnějším faktorem je skutečnost, že ve světové ekonomice dochází stále více k omezování tržní konkurence.

## **5.1 Rozdělení FinTech**

Odvětví FinTech je nové technologické odvětví založené na inovacích v oblasti poskytování finančních služeb, které mají za cíl doplnit nebo zcela nahradit tradiční metody poskytování finančních služeb. Běžné užívání „smartphonů“, mobilního bankovníctví, on-line investičních služeb jsou příklady, jak inovované technologie cílí na lepší dostupnost běžnému uživateli.

Společnosti působící v oblasti finančních technologií se rekrutují jak ze „start-upů“, které mají vysoký inovační i růstový potenciál, tak z etablovaných společností na poli technologií nebo finančních služeb.

Z hlediska změny poskytovaných služeb a produkce je cílem korporátních společností v oblasti FinTech inovovat finanční služby a dělat je ve výsledku jednodušší, rychlejší a dostupnější. Toto zefektivnění poskytování finančních služeb znamená, že některé finanční služby se dramaticky mění, některé zcela zanikají a v konečném důsledku vznikají služby a produkty zcela nové. Prakticky se tyto změny dotýkají všech oblastí poskytovaných produktů a služeb, významnými příklady jsou přímé platby, známé jako P2P, půjčky bez využití institucionálního zprostředkovatele, za předpokladu nebankovních půjček, nebo přístup a proces správy finančních aktiv.

## 5.2 Regtech

RegTech je způsob, jakým podniky využívají průlomové technologie k vypořádávání se s regulacemi. RegTech společnosti využívají například ML, NLP, blockchain, AI a další technologie k tomu, aby přinesly sílu digitální transformace i do světa právních regulací a compliance. Vznik tohoto odvětví byl podnícen především již zmíněným nárůstem počtu právních regulací, se kterými se společnosti musí vypořádat. Tato oblast nabývá na významu, jelikož náklady na compliance se stále zvyšují. Společnosti uvádí, že utrací kolem 4 % svých příjmů, aby splňovaly podmínky nastavené právní regulací. Banky zaplatily mezi lety 2007 a 2016 na pokutách spojenými s compliance 320 miliard amerických dolarů. Náklady na compliance jsou přímo úměrné počtu regulatorních změn. Například ve finančním sektoru se výrazně zvýšily po světové finanční krizi. Thomson Reuter zaznamenal za rok 2017 celosvětově 56 300 regulatorních změn, což je zhruba jedna nová regulace každých 7 minut. Výzva pro regulátory spočívá také v tom, aby si udrželi přehled o rychle se rozvíjejícím finančním sektoru. Takováto kombinace tlaků od odvětví a regulátorů zároveň vyvolává velkou poptávku po technologických řešeních pro compliance.<sup>85</sup>

### 5.2.1 Přínosy a druhy regtechů

#### 5.2.1.1 Vyšší efektivita

Stává se již téměř nemožné, aby bez využití technologií compliance pracovníci udrželi tempo s rostoucím počtem regulací. Technologie schopné rychle zpracovávat velké objemy dat mohou analyzovat právní texty a extrahovat z nich hodnotná shrnutí.

#### 5.2.1.2 Přesnost

Manuální procesy mají tendenci vytvářet v compliance operacích mezery a lidské chyby. S využitím správné technologie toto riziko může být eliminováno na minimum a celý proces urychlen.

---

<sup>85</sup> THOMSON REUTERS: *Special report: 2017 State of Regulatory Reform*. Thomson Reuters Legal. 2017. [online]. [cit. 20-03-2022], s. 38 – 40. Dostupné z: <https://d3kex6ty6anzzh.cloudfront.net/uploads/a5/a506ebd7be2f0d55ba1d6a870f80a238f588bb17.pdf>.

### 5.2.1.3 *Transparentnost*

Různé technologie umožňují propojení různých jednotek podniku a sdílení dat mezi nimi, což může být využito k silnější „compliance culture“.

### 5.2.1.4 *Lepší risk management*

Mnohé RegTech nástroje chrání proti různým druhům rizik včetně kybernetických útoků a podvodů tak, že monitorují systém a upozorní compliance pracovníky na podezřelou aktivitu.<sup>86</sup>

## 5.3 **Vývoj regulace a aktivity**

Regulátoři po celém světě chtějí využít potenciální benefity FinTech a zároveň minimalizovat možná rizika zejména v případech, kdy by mohla být ohrožena kvalita služeb, kterou obdrží zákazník. Jeden přístup používaný regulátory je takzvané „pískoviště“,<sup>87</sup> kde mohou být nová řešení testována a vyvíjena bez toho, aniž by musela plně splňovat všechny relevantní regulační požadavky již od začátku. Takováto „pískoviště“ jsou způsobem testování konceptů bez vstupních bariér. FinTech regulace a politika usiluje po celém světě o bilanci mezi podněcováním potenciálně přínosných rozvíjejících se technologií, ochranou zákazníka a finanční stabilitou.

Na nadnárodní úrovni je zvažováno, jak nejlépe v regulacích spolupracovat opět kvůli podpoře inovací, avšak s dostatečnou pozorností, aby omezená regulace nedovolila rozvoj nekvalitních řešení. Všichni regulátoři se shodnou na tom, že FinTech řešení mohou být prospěšná, ale neexistuje žádný jednotný dozorce, který by se staral o podporu inovací a ochranu zákazníků v této oblasti rozvoje. Zatímco mnoho regulátorů je stále toho názoru, že inovace mají v zásadě pozitivní efekt, tak toto stanovisko bylo narušeno mnohými publikacemi, které analyzují rizika a dopady inovativních technologií. Jelikož roste počet technologických incidentů, důležitost provozní odolnosti narostla do výšin, a to nejen u FinTech řešení, ale také při každodenním používání technologií.

---

<sup>86</sup> AVRAMOVIC, A., TOMOVA, G., YEO, J.: *The future of Regtech – what do firms really want?* Insight. Publikováno online dne 9. června 2021. [cit. 20-03-2022]. Dostupné z: <https://www.fca.org.uk/insight/future-regtech-what-do-firms-really-want>.

<sup>87</sup> Zpravidla užíván spíše anglický termín „Sandbox“.

Například ve Spojeném království mnoho bank utrpělo IT incidenty a výpadky, když modernizovaly své zastaralé systémy, což se kvůli neblahým dopadům na zákazníky stalo regulatorním a politickým problémem. Společnosti po celém světě byly varovány, že inovace jsou podporovány, ale nesmějí být prováděny na úkor zákazníků.<sup>88</sup>

---

<sup>88</sup> EBA. *Studie EBA analysis of regtech in the EU financial sector*. Publikováno v červnu 2017. [online]. [cit. 20-03-2022]. Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2021/1015484/EBA%20analysis%20of%20RegTech%20in%20the%20EU%20financial%20sector.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015484/EBA%20analysis%20of%20RegTech%20in%20the%20EU%20financial%20sector.pdf).

## ZÁVĚR

Změny ve způsobu obchodování investičních nástrojů během posledních pár let překotného rozvoje informačních technologií jsou bezesporu fenoménem současné doby. A i když se názory na změny regulace po celém světě různí, není pochyb o tom, že dochází k postupné přeměně finančního trhu a jeho demokratizaci, kdy investování není jen doménou nejbohatší vrstvy obyvatelstva. Jedním z příkladů jsou Spojené státy americké, kde je provázání legislativy se špičkami finančního trhu tak úzké, že dokonce existují finanční indexy, které umožňují kopírování obchodů lidí v nejvyšší vrstvě legislativy na základě jím známých informací, které samozřejmě běžný člověk mít nemůže.

V úvodu své diplomové práce jsem si stanovil tři základní otázky, ke kterým jsem během svého zkoumání chtěl nalézt odpovědi a dospěl jsem k těmto závěrům:

- a) Současná právní úprava bohužel není dostatečná a není schopná pružně reagovat na změny na poli informačních technologií, které se vyvíjejí překotněji a nové způsoby obchodování a investic překonávají rámce stanovené legislativou;
- b) Tuto problematiku bohužel v dnešním globalizovaném světě již není možno řešit na úrovni jednotlivých národních států, neboť informační technologie neznají hranic, resp. nerespektují politické hranice států. Lze izolovaně řešit problémy spočívající v kótování jednotlivých obchodních burz v národních státech, ale s rychlým nástupem blockchainových technologií ani toto řešení se nezá být uspokojujivé a dostačující.
- c) Na tuto problematiku bohužel nepanuje jednotný názor, vzhledem k izolacionistickým tendencím některých národních států nejspíše ani nikdy panovat nebude, v současné době asi není možné, aby se jednotlivé státy na této problematice shodly a vzhledem k současně probíhající válce na Ukrajině, odstřižení Ruské federace od většiny mezinárodní ekonomiky nejsem schopen ani předvídat možný budoucí vývoj.

Hlavním cílem této diplomové práce bylo představit historický vývoj regulace a dohledu nad finančním trhem a jeho možné budoucí směřování při současné míře digitalizace a automatizace na finančních trzích. V tomto aspektu se nám prolíná právní a ekonomická teorie a nejde je posuzovat odděleně.

Pro účely dosažení výše uvedeného cíle se tato diplomová práce zabývá problematikou regulace a dohledu nad finančním trhem, problematikou obchodování investičních nástrojů a jejich právní úpravy. Zodpovězení těchto otázek je klíčové pro další směřování právní úpravy a změny českého právního řádu a jejich harmonizaci s evropskou a světovou právní úpravou. Kromě právního a ekonomického hlediska výše zmíněné problematiky se také dostáváme k nejnovějšímu vývoji v rámci právní regulace technologických společností, jež za využití moderních technologií pronikají na finanční trh. Kdy moderní přístupy k právní úpravě tohoto překotně se rozvíjejícího odvětví mohou být inspirací pro české a evropské legislativce.

## RESUMÉ

This diploma thesis analyzes the legal and economic aspects of trading in investment instruments in more detail. The main goal is to present the historical development of financial market regulation and supervision and its possible future direction with the current level of digitization and automation in financial markets. In this aspect, legal and economic theories are intertwined and cannot be considered in isolation. To achieve the above goal, this diploma thesis deals with the issue of regulation and supervision of the financial market, the issue of trading in investment instruments and their legislation.

The answer to these questions is crucial for the further direction of legislation and changes in the Czech legal order and their harmonization with European and world legislation. In addition to the legal and economic aspects of the above-mentioned issues, we also get to the latest developments in the legal regulation of technology companies that use the modern technology to penetrate the financial market. When modern approaches to the regulation of this rapidly developing sector can be an inspiration for Czech and European legislators.



## **SEZNAM TABULEK**

Tabulka č. 1: Porovnání behaviorálních financí a teorie efektivních trhů, s. 14.

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Schéma členění finančního trhu podle základních druhů finančních investičních instrumentů, s. 9.

Obrázek č. 2: Schéma základního členění trhu cenných papírů, s. 12.

Obrázek č. 3: Rozdělení Basel II do tří pilířů, s. 32.

## SEZNAM ZDROJŮ

### a) Monografie, učebnice

#### 1) české

BAKEŠ, M. a kol.: *Finanční právo, 4., aktualizované vydání*. Praha. C. H. Beck. 2006. ISBN 80-7179-431-7, 741 s.

HRUBÁ SMRŽOVÁ, P., a kol.: *Finanční a daňové právo. 3. vydání*. Plzeň, Aleš Čeněk. 2020. ISBN 978-80-7380-796-2, 493 s.

HUSTÁK, Z., SMUTNÝ, A.: *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. Praha, C. H. Beck. 2016. ISBN 987-80-7400-533-6, 290 s.

KEYNES, J., M.: *Obecná teorie zaměstnanosti úroku a peněz*. Cicero. 2020. ISBN 978-80-270-7399-3, 352 s.

MUSÍLEK, P.: *Trhy cenných papírů, 2. aktualizované a rozšířené vydání*. Praha, EKOPRESS s. r. o. 2011. ISBN 978-80-86929-70-5, 520 s.

NORDHAUS, W. D. a SAMUELSON, P., A., *Ekonomie, 19. vydání*. Praha, NS Svoboda 2013. ISBN 9788020506290, 770 s.

PAVLÁT V., KUBÍČEK, A.: *Regulace a dohled nad finančními trhy, 2. přepracované vydání*. Praha, Vysoká škola finanční a správní, o. p. s. 2010. ISBN: 978-80-7408-036-4, 226 s.

STEIGAUFG, S., *Investiční matematika*. Praha, Grada Publishing a. s. 1999. ISBN 80-7169-429-0, 335 s.

REJNUŠ, O.: *Finanční trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*. Praha, Grada Publishing a. s. 2014. ISBN 978-80-247-3671-6, 760 s.

VEBER, J., a kol.: *Digitalizace ekonomiky a společnosti. Výhody, rizika, příležitosti*. Praha, Management Press. 2018. ISBN 978-80-7261-554-4, 198 s.

## 2) zahraniční

BACHELIER, L.: *Théorie de la spéculation, Noir et Blanc*. 1995. ISBN 978-2-87647-129-0, 152 s.

GRAHAM, B., DODD, D., L.: *Security analysis – sixth edition*. USA, The McGraw-Hill Companies, Inc. ISBN 0-07-159253-9 2008, 770 s.

KOSTOLANY, A.: *Kostolanys Börsenseminar. Für Kapitalanleger und Spekulanten.*, Düsseldorf; Wien. New York: Econ-Verl. 1987, ISBN 10: 3430156351, 208 s.

SHLEIFER, A.: *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance.*, Oxford, United Kingdom, Oxford University Press. 2000. ISBN 0198292279, 224 s.

SUMMERS, L., H.: *Understanding Unemployment*. The MIT Press, 1992, ISBN 9780262691574, 384 s.

### b) Zahraniční časopisy a články

AVRAMOVIC, A., TOMOVA, G., YEO, J.: *The future of Regtech – what do firms really want?* Insight. Publikováno dne 9. června 2021. [cit. 20-03-2022]. Dostupné z: <https://www.fca.org.uk/insight/future-regtech-what-do-firms-really-want>.

BARBER, M., B. a ODEAN, T.: *Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment, brad m. Barber and terrance odean*. SSRN. 1998. [online]. [cit.: 17-12-2021], 32 s. Dostupné z: <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/gender/BoysWillBeBoys.pdf>.

FAMA, E., F.: The Behavior of Stock-Market Prices. In: *The Journal of Business*, vol. 38, no. 1. The University of Chicago Press Publikováno v lednu 1965. [online]. [cit. 17-01-2022]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/2350752>.

FENZL, T. a kol.: *Mass Psychological Perspective On Financial Markets*. European Scientific Journal. 2013, ISSN: 1857 – 7881, 426 s.

KENDALL, G., M.: The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices. In: *Wiley*, vol. 116, no. 1. (1953). *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*. [online] [cit. 17-01-2022]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/2980947?origin=crossref>.

OSBORNE, M., F., M.: Brownian Motion in the Stock Market. In: *Operations Research*, vol. 7, no. 2. 1959. [online]. [cit. 17-01-2022]. Dostupné z: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/opre.7.2.145>.

THOMSON REUTERS: *Special report: 2017 State of Regulatory Reform*. Thomson Reuters Legal. 2017. [online]. [cit. 20-03-2022], 41 s. Dostupné z: <https://d3kex6ty6anzzh.cloudfront.net/uploads/a5/a506ebd7be2f0d55ba1d6a870f80a238f588bb17.pdf>.

### c) Další zdroje

#### 1) české

ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry*. 2009. [online]. [cit. 01-03-2022], 17 s.

CESR: *MiFID-Průvodce spotřebitele. Investování do finančních produktů*. 2008. CESR. [on-line]. [cit. 11-03-2022]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/ochrana-spotrebitele/.galleries/ochrana\\_spotrebitele/MiFID\\_CZ.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/ochrana-spotrebitele/.galleries/ochrana_spotrebitele/MiFID_CZ.pdf).

KLESLA, A.: *Rizika a finanční řízení banky*. Praha, Vysoká škola finanční a správní, o. p. s. Přednáška. 2016. [on-line]. [cit. 08-03-2022-08.03.]. Dostupné z: <https://slideplayer.cz/slide/12581543/>.

Mairead McGuinness (Komisařka pro finanční služby, finanční stabilitu a unii kapitálových trhů, Evropská komise). Dopis pro: John Berrigan (Generální ředitel, Generální ředitelství pro finanční stabilitu, finanční služby a unii kapitálových trhů, Evropská komise). 7. září 2021, 3 listy. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/.galleries/cnb-news/20210907\\_joint\\_letter\\_concerning\\_basel\\_iii\\_cz.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/.galleries/cnb-news/20210907_joint_letter_concerning_basel_iii_cz.pdf).

## 2) zahraniční

EBA. *EBA analysis of regtech in the EU financial sector*. Publikováno online v červnu 2017. [cit. 20-03-2022], 80 s. Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2021/1015484/EBA%20analysis%20of%20RegTech%20in%20the%20EU%20financial%20sector.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015484/EBA%20analysis%20of%20RegTech%20in%20the%20EU%20financial%20sector.pdf).

Evropská komise: *Commission services Consultation Document: Review of the markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*. Publikováno dne 8. prosince 2010. [on-line]. [cit. 11-03-2022]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm).

BACHALIER, L. *Théorie de la spéculation*. Disertační práce. Université de Paris. 1900. Vedoucí: prof. Henri Poincaré, 152 s.

Studie OECD/INFE INTERNATIONAL SURVEY OF ADULT FINANCIAL LITERACY © OECD, 2020, je veřejně dostupná z: <https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy.pdf>.

## d) Prameny

### 1) evropské

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (MiFIR)

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

Směrnice Evropského Parlamentu a Rady č. 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU; do zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, transponováno zákonem č. 204/2017 Sb. (MiFID II)

Směrnice Komise č. 2017/593 – Ochrana finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod.

### **3) české**

Usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součástí ústavního pořádku České republiky, ve znění pozdějších předpisů.

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

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

Vyhláška ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění účinném do 5. 3. 2014.