

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář (Aleš Králík a kol.)

Předně je třeba uvést, že standardy kapitálového trhu ukládají řízení střetu zájmů, a nelze-li s přiměřenou jistotou zajistit, že k poškození zájmů zákazníka (zde čtenáře) nedojde, dostatečně podrobně sdělit zákazníkovi (čtenáři) mj. obecnou povahu nebo zdroje střetu zájmů (§ 11a odst. 2 a 3 ZPKT). Toto pravidlo dopadá na obchodníky s cennými papíry a nepřímo na investiční zprostředkovatele, nikoliv na recenzenta. Právě s ohledem na recenzovanou knihu však recenzent považuje za vhodné aplikovat citované pravidlo *per analogiam*.

Potenciální střet zájmů spočívá v tom, že recenzent patří mezi autory konkurenčního komentáře k stejnému předpisu.¹ Ale pro praxi je užitečné mít komentářů vícero a moci porovnat, v čem se shodují a v čem ne. A především, odstup více než 12 let od publikace předchozího komentáře spolu s počtem novel (přes 25) a změn v právu EU znamená, že vlastně nejde o stejný předpis, byť se stejně jmenuje a přežívá v něm několik stejných či podobných institutů. K poškození zájmů čtenáře by tak nemělo při této recenzi dojít a pokud by přece jen došlo, informace o povaze a zdroji možného střetu zájmů již byla sdělena. Tím je analogické aplikaci § 11a odst. 2 a 3 ZPKT učiněno zadost a dále již ke knize samotné.

Největší díl práce na komentáři odvedl nepochybně A. Králík, jako vedoucí autorského kolektivu i jako autor největší části komentáře. Po zásluze se komentář označuje jako „Králík, A., a kol.“. Na počet komentovaných ustanovení je dále nejvíce zastoupena M. Michálková a po ní D. Doležalová (která se podílela i na konkurenčním komentáři z roku 2012) a také R. Marek s I. Švarcovou ve společné části. Ale těžko porovnávat, někdy jde o komentář k jednomu odstavci, někdy k rozsáhlému paragrafu. Celkem jde o dílo 19 autorů, převážně s alespoň historickou vazbou na Ministerstvo financí (14), ale i s praxí ve finančních institucích (např. Burza cenných papírů Praha, Conseq, Amundi), v poradenské sféře (EY, KLB Legal, ...) a ve dvou případech i v České národní bance.

Z. Husták v předmluvě správně oceňuje „zevrubný přehled“, který publikace poskytuje, a zmiňuje, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu představuje „jeden z nejkompexnějších právních předpisů v tuzemském právu“ a „také „intenzivní prolínání předpisů veřejného práva a práva soukromého, kdy vzniká velmi komplexní systém reglementace...“ (soukromoprávní ustanovení komentovaný zákon téměř neobsahuje, ale při jeho aplikaci ze strany účastníků trhu je často vazba na právo soukromé velmi podstatná).

Pro čtenáře budou vedle části komentářové přínosné zejména rozsáhlé rešerše – důvodové zprávy (hned u § 1 v rozsahu 32 stran), judikatura správní i civilní a rozhodovací praxe České národní banky a také Komise pro cenné papíry, v řadě případů stále relevantní, přestože Komise zanikla v roce 2006, necelé dva roky po účinnosti ZPKT. Pro některé čtenáře může být přínosné shrnutí obsahu prováděcích či souvisejících předpisů, zejména unijních. Podobně postupovali i autoři nedávného komentáře k (slovenskému) zákonu o bankách (Vojtko a kol., C.H. Beck 2024 1584 s.).

Pokud jde o komentářovou část, ZPKT obsahuje vícero pravidel, jejichž výklad není ani 20 let po jeho přijetí, zcela jednoznačný: nepřímá kvalifikovaná účast, vymezení majetku zákazníka (s. 119), vztah

¹ Husták, Z., Šovar, J., Franěk, M., Smutný, A., Cetlová, K., Doležalová, D. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2012.

investičních služeb. K řadě z nich se komentář vyjadřuje, byť spíš v rovině konstatování názoru než podrobné argumentace (např. u majetku zákazníka na s. 119 nebo k vazbě investiční služby provádění pokynů na přijímání a předávání pokynů na s. 113). Se závěrem k definici majetku zákazníka lze souhlasit (jde o majetek svěřený zákazníkem i hodnoty za něj nabyté), doslovný (užší) výklad by zde byl absurdní. Podmíněnost povolení k provádění pokynů povolením k přijímání a předávání pokynů však není samozřejmá a bylo by zajímavé se seznámit s podrobnější argumentací pro tento závěr [když zákon výslovně uvádí, že licence obchodníka musí obsahovat alespoň jednu, kteroukoliv, investiční službu, a nabízí se i další (proti)argumenty]. I tak zabírá komentář k definicím v úvodu zákona 270 stran (z celkových 1588), což je na místě ocenit.

Naopak kriticky lze – v obecné rovině – hodnotit zaměření komentáře na srovnání různých institutů, často srovnání textu zákona a transponované směrnice, bez jasného závěru, jaká pravidla jednání z komentovaného ustanovení plynou.

Příliš ambiciózní se také zdá údaj o právním stavu ke dni 1. 1. 2025. Komentovaný text zákona téměř jistě odpovídá stavu k tomuto dni, ale z různých částí komentáře je patrné, že byly dokončené už dříve a nezohledňují vždy aktuální judikaturu či novější literaturu, stanoviska České národní banky apod. Lze věřit, že v elektronické podobě komentáře bude nejnovější vývoj postupně zohledněn. Jde například o odkaz na Dlouhodobou strategii dohledu vydaný Českou národní bankou v roce 2017, ač ta aktuální je ze září 2024. Nebo na s. 350 se uvádí, že prováděcí nařízení k článku 29 směrnice o investičních podnicích nebylo ještě "k prosinci 2023" publikováno (k 1. 1. 2025 přitom platilo totéž). Opomenuty jsou obecné pokyny ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II z března 2023 (a také ESG aspekt správy a řízení produktů, který se do nich promítl) nebo rozhodnutí Soudního dvora EU C-695/22 ve věci *Fondee proti ČR* z května 2024. Dopad rozsudku se někdy přeceňuje, ale na výklad § 29 odst. 4 (řešený na s. 603 komentáře) má tento rozsudek dopad zásadní. U whistleblowingu komentář na s. 384 ještě nezná zákon o ochraně oznamovatelů z června 2023. Zmíněna nejsou některá novější stanoviska České národní banky, např. k vztahu kryptoaktiv a investičních cenných papírů. Na s. 1047 se dokonce zdá, že komentář byl v této části uzavřen v roce 2018, když se podrobněji věnuje situaci v letech 2017 a 2018, ale už ne dalšímu vývoji. Ale zde uvedené případy jsou spíše výjimky jinak potvrzující pravidlo o aktuálnosti komentáře.

Pokud jde o použitou literaturu, lze politovat, že nebyly využity například publikace M. Hobzy k právním aspektům kapitálového trhu, knižní i článkové (s výjimkou specifické oblasti crowdfundingu). U pravidel provádění pokynů za nejlepších podmínek chybí odkaz na jediný odborný text k této otázce, který v českém jazyce vyšel a který vydal Š. Elek (v *Obchodněprávní revue* 1/2010). Logické a v současnosti neopominutelné je naopak zohlednění mnoha výstupů Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) a České národní banky (v prvním případě jde o 60, v druhém 68 výstupů).

Z věcných témat překvapí např.:

- úvaha „není úplně jasno v tom, zda zaknihovaný cenný papír je či není cenný papír“ na s. 204, která není nijak dále rozvedena,
- doporučení vyhnout se u složitých produktů poradenství a raději provést službu „execution only“, tedy provedení pokynu zákazníka za zjednodušených podmínek (na s. 362 a shodně s. 491). To ale dobré praxi neodpovídá a obecné pokyny ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II (ty současné i ty z roku 2018, na které komentář na více místech odkazuje) výslovně vyzývají k opačnému postupu. Např. „Produkty by proto neměly být

distribuční strategie u produktu (...) obecně umožní, aby se produkt dostal na určený cílový trh." (odstavec 56 na s. 20 uvedených obecných pokynů, verze 2023).

- údajně extenzivní přístup České národní banky, pokud v „určitém období“ vyžadovala pořizování nahrávek nahrávky investičního poradenství, viz na s. 533 a zejména s. 534. Ale zákon v té době (do konce roku 2023) výslovně požadoval „záznamy telefonických hovorů ... týkající se ... a investičních služeb poskytovaných zákazníkovi“, tedy všech služeb včetně poradenství. Po změně zákona k 1. 1. 2024 se změnil i přístup České národní banky, srov. stanovisko České národní banky „Záznamy telefonických hovorů a elektronické komunikace při poskytování investičních služeb (po 1. 1. 2024)“.

Přes uvedené (a spíše jen namátkou vybrané) výhrady však jde o knihu přínosnou, která může být referenční příručkou pro každého, kdo se právu kapitálového trhu věnuje či se o něj zajímá. Poskytuje na řadě míst kontext s prováděcí či jinak související úpravou (za zmínku stojí, že prováděcí předpisy mají z hlediska obecného právního řádu poměrně nestandardně často podobu nařízení EU) a přidává i takové zajímavosti, jako je náhled na přijímací pohovory na oddělení kapitálového Ministerstvu financí (s. 202).

*Aleš Smutný
Praha*