

**Stanovisko České národní banky  
k návrhu nové směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID II) a nařízení o trzích  
finančních nástrojů (MiFIR)**

**A. Obecně**

Česká národní banka při posuzování návrhů nové regulace vychází z principu kontinuity dosavadní úpravy. Pokud se v praxi neprokáže, že je stávající úprava nevyhovující a vyžadující změnu, není důvod tuto úpravu měnit. Je třeba přihlédnout mj. k nákladům, které si nová regulace vyžaduje. Evropská komise (dále jen „Komise“) tvrdí, že jednorázové náklady na zavedení *směrnice o trzích finančních nástrojů* (MiFID II) a *nařízení o trzích finančních nástrojů* (MiFIR) jsou daleko nižší, než na zavedení původní MiFID<sup>1</sup> s tím, že mohou dosahovat pro trh až 732 mil. EUR (navýšené následně o průběžné náklady až 586 mil. EUR). V situaci, kdy nová pravidla platí ani ne čtyři roky, zatěžovat trh dalšími dodatečnými náklady v uvedené výši nepovažujeme za správné. Nadto časté změny právní úpravy nepřispívají k její stabilitě a zajištění právní jistoty. Jakmile se trh přizpůsobí novým pravidlům, ESMA a orgány členských států přijmou harmonizovaný výklad (přičemž jde o kontinuální a probíhající proces), dochází k další nákladné revizi se závažnými a nedostatečně promyšlenými dopady na trh (např. úplný zákaz přijímat pobídky při poskytování tzv. nezávislého poradenství). Česká národní banka proto navrhuje, aby rozsah nové regulace byl ještě pečlivě zvážen a omezen jen na skutečně potřebné změny.

Česká národní banka zásadně nesouhlasí s premisou, ze které návrhy nové regulace vycházejí, a to, že větší regulací lze zajistit větší konkurenceschopnost trhu a EU firmám v globální soutěži. V té souvislosti Česká národní banka odmítá optimistické hodnocení dosavadních zkušeností s MiFID. Regulace MiFID přinesla zátěž a náklady pro regulované subjekty a to bez odpovídajícího přínosu pro zákazníky.

Česká národní banka nesouhlasí s rozšiřováním finanční regulace do nesouvisejících oblastí (typicky emisní povolenky a komodity), ani do oblastí, které orgánům dohledu na finančním trhu nepřísluší dohlížet (např. genderová, věková a geografická vyváženost správní rady). Rozhodné je, zda správní rada má předpoklady pro řádné a obezřetné řízení. Úprava nových povinností v oblastech dosud vyhrazených soukromému právu sebou nese neodůvodněné rozšiřování činnosti orgánů dohledu do oblastí, které jim principiálně dohlížet nenáleží.

Podle názoru České národní banky musí být důsledně respektován princip subsidiarity a proporcionality, tj. není bez dalšího vhodné přijímat evropskou regulaci tam, kde nemůže přihlédnout k rozdílným podmínkám členských států, a je tak pro některé z nich nevhodná (např. definice SMEs).

Za efektivní považuje Česká národní banka ponechat dohled a odpovědnost za něj na národních orgánech dohledu jednotlivých států a ponechat ESMA především koordinační úlohu, zejména ve smyslu nalézání harmonizovaného výkladu přijatých pravidel. Česká národní banka je zásadně proti postupnému přesouvání pravomocí národních orgánů dohledu na ESMA.

---

<sup>1</sup> Směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) je účinná od 30. dubna 2004, měla být členskými státy aplikována od 1. listopadu 2007. V ČR transponováno k 1. červenci 2008.

## **B. Zásadní připomínky**

### **1. Posilování pravomocí ESMA**

Česká národní banka zásadně nesouhlasí s dalším posilováním pravomocí ESMA. V návrhu MiFID i MiFIR se uvedené projevuje zejména tím, že řada ustanovení má být doplněna technickými standardy, které bude navrhovat ESMA. Tím dochází k postupnému a neodůvodněnému přesunu pravomocí od národních autorit. Nadto ani skutečnost, že určitý standard bude přijat na úrovni ESMA, nezaručí jeho jednotnou aplikaci, například může dojít k různému výkladu ze strany členských států, stejná terminologie bude mít jiný význam v návaznosti na praxi, právní tradice aj.

ESMA navíc získala pravomoc na úrovni EU dočasně zakázat nebo omezit nabízení, distribuci nebo prodej určitých finančních nástrojů či určitou aktivitu nebo praktiku již v nařízení o ESMA. Obdobnou pravomoc mají národní orgány dohledu pro svou jurisdikci, což považuje Česká národní banka za dostačující. Česká národní banka vidí úlohu ESMA zejména v koordinační činnosti, nikoliv v činnosti rozhodovací. K harmonizaci pravidel a výkonu dohledu nejsou nutné nové pravomoci pro ESMA. Nejasné jsou procesní aspekty výkonu pravomocí ESMA, například jak bude efektivně zajištěno, že postup ESMA, třebaže v souladu s nařízením, nebude porušovat ústavně chráněna práva jednotlivců v daném členském státě (tj. podle jakých správních předpisů bude ESMA postupovat). Chybí také analýza nákladů pro výkon pravomocí, např. nejsou promyšleny náklady na překlady, právní pomoc apod.

### **2. Limity na obchodování s deriváty**

Rozšiřující se pravomoci ESMA jsou patrné u možnosti stanovit limity na pozice při obchodování s deriváty. ESMA bude mít pravomoc vyžadovat si informace od všech osob o velikosti a účelu jejich pozice nebo expozic držených prostřednictvím derivátů a dále bude mít možnost zamezit osobám vstupovat do derivátových pozic, pokud tak neučinil příslušný národní orgán dohledu. Česká národní banka uvedené pravomoci pro ESMA jednoznačně odmítá, neboť ty budou nepřiměřeně zasahovat do pravomocí národních orgánů dohledu a nejsou potřebné.

### **3. Pravidla před- a poobchodní transparence**

Česká národní banka požaduje, aby byl řádně analyzován konkrétní dopad nových pravidel před- a poobchodní transparence, zejména s ohledem na dluhopisový a derivátový trh. Máme za to, že při nastavování pravidel zejména předobchodní transparence musí být rozlišováno, na který trh a na které typy investičních nástrojů bude uplatňována. Domníváme se, že případný negativní dopad na trhy by mohl ve svém důsledku podstatně ovlivnit korporátní financování nebo možnosti zajišťování se proti rizikům. Transparence pro dluhopisový a derivátový trh by tedy měla být přizpůsobena velikosti uzavíraných obchodů, typu transakcí a frekvenci obchodování na příslušném trhu atd. Česká národní banka se domnívá, že pro investory je podstatnější poobchodní transparence, neboť jim umožní vyhodnotit, zda transakce byla provedena pro ně nejvýhodnějším způsobem (*best execution*), a zároveň získaná informace slouží k oceňování jimi držaných aktiv, na tuto poobchodní transparenenci by se proto měl návrh nové regulace zaměřit.

#### **4. Zpřísnění pravidel pro obchodování mimo převodní místa**

Česká národní banka je proti zpřísnění pravidel v podobě navržených v MiFID II. Česká národní banka má za to, že návrh Komise jde nad rámec doporučení CESR, na které se odkazuje, a domnívá se, že i nad rámec cíle vyhlášeného G 20. CESR doporučoval stanovení rámce a cílů k dosažení vyšší standardizace OTC derivátů, monitoring vývoje a pouze v krajním případě (tj. absence tržních iniciativ) regulatorní intervenci. V obdobném smyslu CESR doporučoval nastavení rámce a cílů pro přesun obchodování těchto standardizovaných OTC derivátů na organizované trhy.

Současný návrh Komise počítá s vytvořením technických standardů, které určí skupiny derivátů povinně obchodovaných na organizovaných trzích, přičemž v úvahu má být brána likvidita, velikost obchodu a počet a druh aktivních účastníků trhu. Česká národní banka se domnívá, že vytvoření statického seznamu povinně obchodovaných derivátů může přinést aplikační obtíže. Direktivní přístup bez diskrece trhů omezí flexibilitu a možnosti efektivního zajišťování rizik. Tento návrh s významnými dopady na trh přitom postrádá dostatečnou analýzu dopadů na trh.

#### **5. Pravidla pro algoritmické a vysokofrekvenční obchodování**

Návrh pravidel pro algoritmické a vysokofrekvenční obchodování stanovují požadavek na dodávání likvidity, a to za všech okolností.<sup>2</sup> Toto opatření Česká národní banka zásadně odmítá a považuje jej za neodůvodněné a nejasné. Přípustné způsoby obchodování jsou dostatečně pokryty již stávajícími pravidly MiFID a MAD<sup>3</sup>. Česká národní banka taktéž nesouhlasí s pravidelným zasíláním detailního popisu obchodního modelu vysokofrekvenčních obchodníků. Pro takovou povinnost není důvod. Odůvodněné není ani aby národní orgány dohledu posuzovaly a schvalovaly tato pravidla zvlášť. Považujeme za dostačující současný model, kdy je takovýto popis systému vyžadován při kontrole na místě a taktéž může být vyžádán kdykoliv *ad hoc*.

#### **6. Investiční poradenství poskytované jako nezávislé (*on an independent basis*)**

Česká národní banka podporuje transparentci poskytovatele investičního poradenství vůči zákazníkům, zejména odkrytí pobídek (tak, jak je tomu podle platné úpravy), a zavedení nové povinnosti, že musí být před poskytnutím rady zhodnoceno dostatečné množství investičních nástrojů dostupných na trhu.

Česká národní banka se ale staví proti zákazu jakékoli odměny, poplatku, provize, nebo jiné pobídky od třetích stran pro případ, že je poradenství poskytováno jinou osobou než tvůrcem produktu (*on an independent basis*). Toto opatření bude mít závažné dopady na trh, když v ČR ani v dalších státech není rozšířeno poradenství, kdy by poskytovatelé byli placeni pouze zákazníkem. Současná regulace, ve které je obsažen zákaz přijímání pobídek, které mohou vést k porušení povinnosti obchodníka jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníka a transparence ohledně přijaté pobídky, je dostačující. Dále Česká národní banka zastává názor, že nový zákaz by stejně mohl být snadno obejit tím, že by

<sup>2</sup> Viz bod 6. návrhu směrnice MiFID II.

<sup>3</sup> Market Abuse Directive (MAD). Směrnice 2003/6/ES o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu).

distribuci a nezávislé poradenství zajišťovaly různé, ale propojené osoby. Na druhou stranu za odpovídající považujeme, aby osoba přijímající pobídky nesměla označovat své poradenství jako nezávislé.

Česká národní banka souhlasí se zákazem přijímat pobídky od poskytovatelů produktů při poskytování investiční služby *portfolio management*, ledaže jsou plně přeneseny na zákazníka.

## **7. Neodůvodněné zásahy do corporate governance**

Podle České národní banky zásadní rozdíly mezi anglosaským právem a kontinentálním právem, jakož i mezi právními tradicemi jednotlivých států, činí harmonizaci regulace corporate governance v EU velmi obtížnou a současně bez přínosu (co je vhodné pro jeden systém, nemusí vyhovovat druhému). Nejde jen o jiné právní prostředí, ale také o jiné ekonomické prostředí. To má dopady do priorit a způsobu řešení.

Ostatně návrh MiFID sám ukazuje, jak je obtížné formulovat regulaci vhodnou pro anglosaský model a současně kontinentální model. Nedává například smysl v českém prostředí, kde je člen představenstva současně zpravidla – v bankách povinně - v manažerské pozici (*senior manager*) pravidlo MiFID, podle kterého je člen správní rady povinen vykonávat svoji činnost tak, aby mohl efektivně zhodnotit a napadnout rozhodnutí učiněné senior manažerem, nebo povinnost člena správní rady efektivně dohlížet činnost senior managementu.

Česká národní banka je zásadně proti zavádění detailních pravidel pro složení správní rady. V českých podmínkách s majoritním akcionářem je odpovědností a právem akcionáře zvolit si takové členy představenstva, které sám považuje za vhodné. Stávající regulace na finančním trhu pak dává České národní bance dostatečné prostředky, aby zabránila obsazení funkce nevhodnou osobou nebo nevhodnému složení statutárního orgánu.

Podle České národní banky orgánům dohledu nepřísluší posuzovat, zda je správní rada dostatečně genderově, věkově, nebo geograficky vyvážená (např. budou-li ve správní radě starší odborníci v podobném věku, není zřejmé, zda bude muset orgán dohledu požadovat obsazení mladšími, nezkušenými členy). Nevhodné je zakládat pravomoc pro orgán dohledu, aby umožnil souběh členství ve více správních radách apod. Postačovalo by obecné pravidlo, že člen správní rady musí mít dostatečnou časovou kapacitu a odbornost pro výkon funkce, resp. obecné předpoklady pro řádné a obezřetné řízení (tak jako dosud) a nikoli zavádět detailní pravidla pro souběhy funkcí s pravomocí orgánu dohledu povolit výjimku.

Nová pravidla pro obsazení správní rady navíc mohou vést k potlačení, či popření cílů regulace, tj. zajištění řádného a obezřetného řízení, když na místo toho bude pozornost regulovaných subjektů a orgánů dohledu zaměřena na zajištění „správného“ obsazení správní rady (tj. odpovídajícího genderového, věkového, vzdělanostního, profesního a geografického profilu členů správní rady).

## **8. Emisní povolenky**

Česká národní banka je rozhodně proti tomu, aby emisní povolenky byly definovány jako investiční nástroj a obchodování s nimi bylo dohlíženo orgány dohledu nad finančním trhem.

Sama Komise uvedla v rámci veřejné konzultace k revizi MiFID, že emisní povolenky lze klasifikovat jako nehmotný majetek nebo jako komoditu. Ze skutečnosti, že komodita je podkladovým aktivem pro derivát, nelze dle názoru České národní banky dovozovat, že by s ní mělo být zacházeno stejně jako s investičním nástrojem. Tento závěr nemohou odůvodnit ani podvody, ke kterým má podle Komise docházet při obchodování s emisními povolenkami (mediálně známé podvody měly navíc povahu kriminálních aktivit a dohled nad finančním trhem by jim nemohl předejít). Obchody s emisními povolenkami dosud nespádaly do finanční regulace a Česká národní banka nevidí důvod ke změně. Nakládání s emisními povolenkami jako s investičním nástrojem by bylo závažným precedentem, který povede k rozšiřování finanční regulace a činností orgánů finančního dohledu do oblastí, která jim dohlížet nepřísluší.

Na druhou stranu Česká národní banka nemá námitek proti tomu, aby bylo obchodníkům umožněno s emisními povolenkami obchodovat.

## **9. Stanovení detailních pravidel ukládání administrativních sankcí**

Česká národní banka nepovažuje za nutné, aby na evropské úrovni byla stanovena detailní pravidla pro ukládání sankcí. Sebevíce podrobný popis sankčních pravidel nemůže automaticky zajistit jejich konzistentní aplikaci, neboť orgán dohledu bude vždy povinen přihlídnout ke specifickým okolnostem každého jednotlivého případu.

Stanovení maximální hranice peněžitého trestu v relativní výši (tj. jako procenta z obrátu) považuje Česká národní banka za akceptovatelné, neboť takový postup zohledňuje finanční sílu entity, které má být peněžité sankce ukládána, Česká národní banka je ale proti stanovení jednotné maximální hranice peněžitých trestů v absolutních částkách, která může být pro některé členské státy příliš nízká.

Úprava sankcí by měla být na evropské úrovni stanovena jen obecně, s tím, že členský stát je povinen stanovit dostatečně účinné sankce, případně uvést jejich výčet dle druhu, nikoli konkrétní výši horní sazby peněžité sankce. Česká národní banka je toho názoru, že stávající úprava sankcí v MiFID je plně dostačující a změna na evropské úrovni není dostatečně odůvodněná, ani potřebná.

Česká národní banka zásadně nesouhlasí se zaváděním sankcí ukládaných členům správní rady a managementu pro případ, že osoba s kvalifikovanou účastí vykonává vliv, který by mohl mít dopad na řádné a obezřetné řízení finanční instituce. Problém bude zejména důkazní břemeno. Je nanejvýš problematické dokazovat, že se osoba ve správní radě nechala ovlivnit osobou s kvalifikovanou účastí (např. ústní pokyny apod.). Pro výkon dohledu je dostatečné, pokud je instituce řádně a obezřetně řízena a v případě, že není, požadovat výměnu odpovědných osob ve vedení instituce. Česká národní banka upozorňuje, že pro případ kriminálního jednání budou k dispozici trestní sankce a v rovině soukromoprávní stíhá člena správní rady široká odpovědnost za výkon funkce.

## **10. Data traffic**

Česká národní banka požaduje jasnou úpravu pravomocí orgánu dohledu vyžadovat (a) záznamy hovorů a elektronické komunikace se zákazníkem (čl. 16 MiFID II) a (b)

provozní a lokalizační údaje od operátorů (čl. 71 MiFID II). Pokud jde o možnost vyžadovat údaje od operátorů, Česká národní banka rozumí nutnosti tuto pravomoc omezit, (např. lze uvažovat o předchozím souhlasu soudu), současně ale odmítá, aby byly zavedeny takové omezující podmínky (jak činí návrh MiFID II), které výkon této pravomoci znemožní.

## 11. Whistleblowing

Zavedení programu motivace k oznamování nepravostí (*whistleblowing*) ve směrnici MiFID II Česká národní banka odmítá a požaduje, aby zavedení těchto programů bylo ponecháno v plné míře na úrovni členských států, a to jak u oznamování orgánům dohledu, tak u interního oznamování v rámci instituce pověřenému kontrolnímu útvaru (např. compliance).

## C. Ostatní připomínky

### 1. Řízení pozic

Česká národní banka zásadně požaduje, aby bylo vyjasněno, zda se pravomoci ESMA i národních orgánů dohledu při možnosti stanovit limit pozic a expozič vztahují na všechny druhy derivátů či jen na komoditní deriváty.

### 2. SME růstový trh jako segment MTF

Česká národní banka je proti regulaci nového trhu pro SMEs na evropské úrovni. Zavedení SME růstového trhu do legislativy členského státu by mělo zůstat v jeho diskreci. Necht' takovou úpravu transponují státy s dostatečně velkým trhem, kde dává smysl. O zavedení SME růstového trhu má Česká národní banka pochybnosti, neboť nový (segment) trhu pro SMEs s nižším standardem informačních povinností může vést k nedůvěře investorů a paradoxně přístup SMEs ke kapitálu spíše zhoršit (tj. rozdělení trhu na ty, kteří informují plně, a druhou kategorii SMEs, které informují přiměřeně). Lze očekávat, že se konzervativní investoři spíše přikloní k tradičním trhům, které znají a kterým důvěřují, než k těm „novým“ s nižší mírou transparence a ochrany. Dnes plní funkci platformy pro obchodování SMEs „nové trhy“ apod. ve volnějším režimu MTF.

Pokud jde o kritérium pro stanovení SMEs, tj. kritérium průměrné roční tržní kapitalizace ve výši méně než 100 mil. EUR, posuzováno za poslední tři roky, lze namítat, že taková harmonizace na evropské úrovni může být kontraproduktivní. To, zda podnik spadá, resp. má spadat do kategorie SMEs, se bude lišit v závislosti na podmínkách členských států.<sup>4</sup> Nevýhodou pevně stanoveného kritéria je také to, že se velikost SMEs může měnit v čase. Nelze vyloučit, že pevně stanovené kritérium tržní kapitalizace bude pro některé státy znamenat, že jen poměrně malý počet emitentů překročí práh pro SME a mnozí emitenti, kteří plnili dosavadní informační povinnosti, budou podrobena nižšímu informačnímu standardu. Pokud by mělo být kritérium stanoveno, tak raději flexibilněji národními státy s přihlédnutím

---

<sup>4</sup> Pokud jde o podmínky v České republice, dle statistiky BCPP k říjnu 2011 z 20 emitentů akcií s největší tržní kapitalizací by kritérium nesplnily celkem 4 společnosti (např. AAA, ORCO). Upozorňujeme, že jde jen o základní porovnání s daty za říjen.

k velikosti a podmínkám místního trhu. Bude také nutné vyjasnit, zda má být jako růstový trh registrován vždy celý MTF, nebo jen jeho dílčí segment.

Pozitivně Česká národní banka hodnotí, že založení růstového SME trhu je v diskreci provozovatele MTF.

Česká národní banka jako nejvhodnější řešení navrhuje, aby byla dána členským státům možnost diskrece, zda budou aplikovat ustanovení o SME růstovém trhu tak, aby malé státy, pro které je nová platforma nevhodná, nemusely tato ustanovení aplikovat, nebo mohly snížit kritérium tržní kapitalizace, tak aby odpovídalo jejich podmínkám.

### **3. Doba uchovávání zákaznické komunikace**

Doba uchovávání záznamů o komunikaci se zákazníkem (tj. včetně obsahu konverzace) je uložena obchodníkům v délce 3 let, tj. zkrácena oproti stávajícím 5 letům. Doporučujeme ponechat 5 let.

### **4. Hlášení obchodů**

V rámci navrhované definice nástrojů, které nejsou předmětem hlášení obchodů se uvádí, že se také jedná o nástroje, které nemohou mít dopad na finanční nástroj přijatý k obchodování na MTF nebo OTF (*do not or are not likely to have an effect on a financial instrument admitted to trading*). Domníváme se, že takové určení je příliš široké a neurčité a bylo by vhodné jej upřesnit, např. na úrovni ESMA.

### **5. Poskytování služeb firmami ze třetích zemích na evropském trhu (pobočkou či bez pobočky)**

Nový režim považuje Česká národní banka za nevhodný a nepodporuje jej. Problematické je již samo rozdělení regulace poskytování služeb non-EU firmami do dvou předpisů s odlišným režimem. Jedno v pravomoci členských států (podnikání pobočkou) v MiFID II, jedno v pravomoci ESMA (podnikání bez založení pobočky) v MiFIR. Pokud je již nutná evropská úprava, pravomoci je potřeba ponechat národním orgánům dohledu, bez ohledu na to jakou formou bude podnikání non-EU firmou realizováno. Dále je Česká národní banka proti tomu, aby non-EU pobočka, která získala povolení podnikat v jednom členském státě mohla bez dalšího poskytovat služby v dalším. Nejasná je i samotná navržená úprava, bude nutné žádat o její precizaci.