

K některým otázkám sdružování pokynů

I. Pojem „sdružování pokynů“

Za účelem odstranění některých nejasností vyskytujících se v činnosti obchodníků s cennými papíry ve vztahu k § 11 vyhlášky č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, Komise pro cenné papíry považuje za žádoucí seznámit obchodníky s cennými papíry a investiční společnosti, které vykonávají činnost podle § 15 odst. 3 a 4 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, (dále společně též jako „obchodník s cennými papíry“) s přístupem Komise k některým otázkám sdružování pokynů.

Pojmem „sdružování pokynů“ Komise rozumí seskupování individuálních sdružených pokynů buď výhradně k nákupu nebo výhradně k prodeji stejného investičního nástroje na vlastní nebo cizí účet do jednoho sdruženého pokynu obchodníka s cennými papíry.

II. Současná právní úprava

Obchodník s cennými papíry je podle ustanovení § 15 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů povinen jednat v souladu s požadavkem kvalifikovaného, čestného a spravedlivého poskytování služeb a plnit pokyny zákazníků za nejlepších podmínek – tyto povinnosti se vztahují i na postup při sdružování pokynů.

Podmínky, za nichž je obchodník oprávněn sdružovat pokyny svých zákazníků navzájem a také s pokyny na vlastní účet, upravuje podrobněji ustanovení § 11 odst. 1 vyhlášky č. 258/2004 Sb.

Ustanovení § 11 odst. 2 téže vyhlášky dále stanoví, že pro obchod uskutečněný obchodníkem ve prospěch více než jednoho zákazníka v rámci smluv o obhospodařování cenných papírů (dále jen „smlouvy o obhospodařování“), platí odstavec 1 obdobně.

Ustanovení § 12 písm. g) zákona o podnikání na kapitálovém trhu kromě toho ukládá obchodníkovi s cennými papíry povinnost zavést pravidla pro sdružování pokynů zákazníků.

Z výše uvedeného vyplývá, že obchodník s cennými papíry musí mít ve vnitřním předpise definován postup při sdružování pokynů a následné rozdělení realizovaných obchodů mezi jednotlivé zákazníky.

Podle ustanovení § 76 odst. 1 zákona o kolektivním investování se na investiční společnost při obhospodařování majetku zákazníka vztahují ustanovení zvláštních právních předpisů, upravující pravidla jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, deník obchodníka s cennými papíry a informační povinnost obchodníka s cennými papíry. Povinnost investiční

společnosti zavést kromě pravidel obezřetného podnikání též postup při sdružování pokynů zákazníků je stanovena v § 76 odst. 1 písm. c) zákona o kolektivním investování.

III. Důvody pro sdružování pokynů

Důvodem pro sdružování pokynů musí být buď prospěch zákazníka anebo současný prospěch jak zákazníka, tak obchodníka.

Prospěch zákazníka nejčastěji spočívá v možnosti přístupu na trh nebo do obchodního systému (např. SPAD), na kterém z důvodu nedostatečného množství disponibilních peněžních prostředků nebo investičních nástrojů jinak nemá jednotlivý zákazník možnost uzavřít obchod. Převážně se bude jednat o trhy a obchodní systémy, na kterých se obchoduje výhradně ve standardizovaných množstevních jednotkách, tzv. lotech. Dále se může jednat o trhy či obchodní systémy, na které je nutné přistupovat prostřednictvím třetích stran, jejichž poplatky zahrnují buď fixní složku, nebo mají degresivní charakter - případně jsou kombinací těchto přístupů. V takovém případě se zvýšením celkového objemu pokynu sníží náklady obchodování na dotčeném trhu, resp. v obchodním systému.

Sdružování pokynů podávaných komitenty na trhy, na kterých lze obchodovat s libovolným množstvím investičních nástrojů, považuje Komise, s ohledem na pravidla nejlepších podmínek a časové priority¹, za velmi obtížně realizovatelné. V případě sdružování pokynů na trhu, na kterém se neobchoduje se standardizovaným množstvím investičních nástrojů, je sdružení přípustné, pouze pokud přináší pro zákazníka prokazatelnou výhodu (snížení nákladů, rozšíření nabídky trhů, investičních nástrojů nebo služeb apod.).

IV. Přístup Komise k některým zásadám sdružování pokynů

4.1. Písemný předchozí souhlas se sdružením pokynu

Podle ustanovení § 11 odst. 1 písm. d) vyhlášky č. 258/2004 Sb. je obchodník oprávněn sdružit pokyny, jestliže předem informuje všechny zákazníky, jejichž pokyny jsou sdruženy, o možnosti, že jejich pokyn bude sdružen, a způsobu vypořádání obchodu uzavřeného na základě sdruženého pokynu mezi jednotlivé zákazníky, a tito zákazníci písemně vyjádřili souhlas s tímto postupem obchodníka v pokynu nebo ve smlouvě s obchodníkem.

Povinnost získání písemného souhlasu zákazníka s možným sdružením pokynu lze rámcově řešit v komisionářské smlouvě (popř. v nepojmenované smlouvě s obchodníkem nebo v obchodních podmínkách, pokud jsou součástí výše zmíněných smluv) nebo poskytnutím tohoto souhlasu v každém jednotlivém pokynu. Pokud by byla povinnost získání písemného souhlasu zákazníka s možným sdružením pokynu řešena rámcově v některé smlouvě mezi zákazníkem a obchodníkem, obchodník musí přesto dát zákazníkovi možnost tento souhlas pro jednotlivý pokyn neudělit. Možností vyjádření nesouhlasu zákazníka se sdružením pokynu se realizuje jeden z požadavků na jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníkem, kdy obchodník s cennými papíry je povinen ve vztahu se zákazníkem přihlížet v nejvyšší možné míře k jeho individuálním podmínkám (§ 14 odst. 1 písm. e) vyhlášky č. 258/2004 Sb.).

¹ srov. § 20 vyhlášky č. 258/2004 Sb.

4.2. Identifikace a rozdělení sdružovaných pokynů

Podle ustanovení § 11 odst. 1 písm. e) vyhlášky č. 258/2004 Sb. je obchodník oprávněn sdružovat pokyny svých zákazníků navzájem a také s pokyny na vlastní účet, jestliže obchodník zajistí identifikaci sdružovaných pokynů i sdruženého pokynu a jeho provedení, jakož i jejich evidenci v deníku obchodníka. Obchodník je dále povinen zajistit, že nedostatek peněžních prostředků nebo investičních nástrojů na straně zákazníka nebo obchodníka neznemožní ani neohrozí provedení pokynu jiného zákazníka a zároveň zajistit spravedlivé rozdělení nakoupených investičních nástrojů a vzniklých nákladů mezi jednotlivé zákazníky, jejichž pokyny jsou sdruženy, a případně i na vlastní účet, na základě předem stanovené rozvrhové základny. Jestliže nemůže být uspokojen celý sdružený pokyn, musí obchodník přednostně uspokojit pokyny zákazníků, ledaže je schopen prokázat, že bez jeho vlastního pokynu by nebylo možné pokyny zákazníků uspokojit za výhodnějších podmínek nebo vůbec.

Komise považuje za vhodný takový postup při sdružování pokynů, kdy individuální pokyny jednotlivých zákazníků (komitentů) nebo dílčí rozhodnutí portfolio manažera k transakcím na účet jednotlivých zákazníků v rámci obhospodařování vytváří v obou případech sdružený pokyn jako předem stanovenou sumu individuálních sdružovaných pokynů. Již předem tedy musí být určeni zákazníci, mezi které bude obchod uskutečněný na základě sdruženého pokynu rozdělen, stejně jako výše podílu jednotlivých zákazníků. Kritériem pro stanovení výše podílu jednotlivého zákazníka je zejména limit investice jednotlivého zákazníka, popř. počet požadovaných nebo nabízených cenných papírů.

Nutným předpokladem následné kontroly spravedlivého postupu při sdružování pokynů je jednoznačná identifikace způsobu sestavení a vypořádání sdruženého pokynu v deníku obchodníka. Zápis v deníku musí obsahovat údaje, z nichž bude možné zjistit, ke kterému sdruženému pokynu byl určitý sdružovaný pokyn přiřazen, a to již před podáním příslušného sdruženého pokynu.

Pokud obchodník s cennými papíry nabízí v rámci obhospodařování standardizovaná typová portfolia, může uložit portfolio manažerům povinnost realizovat obchody pro zákazníky se shodnou investiční strategií ve shodném okamžiku a se stejným procentním podílem identického investičního nástroje. Pokud je tato povinnost zakotvena ve vnitřním předpise, není nutné sdružený pokyn skládat z jednotlivých pokynů, neboť rozvrhová základna je dána volbou určitého typu investiční strategie svěřeného majetku zákazníka, který je obhospodařován určitým portfolio manažerem. Protože však mohou být rozdíly v objemu disponibilních prostředků v důsledku rozdílného načasování vkladů a výběrů peněžních prostředků nebo investičních nástrojů, je v takovém případě nutné přizpůsobit uvažovaný výsledný podíl příslušné investice v portfoliu nejnižšímu podílu disponibilních peněžních prostředků mezi všemi zákazníky s příslušnou investiční strategií.

Z výše uvedeného schématu lze připustit výjimku jen v odůvodněných případech, jakými může být např. zlikvidování portfolia před ukončením vypovězené smlouvy o obhospodařování nebo před plánovaným výběrem peněžních prostředků.

Další možnou výjimkou je např. realizace „stop-loss pokynů“, jejichž předmětem je výprodej stejného procentního podílu určitého investičního nástroje ze všech portfolií, ve kterých je

zastoupen, případně ze všech portfolií určitého druhu nebo ze všech portfolií obhospodařovaných určitým portfolio manažerem.

Vypořádání jednotlivých pokynů, které byly sdruženy, se v případě postupného uspokojování sdruženého pokynu za rozdílné ceny uplatní zásada váženého průměru cen; v případě částečného uspokojení sdruženého pokynu je nutno rozdělit cenné papíry i poplatky poměrně podle původně zamýšleného rozdělení (metoda *pro rata*). V odůvodněných případech a jestliže je to v zájmu zákazníka, použije se výhrada poplatkové efektivity². V tomto případě je však nutné vysvětlit v deníku obchodníka důvod nerealizovaného obchodu.

Průměrování realizační ceny pro všechny zákazníky ze vzájemně nezávislých sdružených pokynů učiněných na základě různých investičních rozhodnutí považuje Komise za nepřipustné. Za jinak vymezený okruh zákazníků Komise považuje i případ, kdy se jedná o stejné zákazníky, ale existuje alespoň mezi některými z nich rozdíl v poměrech objemu nabízených nebo poptávaných investičních nástrojů.

Průměrování realizační ceny je naopak přípustné a vhodné v případě nutnosti rozdělit hromadný pokyn realizovaný na základě téhož investičního rozhodnutí portfolio manažera na více dílčích sdružených pokynů realizovaných postupně³ nebo v různých obchodních systémech⁴.

Kontaktní osoby:

Ing. Petr Dittrich, tel.: 221 096 317, e-mail: petr.dittrich@sec.cz

Mgr. Jaroslav Sysel, tel. 221 096 464, e-mail: jaroslav.sysel@sec.cz

² Výhradou poplatkové efektivity se rozumí případ, kdy poměrná část poplatku spojeného s jen částečně realizovaným obchodem na základě sdruženého pokynu je vyšší než případný prospěch zákazníka z uskutečněného obchodu.

³ např. v případě, že příslušný obchodní systém umožňuje obchodovat jen po jednotlivých lotech, takže uvažovaný sdružený pokyn k transakci s několika loty investičního nástroje musí být rozdělen na více sdružených pokynů k transakci s jedním lotem a realizován postupně

⁴ např. v případě, že je část uvažovaného sdruženého pokynu odpovídající celým násobkům lotu realizována v obchodním systému, ve kterém se obchoduje v lotech, a zbývající oddíl je nutné realizovat v jiném obchodním systému