

Vezměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

# EU Listing Act ruší povinnost oddělených plateb za investiční výzkum při obchodování na kapitálovém trhu

EU Listing Act přináší zásadní změnu v režimu poskytování služeb investičního výzkumu (investment research) na kapitálovém trhu s cílem zatraktivnit jej pro emitenty a snížit regulační zátěž. Ruší totiž povinnost oddělovat platby za investiční výzkum od poplatků za provedení obchodu zavedenou směrnicí MiFID II v roce 2018 (tzv. unbundling). Nově tak bude možné hradit investiční výzkum opět společně s poplatky za provedení pokynu, což může snížit administrativní náklady a podpořit širší analytické pokrytí trhu i informovanost investorů.

## Investiční výzkum - definice a význam

*Investment research* neboli **investiční výzkum** představuje služby spočívající v analýzách investičních příležitostí, typicky ve formě analytických zpráv o emitentech a trzích. Z právního hlediska jde o **doplňkovou investiční službu** podle MiFID II – konkrétně „investiční výzkum a finanční analýzu nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodů s finančními nástroji“[1]. V praxi investiční výzkum zajišťují analytici investičních firem (bank, obchodníků s cennými papíry či specializovaných společností) a jeho výstupy slouží investorům při rozhodování. Kvalitní výzkum zvyšuje informovanost trhu, podporuje správné ocenění akcií a zejména u menších či nových emitentů může výrazně zlepšit viditelnost společnosti mezi investory.

Historicky byl investiční výzkum nabízen klientům **bez samostatné platby**, jako součást komplexních služeb obchodníka s cennými papíry. Náklady na analytické pokrytí trhu byly tradičně **kryty provizemi za obchodování** – brokerské firmy financovaly svůj výzkum z poplatků, které inkasovaly při realizaci pokynů klientů. Tento model společné úhrady za provedení obchodu a výzkum (tzv. **bundling**) byl dlouhodobě zavedenou tržní praxí a přispěl k široké dostupnosti analytických zpráv. Zároveň však vyvolával obavy ohledně transparentnosti nákladů a možného střetu zájmů. Investor často netušil, jakou část poplatků platí za samotné obchodování a jakou za výzkum, a portfolio manažeři mohli být motivováni směřovat obchody k těm brokerům, kteří poskytovali kvalitní výzkum, namísto aby rozhodovali čistě na základě nejlepších obchodních podmínek.

## MiFID II a povinné oddělení plateb za investiční výzkum (*unbundling*)

Regulační reakce na uvedené obavy přišla s MiFID II, která od roku 2018 zásadně změnila způsob financování investičního výzkumu. Směrnice MiFID II, v rámci pravidel o pobídkách, zakazovala investičním firmám přijímat od třetích stran **jakékoli peněžní či nepeněžní plnění v souvislosti s poskytováním investičních služeb klientům, které by představovalo konflikt zájmů**. Za takovou pobídku byl nově **považován i investiční výzkum** od brokerských společností, pokud by byl poskytován jako součást placeného obchodování.

Výsledkem bylo zavedení povinnosti **oddělit platby za investiční výzkum od plateb za provedení obchodů**, a to buď **(i) platit za výzkum přímo** ze svých provozních prostředků, anebo **(ii) zřídít**

**zvláštní účet pro výzkum** (*Research Payment Account*)[2], do nějž klienti přispívají zvláštním poplatkem určeným na úhradu výzkumu. Mimo separátní platbu z vlastních zdrojů či účtu pro výzkum byly investičním firmám uloženy i další povinnosti. Například průběžné vyhodnocování kvality a přínosu odebíraných analýz na investiční rozhodování ve prospěch klientů. Cílem těchto změn bylo **zvýšit transparentnost nákladů, minimalizovat střety zájmů** při poskytování investičních služeb a omezit pobídky, které mohly vést k neobjektivnímu výběru brokerů. Klienti tak měli jasně vidět, kolik za výzkum platí, a rozhodování mělo vycházet z kvality služeb, nikoli z nepřímých motivací. *Unbundling* tak měl představovat významné posílení ochrany koncového investora a zajištění skutečného principu *best execution* při realizaci pokynu.

Zavedení povinného oddělení plateb za investiční výzkum mělo i **nežádoucí účinky** na fungování trhu. Správci fondů a investiční firmy poskytující správu individuálních portfolií museli nově výzkum hradit přímo (nebo z RPA), a mnozí proto snížili rozpočty na analytické služby. Výsledkem byl mírný průměrný pokles počtu analytiků na firmu, přičemž dostupné studie i data ESMA ukazují, že dopad byl výraznější zejména u větších, stabilnějších společností, zatímco pokrytí SME zůstalo relativně stabilní[3].

Regulátoři následně uznali, že nákladová a administrativní zátěž spojená s *unbundlingem* může brzdit rozvoj kapitálového trhu, a v rámci Listing Actu navrhli uvolnění pravidel.

### **Výhody a nevýhody oddělených vs. společných plateb**

Oddělené financování investičního výzkumu (**unbundling**) tak na jedné straně přineslo vyšší transparentnost nákladů a přispělo k omezení střetů zájmů, neboť správci aktiv volí brokery primárně podle kvality služeb a obchodních podmínek, nikoli kvůli navázanému výzkumu. Na druhou stranu však tento režim zároveň vedl ke snížení analytického pokrytí trhu, protože výzkum byl poskytován pouze tam, kde byl přímo hrazen. A vyšší náklady a administrativní náročnost přiměly řadu menších správců investiční výzkum omezit.

Naopak dřívější model společného financování výzkumu a obchodování (**bundling**) umožňoval širší pokrytí trhu a jednodušší provozní nastavení, ale trpěl nižší transparentností nákladů a rizikem, že investoři platí i za analýzy, které nevyužívají, což mohlo vést k neefektivní alokaci zdrojů a potenciálním střetům zájmů.

### **Nová úprava podle EU Listing Act**

Evropský zákonodárce si negativní trend investičního výzkumu uvědomil a přistoupil k **uvolnění regulačních požadavků**. Nejprve v roce 2021 zrušil povinnost *unbundlingu* pro investiční výzkum ohledně emitentů s tržní kapitalizací do 1 mld. EUR.

Začátkem října 2024 pak byl schválen evropský legislativní balíček zaměřený na zjednodušení pravidel a zvýšení atraktivity kapitálových trhů nazvaný souhrnně jako **EU Listing Act**. Jeho součástí je i Směrnice 2024/2811/EU novelizující MiFID II, která **ruší dosavadní omezení** a umožňuje společné platby za obchodování a výzkum bez ohledu na velikost emitenta.

Konkrétně se z čl. 24 MiFID II vypouští limit tržní kapitalizace do 1 mld. EUR pro emitenta, na nějž se investiční výzkum vztahuje – možnost platit investiční výzkum formou společných provizí tak bude nově platit pro všechny společnosti bez ohledu na jejich velikost[4][5].

Po účinnosti nových pravidel budou dostupné **tři režimy úhrady** investičního výzkumu: **(i) přímá platba** výzkumu z vlastních zdrojů investiční firmy (obchodníka s cennými papíry), **(ii) platba ze zvláštního účtu pro výzkum** spravovaného investiční firmou, nebo **(iii) společná platba** v rámci

poplatků za provedení pokynu.

Nově přidaný článek 24 odst. 9a MiFID II stanoví, že ať už investiční firma zvolí kterýkoli z uvedených způsobů, musí **vždy splnit podmínky** pro to, aby výzkum nebyl považován za nepovolenou pobídku. Tyto podmínky jsou následující: (i) investiční firma **musí mít uzavřenu smlouvu s poskytovatelem výzkumu**, která stanoví metodiku odměňování a způsob zahrnutí ceny výzkumu do celkové ceny služeb; (ii) investiční firma informuje své klienty o tom, zda se rozhodla hradit **služby provedení pokynu a výzkum společně nebo odděleně**, a zpřístupní jim svou politiku odměňování výzkumu, včetně řešení způsobu řešení střetů zájmů; klienti mají také právo na roční vyúčtování nákladů na tento výzkum; (iii) investiční firma **musí alespoň jednou ročně vyhodnotit** kvalitu, využitelnost a přínos výzkumu pro investiční rozhodování.

Uvedené požadavky zajistí, že i při návratu ke společným platbám bude zachována určitá míra transparentnosti a kontroly ze strany klientů a dohledových orgánů.

Nad rámec toho Listing Act zavádí ještě kategorii **výzkum financovaný emitentem** (tzv. *issuer-sponsored research*). Takové analýzy budou moci být distribuovány investory pouze tehdy, pokud budou jasně označeny jako výstup financovaný emitentem a budou vypracovány v souladu s EU kodexem chování *pro issuer-sponsored research*[6], který má vypracovat ESMA[7](*European Securities and Markets Authority*). Tento krok reaguje na potřebu podpořit pokrytí malých emisí i cestou, kdy si emitent sám zaplatí zpracování analýzy – kodex má zajistit nezávislost a objektivitu takto sponzorovaného výzkumu, aby mu investoři mohli důvěřovat.

## **Přechodné období do roku 2026**

Legislativní změny obsažené v Listing Act **musí členské státy implementovat do 5. června 2026**. Do té doby zůstává v platnosti stávající režim (včetně výjimky pro malé emitenty do 1 mld. EUR). Mezitím probíhá na úrovni EU příprava prováděcích předpisů k upřesnění detailů nové úpravy.

ESMA byla pověřena připravit změny v navazující delegované směrnici MiFID II (která doposud upravovala unbundling podrobně) a v říjnu 2024 zveřejnila technický konzultační dokument[8] k plánovaným úpravám čl. 13 Delegované směrnice 2017/593/EU, který nastínil nové požadavky pro všechny tři modely úhrady výzkumu a vyzval odbornou veřejnost k vyjádření. Finální podoba změn na úrovni prováděcího předpisu se očekává v roce 2025, nicméně zatím zveřejněna nebyla.

## **Závěr**

Novela MiFID II provedená prostřednictvím EU Listing Act **představuje návrat k dřívějšímu modelu financování investičního výzkumu**, jenž má posílit analytickou činnost a informovanost investorů, zejména na trzích s menšími emitenty. Zjednodušení regulace a odstranění překážek pro výzkum má podpořit atraktivitu evropských trhů a oživit investiční výzkum, což by mělo zlepšit fungování trhu a přístup firem ke kapitálu.



**Mgr. Vojtěch Láška, LL.M.,**

partner

**Jan Karel,**  
právní asistent



**KLB LEGAL**

[KLB Legal, s.r.o., advokátní kancelář](#)

Letenská 121/8  
118 00 Praha 1

Tel.: +420 739 040 363  
e-mail: [info@klblegal.cz](mailto:info@klblegal.cz)

- [1] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU (MiFID II), Příloha I, oddíl B, bod 5
- [2] čl. 13 Delegované směrnice 2017/593/EU
- [3] ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2, 2020, s. 83–89
- [4] Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2024/2811 ze dne 23. října 2024, kterou se mění směrnice 2014/65/EU (MiFID II), čl. 1 bod 2 písm. b), zrušující limit tržní kapitalizace 1 miliardy EUR uvedený v čl. 24 odst. 9a
- [5] Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. února 2021, kterou byl do čl. 24 směrnice 2014/65/EU (MiFID II) vložen nový odst. 9a
- [6] Dostupné na [www](#), k dispozici >>> [zde](#).
- [7] Čl. 24 odst. 3b a 3c směrnice 2014/65/EU (MiFID II) ve znění směrnice (EU) 2024/2811
- [8] ESMA Consultation Paper (ESMA35-43-5667) - Technical Advice to the European Commission on amendments to the research provisions in MiFID II Delegated Directive, publikováno 6. 10. 2024

© EPRAVO.CZ - Sběrka zákonů, judikatura, právo | [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz)

## **Další články:**

- [Prekluze důvodu neplatnosti VH](#)
- [Jak zahájit provoz mezinárodní letecké linky do České republiky \(EU\): právní požadavky pro aerolinky ze třetích zemí](#)
- [TOP 5 judikátů z korporátního práva za rok 2025](#)
- [Odštěpný závod zahraniční společnosti optikou NIS2: Jak správně určit velikost podniku?](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 31. - létající pořizovatel ve světle nového stavebního zákona](#)
- [SCHEJBAL& PARTNERS stáli u získání jedné z prvních licencí dle MiCA v ČR](#)
- [Proč dnes více než polovina M&A transakcí ve střední Evropě nekončí podpisem](#)
- [Přehnaná, nebo důvodná prevence? Zajištění a utvrzení závazků v praxi](#)
- [Návrh nového zákona o digitální ekonomice](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 30.: Jednání za s.r.o. - zápis jednatelského oprávnění do obchodního rejstříku](#)
- [Prověřování zahraničních investic a kybernetická regulace: řízená služba jako nová transakční](#)

proměnná