20. 10. 2025

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 směrovat 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*)

Regulatorní 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)zřídit**

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 kapitalizace 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 účtupro 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 *proissuer-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 vyjádření6. 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 Láska, 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

[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 – Sbírka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

Další články:

- Byznys a paragrafy, díl 23.: Smluvní byznys modely v energetice: PPA, dynamické tarify, „sdílená energie“
- Ochrana korporace a jejích členů proti zneužití hlasovacích práv
- Za smlouvu o výkonu funkce člena statutárního orgánu je třeba považovat každou smlouvu, která jí svým obsahem materiálně odpovídá, bez ohledu na to, jak je označena
- Základní rozdíly ve fungování společnosti s ručením omezeným v Anglii a v České republice – I. část
- Byznys a paragrafy, díl 22.: Zprostředkovatelská činnost v energetice: pravidla, dohled Energetického regulačního úřadu a spory se spotřebiteli
- Právo stavby a jeho uplatnění v praxi
- Odčinění nemajetkové újmy v souvislosti se zásahem do pověsti právnické osoby

- Současný trend mikrodomů a mobilních domů z pohledu financování a oceňování
- Výkladové obtíže § 66 odst. 1 ZOK
- Opustit firmu s dluhy není dobrý nápad aneb ručení jednatelů za dluhy SRO při neodvracení hrozícího úpadku
- Compliance produktu – nový směr firemní compliance