28. 12. 2012

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

# Právní úprava střetu zájmů v oblasti finančního trhu

Střet zájmů je jedním ze strukturálních rysů současných finančních trhů, neboť tyto trhy jsou charakterizovány především rostoucím podílem finančního zprostředkování různého druhu. Finanční zprostředkovatelé zde přitom vystupují v mnoha podobách, mj. jako protistrany, obhospodařovatelé, provádějí příkazy zákazníků, umožňují přístup na regulované trhy apod. Dalším charakteristickým rysem finančních trhů je rostoucí koncentrace finančních zprostředkovatelů a vytváření multifunkčních nadnárodních konglomerátů, což riziko vzniku a zneužití situací střetu zájmů zvyšuje. Recentní vývoj na finančních trzích a jejich důležitost pro většinu národních ekonomik představuje výzvu pro právní úpravu, a to jak na úrovni veřejného, tak v oblasti soukromého práva. Od takové právní úpravy lze kromě jiného oprávněně očekávat, že poskytne účinné nástroje k efektivnímu zvládání problémů, které jsou se střetem zájmů spojeny.

Charakteristickým rysem právní úpravy finančního trhu je pak jednak to, že se snaží držet krok s rychlým vývojem finančních „produktů“, což se někdy negativně projevuje na kvalitě takové právní úpravy (veřejnoprávní složka), jednak skutečnost, že vedle veřejnoprávní regulace se na oblast finančních trhů aplikují klasické právní instituty, jejichž přizpůsobení současným požadavkům efektivního fungování finančních trhů je pozvolné (soukromoprávní složka). Problematické okruhy vyskytující se ve veřejné i soukromé složce právní úpravy finančního trhu pak kladou zvýšené nároky na ty, kdo právo tvoří, interpretují a aplikují.

Vzhledem k rozsahu tohoto příspěvku není možné pojmout komplexní problematiku střetu zájmů na finančním trhu jako celek, stejně tak jako zabývat se všemi detaily pozitivněprávní úpravy. Z této skutečnosti tak vyplývají určitá omezení týkající se rozsahu a obsahu příspěvku. Jedním z těchto omezení je nutně obecnost, k jejímuž zachování je především třeba odhlížet do značné míry od praktické stránky věci, neboť obchodní vztahy na finančním trhu existují ve značném množství podob a tomu odpovídá nejrůznější charakter souvisejících právních vztahů, přičemž řada z nich je založena na inominátních smlouvách. Z podobného důvodu se ze širokého spektra oblastí finančního trhu zaměřuji pouze na oblast poskytování investičních služeb, jak je definuje ZPKT[1], a zároveň jen na obecné otázky s tím související, ačkoliv jsem si vědom toho, že jde o oblast velmi různorodou a v rámci poskytování investičních služeb nepochybně dochází k řadě různých projevů střetu zájmů. S tím souvisí také to, že účelem tohoto příspěvku není podat taxonomii možných variant střetu zájmů, které na finančním trhu existují, a to jak oblastí jejich výskytu (např. investiční výzkum), tak jejich konkrétních projevů (např. tzv. churning). Řada takových taxonomií je obsažena v publikacích uvedených v seznamu literatury, na který v tomto ohledu odkazuji. Nelze se také bohužel náležitě věnovat konkretizaci pravidel střetu zájmů v oblastech jako jsou pravidla corporate governance, pravidla přípustnosti pobídek, pravidla provádění a sdružování pokynů zákazníků, odchylkami ve spotřebitelském právu apod., ani praktickému uplatňování pravidel střetu zájmů orgány aplikujícími právo. Účelem tohoto příspěvku je nabídnout obecný teoretický základ a východisko k dalšímu právně-kritickému uchopení právní úpravy střetu zájmů. Z možných témat se v této souvislosti nabízejí otázky právní odpovědnosti za porušení pravidel vztahujících se ke střetu zájmů, vztah porušení veřejnoprávních povinností a soukromoprávních prostředků nápravy, odlišnosti v právních povinnostech při střetu zájmů v rámci jednotlivých oblastí finančního trhu, rozdíly mezi potenciálními a aktuálními střety zájmů a jejich právní reglementace, trestněprávní reflexe problémů

střetu zájmů a další.

## *1. Obecné otázky střetu zájmů*

### 1.1. K regulaci finančního trhu

V oblasti finančních trhů, jejichž účelem je *zprostředkovat redistribuci peněžních prostředků od subjektů s jejich relativním přebytkem…k subjektům trpícím jejich relativním nedostatkem…*[Bakeš 2006: 582], (viz obdobně také [Kotásek a kol. 2004: 78 – 79]), se lze setkat s celou řadou subjektů označovaných jako účastníci kapitálového trhu.[2] Vedle investorů a dlužníků (emitentů), kteří tvoří personální podstatu finančních trhů, jsou to především různé druhy finančních zprostředkovatelů, kteří přispívají k hladkému fungování finančních trhů [Bakeš 2006: 627], [Kotásek a kol. 2004: 84]. ZOD[3] označuje většinu finančních zprostředkovatelů pojmem poskytovatel služeb na kapitálovém trhu.[4] Vedle toho, že je zde finanční trh nepřesně zúžen na trh kapitálový, vidíme v tomto slovním spojení také jednu ze základních charakteristik právní regulace finančního trhu, a to skutečnost, že právní úprava finančních trhů, resp. s ohledem na zaměření tohoto příspěvku přesněji trhů finančních nástrojů, vychází z pojetí finančního zprostředkování jako poskytování služby[5] regulovaným subjektem zákazníkovi. To, že právní úprava primárně nereguluje (v tom smyslu, že by představovala úpravu, kterou by si smluvní strany v rovném právním postavení jinak dohodly při vyjednávání o obsahu svého právního vztahu, nebo také *vzorec chování, který by si strany smlouvy jistě dohodly, pokud by o tom mohly vyjednávat bez nutnosti vynaložení nákladů* [Havel 2007: 415]) dvoustranné, příp. vícestranné právní vztahy, je podle mého názoru zdrojem řady koncepčních a výkladových problémů, neboť návaznost na příslušné smluvní typy a tím i klasické právní instituty se s přijetím konceptu investičních služeb přinejmenším zkomplikovala a při teoretickém vztahování se k řadě otázek je třeba využívat analogií nebo sáhnout k obecnějším principům právní úpravy, což mj. nikterak nepřispívá k právní jistotě adresátů právních norem ohledně přesného obsahu jejich práv a povinností, resp. klade zvýšené nároky na kontraktační proces a představuje tedy pro smluvní strany zvýšené náklady. *Tento koncept*[6] *primárně představuje zachycení faktického výkonu určitých činností na kapitálovém trhu formou podnikatelského poskytování služeb třetím osobám, a to vždy ve vazbě na investiční nástroj. Není přitom rozhodující, na základě jakého smluvního vztahu je tato faktická činnost vykonávána a ani kterou osobou* [Kotásek a kol. 2004: 206]. Tyto faktické činnosti však mohou s sebou nést různorodé právní povinnosti a vycházet z principů, z nichž některé jsou projevem harmonizačních snah na evropské úrovni a jsou tak někdy kontinentálním právním řádům do jisté míry cizí[7], což pak může mít dopad na řešení nejen teoretických otázek, ale také velmi konkrétních otázek soukromoprávní i veřejnoprávní odpovědnosti, a to především tam, kde zákonodárce využívá obecných právních pojmů (právě např. střet zájmů, ale také odborná péče, kvalifikované, čestné a spravedlivé jednání, nejlepší zájem zákazníků apod.), k jejichž definici neposkytuje jednoznačné vodítko, nebo tam, kde je veřejnoprávní regulace založena na obecnějších principech (*principle based approach*).

Podle řady autorů je střet zájmů charakteristickým a nevyhnutelným rysem poskytování finančních služeb v tržní ekonomice (např. [Casey, Lannoo 2009: 91], [Boatricht 2001: 217], [Moloney 2010: 194]) a zejména pak na finančních trzích, kde v důsledku ekonomické efektivnosti vznikly finanční instituce, které v rámci jednoho právního subjektu poskytují celou škálu různorodých finančních služeb.[8] Střet zájmů se tedy nutně, mj. v návaznosti na společenský dopad finančních trhů v moderní společnosti, na recentní problémy spojené s různými finančními skandály a tzv. globální finanční krizí, musel stát předmětem regulatorního zájmu finančního práva stejně jako řada dalších aspektů poskytování finančních služeb. Např. podle Llewellyna [1999: 21 – 22], (dále také např. [Dědič 2000: 206]) je právě střet zájmů jedním z případů tržního selhání a proto jedním z důvodů pro regulaci finančních trhů. Právní úprava střetu zájmů je pak považována za důležitou součást širší oblasti ochrany investora (srov. např. recital 29 Mifid[9] nebo návrh Mifid COM (2002) 625), ačkoliv nelze přehlížet další její nezanedbatelný rys, a to zajišťování efektivity finančního trhu jako celku.[10]

## 1.2. Vymezení střetu zájmů

### 1.2.1. Jednání za jiného

Střet zájmů se nevyskytuje pouze v oblasti finančních služeb, ale je v různé intenzitě odpovídající konkrétním případům v jádru jakéhokoliv jednání za jiného.[11] Na nejzákladnější rovině jsou právní otázky spojené s jednáním za jiného výrazem společenské reality, v níž žádná společenská skupina nemůže přežít, aniž by se její členové spoléhali do určité míry jeden na druhého minimálně v tom ohledu, že druhý mluví pravdu a dodrží své sliby [Frankel 2012: 1]. Toto spoléhání se a důvěra s tím spojená pak představují riziko pro ty, kteří tuto důvěru musí v ostatní vkládat a právo je jedním ze způsobů efektivního řízení takového rizika. Otázky spojené s problematikou jednání za jiného jsou v ekonomické teorii vyjádřeny jako tzv. problémy zmocnění (*agency problems*), které vznikají v každém vztahu mezi příkazcem (*principal*) a příkazníkem (*agent*), pokud tento vztah zahrnuje delegaci určité rozhodovací (pravo)moci z příkazce na příkazníka. Relevantním metodologickým konceptem k uchopení problému střetu zájmů je pak z pohledu ekonomické teorie tzv. *agency theory* (viz např. [Fama 1980], [Mehran, Stulz 2006], zajímavým způsobem aplikuje *law and economics* přístup k právu obchodních společností také [Richter 2008]) a teorie na ní navazující. Jaký koncept však zvolit v případě chápání střetu zájmů z pohledu práva? Podle mého názoru je tímto konceptem na nejobecnější rovině právě právní úprava jednání za jiného, upravená na několika místech právního řádu, v případě českého práva zejména pak v institutu zastoupení a v několika druzích příkazních smluv v oblasti soukromého práva včetně souvisejících právních principů (v tom smyslu, jak o nich píše [Bejček 2007: 613]) a v různých veřejnoprávních povinnostech rozptýlených zejména, v návaznosti na Mifid a zaměření tohoto příspěvku, v ustanoveních ZPKT.

### 1.2.2. Střet zájmů v právním smyslu

Ani evropská, ani česká právní úprava nedefinují, co se střetem zájmů rozumí, což se jednak dostává do určitého rozporu s požadavkem na určitost právních norem, jednak může vést k intuitivnímu chápání právní úpravy střetu zájmů ze strany adresátů právních norem i orgánů aplikujících právo. V nejširším smyslu může být střet zájmů chápán jako situace, kdy výběr určité možnosti jednání s sebou nese preferenci určitých zájmů před zájmy jinými. V tomto smyslu je každé lidské jednání otázkou diskriminace jedněch variant před variantami jinými a přesně to je také v jádru ekonomie jako vědy o lidském jednání a také v jádru právní regulace společenského chování v tom ohledu, že právo by mělo stanovit, jak se v dané konfliktní situaci zachovat, resp. jaké chování je v daném případě v souladu s právem a jaké je s ním v rozporu. V tomto širokém smyslu se však právo k otázkám střetu zájmů z praktických důvodů nevztahuje a, budeme-li se dále zabývat pouze dvoustrannými právními vztahy, ne každý rozdíl zájmů smluvních partnerů je také střetem zájmů v právním smyslu.

Existuje tedy rozdíl mezi “obyčejným” a “právem kvalifikovaným” střetem zájmů. Obyčejný střet zájmů zahrnuje prakticky každá situace, kdy do smluvního vztahu vstupují dvě protistrany a podstatou řešení takového střetu je dobrovolný souhlas obou stran, který je výsledkem vyjednávání o obsahu smlouvy, kontraktačního procesu. Kvalifikovaným se takový střet zájmů stává tehdy, když existuje nějaký zvláštní důvod, proč podřídit zájem jedné strany zájmu strany druhé. Tímto zvláštním důvodem budou většinou takové skutkové okolnosti, které podle názoru zákonodárce zakládají jiný režim než běžné právní vztahy založené na rovnosti účastníků, resp. na rovnosti jejich zájmů. Jedním z důvodů pro kvalifikovaný střet zájmů je takový vztah mezi protistranami, kdy jedna protistrana jedná za druhou protistranu a má tak povinnost jednat v jejím zájmu, neboť je v ní vkládána určitá míra důvěry [Nelson 2008: 146]. V právním smyslu vzniká tedy střet zájmů tehdy, když se určitá osoba nachází v situaci, kdy má zvolit mezi různými variantami jednání, přičemž má právní povinnost jednat v zájmu někoho jiného a rozhodnutí, které učiní, má dopad na její vlastní zájem nebo dopad na zájem třetí osoby, vůči které má jednající rovněž právní povinnost jednat v jejím zájmu [Kruithof

2005: 2]. Lze tedy rozlišit dva základní typy střetu zájmů, a to (i) střet vlastního zájmu a povinnosti vůči jinému (dále také „Typ I“) a (ii) střet povinností vůči několika jiným (dále také „Typ II“).[12]

### 1.2.3. Obecná povinnost loajality[13]

To, co charakterizuje určitou situaci jako střet zájmů v právním smyslu, je specifický obsah právní povinnosti, která existuje v právním vztahu, jehož podstatou je jednání za jiného, a kterou je možné v nejobecnější rovině označit jako povinnost loajality k jiné osobě [Kruithof 2005: 3]. V českém právu může pak tato povinnost být podle mého názoru na nejobecnější rovině dovozována z charakteru obstaravatelského[14] vztahu, především z § 725 OZ[15]: *Z celkového pojetí příkazu (mandátu) vyplývá, že jde o závazkový právní vztah založený na vzájemné důvěře a věrnosti…Mlčení současného občanského zákoníku si nelze v žádném případě vyložit tak, že by na princip věrnosti rezignoval. I bez výslovného ustanovení zákona lze povinnost příkazníka jednat poctivě a s péčí řádného hospodáře dovodit ze samotného pojmu příkazu, v rámci nějž příkazník vykonává svou činnost pro příkazce, tedy v jeho zájmu* [Švestka 2009: 2202]; a také z obecného ustanovení § 22 odst. 2 OZ *Zastupovat jiného nemůže…ten, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy zastoupeného*. Pro nedostatek explicitního vyjádření v zákoně dovozovali také Dědič a Štenglová [1997: 221], že *Povinnost jednat s odbornou péčí zahrnuje nejen dodržování všech právních povinností při provádění příkazů, ale i povinnost při volbě možných variant chování vybrat tu, která je pro zákazníka nejvýhodnější*. (tedy sledovat zájem zákazníka) *Z toho lze i vyvozovat, že obchodník s cennými papíry je povinen učinit vše, aby se dostatečně seznámil se zájmy svého zákazníka*. Podle Dědiče a Lasáka [2010: 1352] je povinnost loajality součástí povinnosti vykonávat funkci člena představenstva s péčí řádného hospodáře. Tuto povinnosti dovozují uvedení autoři především z ustanovení ObchZ[16], který ukládá mandatáři povinnost vykonávat činnost, k níž se zavázal, v souladu se zájmy mandanta, jež zná nebo musí znát. Podobně upozorňuje na povinnost loajality a na její smluvní původ i úzkou souvislost se zásadou dobré víry Čech [2009: 54]. Také Pelikánová [1999: 41] uvádí *Ohled na zájem mandanta musí být vůdčím motivem celé mandatářovy činnosti. Toto pravidlo je zároveň pravidlem etickým. Jakmile by mandant dal přednost svému zájmu před zájmem mandanta, dopustí se porušení etického i právního pravidla, jeho jednání bude mít za následek vznik právní odpovědnosti a zpravidla i vznik disciplinární povinnosti, jedná-li se o svobodné povolání…V právu obchodních společností je konkretizací povinnosti vykonávat činnost v souladu se zájmy mandanta princip přednosti zájmu společnosti před zájmy členů orgánů i před zájmy jednotlivých společníků.* V právu obchodních společností lze považovat judikaturu i odbornou literaturu týkající se povinnosti loajality, resp. povinnosti vykonávat činnost s péčí řádného hospodáře, na rozdíl od reflexe právních problémů vyskytujících se u ostatních příkazníků, za poměrně bohatou (vedle již citovaných autorů viz např. [Havel 2007], [Čech 2007], [Čech 2009], [Bejček 2007] a další).

Podle mého názoru lze povinnost loajality analogicky vztáhnout na všechny obdobné případy jednání za jiného, kde je přítomen prvek důvěry v rámci svěření moci nad záležitostmi tohoto jiného a kde se projevuje problematika efektivní kontroly příkazníka (viz korektiv platné právní úpravy uvedený dále). *Souběh odbornosti a loajality se zdá být obecnější zásadou obstaravatelských smluv. Spravuje-li někdo cizí záležitosti, nelze jeho mandát pojmově redukovat jen na výslovné pokyny principála, ale stálý respekt k jeho zájmům se musí prostě předpokládat* [Bejček 2007: 615]. Povinnost loajality je v tomto smyslu základem právních vztahů, pro které se v řadě právních řádů používá označení fiduciární[17] (a jedním ze základních příkladů fiduciární povinnosti je právě povinnost mandatářů - členů statutárních orgánů obchodních společností[18]). Obdobný názor, tedy, že vztah mezi finančním zprostředkovatelem (příkazníkem) jako osobou jednající za zákazníka (příkazce), resp. v jeho zájmu, a zákazníkem má fiduciární povahu, zastává např. Pihera [2011: 35]. Tentýž autor pak uvádí, že *Zatímco právní řády common law postihují tyto vztahy v rámci konceptu trustu, který se podrobně zabývá i aspekty využití svěřených informací, v oblasti ius commune nejsou tyto svojí povahou v zásadě fiduciární vztahy jasně koncepčně ukotveny a jsou řešeny spíše partikulárními*

*pravidly*. V systému common law je tedy fiduciárnost vztahu mezi finančním zprostředkovatelem a zákazníkem brána jako samozřejmost (viz např. [Frase 2008], [Band 2006], [Boatright 2001], [Frankel 2011]), zatímco v kontinentálním právním systému lze hovořit pouze o dílčích projevech fiduciárnosti v některých právních normách. Jejich fiduciární povahu však lze považovat za důležitý výkladový a teoretický nástroj především tam, kde litera zákona nedává jednoznačnou odpověď. V tomto ohledu lze pak takové právní instituty zařadit do fiduciárního diskursu finančního práva (viz poznámka č. 13).

Na základě výše uvedeného můžeme tedy uzavřít, že ke střetu zájmů v právním smyslu může dojít tehdy, má-li příkazník povinnost loajality k příkazci a tato povinnost se dostává do konfliktu s jeho vlastním zájmem nebo se zájmem jiného příkazce, vůči kterému má příkazník rovněž povinnost loajality. Povinnost loajality existuje pak podle mého názoru podpořeného také výše uvedenou literaturou jako obecný právní princip jednání za jiného i v českém právním řádu. Je však třeba zdůraznit, že původ povinnosti loajality je v kontinentálních právní řádech smluvní a tato povinnost může být tedy v konkrétních případech modifikována smluvními stranami za účelem jejího přizpůsobení okolnostem takových případů a s ohledem na tyto okolnosti musí být také posuzována. Existence obecné povinnosti loajality však nemůže být řešením situací, ve kterých dochází ke střetu zájmů, neboť je jejich příčinnou. Řešením by pak měl tedy být specifický obsah povinnosti loajality, na základě kterého by se dalo určit, jak se v dané situaci zachovat. Základní charakter povinnost loajality je stále stejný – příkazník musí jednat v zájmu příkazce, konkretizace této povinnosti se však může lišit, mj. v závislosti na obsahu daného smluvního vztahu.[19]

### 1.3. Obecné právní otázky spojené s koncepcí střetu zájmů

#### 1.3.1. Exkurz k fiduciárnímu právu

V předchozích částech textu jsem uvedl, že základní povinností v případě jednání za jiného je povinnosti loajality (věrnosti), která základním prvkem tzv. fiduciárního právního diskursu. Fiduciární právo jako takové je výsledkem dlouhého historického vývoje, vychází primárně z precedenčního systému common law a poněkud odlišných kořenů a předpokladů, než povinnosti loajality v právu kontinentálním (především však nabízí jiné možnosti nápravy v případě porušení fiduciární povinnosti, nevyžaduje poškození příkazce apod.). Koncepčních odlišností fiduciárního práva *stricto sensu* jsem si plně vědom, nicméně pro tento příspěvek, vzhledem k jeho výše uvedenému zaměření, nepovažuji jejich hlubší zkoumání a akcentování za nutné. Problémy, které fiduciární právo řeší, se totiž vyskytují ve všech právních systémech a lze mít za to, že principy, na kterých fiduciární právo stojí, jsou do značné míry obsaženy i v právu kontinentálním, neboť oba právní systémy sledují stejný partikulární cíl, tedy ochranu těch, kteří se při zařizování svých záležitostí musí spolehnout na jiného [Frankel 2012: 2][20]. V tomto textu tedy naopak považuji za relevantní podobnosti mezi *fiduciary law a agency law*, jak lze s určitým zjednodušením označit kontinentální reflexi problémů spojených mj. s povinností loajality při jednání za jiného. Důležité je si uvědomit, že fiduciární právo *stricto sensu* má svůj původ v právu vlastnickém a podle relevantní judikatury je skutečným projevem morálního (tedy především mimosmluvního) altruismu, zatímco fiduciární prvky kontinentálních právních řádů mají svůj původ ve smlouvě mezi dvěma či více stranami (viz výše)[21]. Někteří anglosaští autoři (např. [Ribstein 2011]) ovšem doporučují v některých oblastech, včetně finančního zprostředkování, chápat původ fiduciárních povinností spíše restriktivně a navíc kontinentálním způsobem, tedy jako smluvní povinnost vycházející z konkrétní struktury smluvního vztahu. Fiduciární povinnosti pak vznikají pouze tam, kde dochází ke svěření majetku jinému k obhospodařování (správě), resp. k výkonu kontroly nad tímto majetkem, aniž by byly dostatečně určitě stanoveny podmínky této správy [Ribstein 2011: 859] a jedním ze znaků takto chápané povinnosti je to, že neříká a nemůže říci přesně, jak má být v jejím rámci konkrétně postupováno (analogicky můžeme uvažovat o těchto znacích v otázkách povinností statutárních orgánů obchodních společností[22], srov. také problematiku tzv. podnikatelského úsudku a nově

úpravu správy cizího majetku v NOZ[23], kde se mimochodem stává standardem chování rovněž péče řádného hospodáře).

Aniž bychom se vzhledem k rozsahu tohoto textu mohli zabývat podrobnostmi, uvedu prvky, které judikatura i právní věda dovozují jako charakteristický obsah fiduciární povinnosti. Jsou jimi [Band 2006: 681]: (i) *no conflict rule*, (ii) *no profit rule*, (iii) *undivided loyalty rule* a (iv) *duty of confidentiality*, přičemž nejpodstatnější jsou pro nás proskriptivní pravidla *no conflict rule*, tedy povinnost příkazníka nedostat se vůbec do situace, kdy by jeho zájmy byly v rozporu se zájmy příkazce a *undivided loyalty rule*, kdy se příkazník nesmí dostat do situace, kdy by jeho povinnost vůči jednomu příkazci byla v konfliktu se stejnou povinností vůči jinému příkazci. Důsledné uplatňování těchto pravidel by však úplně znemožnilo fungování trhu finančního zprostředkování, kde převažují multifunkční finanční instituce, které mají značné množství zákazníků a obchodních protistran. Důsledně uplatňované fiduciární povinnosti by také znamenaly *ad absurdum* to, že by každý příkazce měl jednoho svého příkazníka a tento příkazník by neposkytoval své služby žádnému jinému příkazci. Veřejnoprávní regulace se tedy z právě uvedeného pragmatického důvodu, jak dále uvidíme, zaměřuje na řízení střetu zájmů a nikoliv na jejich eliminaci, přičemž se vzdaluje fiduciárnímu diskursu ve prospěch diskursu spotřebitelského [Benjamin 2010: 8]. Také judikatura fiduciárního práva ovšem dospěla k řadě limitací striktní fiduciární povinnosti, přičemž z našeho pohledu je nejdůležitější (i) možnost vyvázat se *de facto* z fiduciární povinnost plným informováním o všech podstatných skutečnostech a tedy získáním informovaného souhlasu příkazce a (ii) implicitní souhlas příkazce se způsobem fungování moderních finančních institucí, zejména se skutečností, že mají celou řadu zákazníků, jejichž zájmy se mohou lišit.[24] Tyto skutečnosti zohledníme v zavedení označení modifikované fiduciární povinnosti.

### 1.3.2. Fiduciární vztahy a jejich obsah

Povinnosti, které jsou v oblasti práva finančního trhu spojeny s fiduciárními vztahy, jsou důsledkem povahy soukromoprávního vztahu mezi zákazníky a finančními institucemi, přičemž tento vztah je spojen se vztahem zvláštní důvěry [Pihera 2011: 35] a věrnosti. Tento vztah zvláštní důvěry a věrnosti soukromoprávního původu pak veřejné právo v různé míře uznává coby relevantní skutečnost z hlediska veřejnoprávní regulace (tamtéž), aniž by se však hlouběji zajímala o jeho podstatu nebo právní konsekvence z této skutečnosti plynoucí a nerespektuje například, že v případě některých investičních služeb není základem jejich poskytování zvláštní vztah důvěry a ani ono kvalifikované svěření uvedené v předchozí části textu. To ovšem neznamená, že tyto rozdíly neexistují a že nebudou reflektovány *ex post* během posuzování chování příkazníků.

S ohledem na zaměření tohoto příspěvku lze určit několik základních znaků, které jsou charakteristické pro fiduciární vztahy[25] [Frankel 2011: 6] a které byly nastíněny výše, a to (i) příkazníci poskytují služby, k nimž je třeba určité speciální znalosti, (ii) příkazníkům je za účelem poskytování služby svěřen určitý majetek příkazce nebo moc nad jeho záležitostmi, (iii) takové svěření představuje riziko závadného chování příkazníka (zejména v důsledku absence možnosti efektivní kontroly). Stejně jako charakteristické znaky fiduciárních vztahů lze v teorii i v platném právu najít charakteristické obecné povinnosti smluvních příkazníků, které s těmi fiduciárními do značné míry korespondují (v případě českého právního řádu viz dále). Jsou jimi [Beale 2008: 71 a násl.]: (i) povinnost řídit se pokyny a nepřekročit zmocnění, (ii) povinnost postupovat s náležitou péčí a podle svých nejlepších schopností, (iii) dbát zájmů příkazce, (iv) povinnost loajality včetně povinnosti dát přednost zájmům příkazce před svým vlastním zájmem.

Vidíme tedy jednak to, že také povinnosti v rámci *agency law* zahrnují povinnost loajality (viz také výše), byť nikoliv v podobě *no conflict rule* jako u fiduciární povinnosti *stricto sensu*, jednak skutečnost, že právní pravidla spojená s obecnými povinnostmi příkazníka jsou nezbytným výchozím bodem k právním pravidlům, která se týkají střetu zájmů. S ohledem na tyto strukturální prvky

příkazních vztahů, zejména na povinnost loajality, jak jsme je právě vymezili v obecné rovině, pak můžeme posuzovat platnou právní úpravu střetu zájmů v oblasti zprostředkování na finančním trhu.

### 1.3.3. Základní otázky právní úpravy střetu zájmů

S ohledem na požadavek jednoznačnosti právních norem by měl každý právní řád, který chce regulovat střet zájmů odpovědět na základní koncepční otázky, a to minimálně (i) co je střet zájmů, resp. kdy k němu dochází a (ii) jakým způsobem se má povinný subjekt v případě střetu zájmů zachovat. V následujícím textu se zaměříme na to, jakým způsobem jsou tyto otázky řešeny na úrovni evropské právní regulace poskytování investičních služeb. Pro zjednodušení přitom předpokládám, že příslušná pravidla byla transponována do českého právního řádu minimálně tak, aby byl zachován jejich smysl. Česká veřejnoprávní úprava střetu zájmů tedy není samostatným předmětem zkoumání v rámci tohoto textu, na případné zásadní odchylky nicméně upozorním. V návaznosti na výše uvedené budeme dále rozlišovat (i) fiduciární povinnost *stricto sensu* obsahující *no conflict* a *undivided loyalty rule* v jejich modifikované podobě (viz výše) a (ii) fiduciární povinnost loajality spočívající nejen v povinnosti dbát zájmů příkazce, ale především v povinnosti dát těmto zájmům přednost před zájmy svými.

## *2. Koncepce právní úpravy střetu zájmů v oblasti poskytování investičních služeb v právu Evropské unie*

### 2.1. Minimální harmonizace ISD a exkurz k české právní úpravě

Původní právní úprava střetu zájmů obsažená v ISD[26] byla velmi stručná. Článek 10 ISD v souvislosti se zavedením konceptu pravidel obezřetného jednání vyžadoval, aby byl obchodník s cennými papíry strukturován a organizován tak, aby se riziko střetu zájmů mezi podnikem a jeho klienty nebo mezi klienty navzájem snížilo na minimum. Článek 11 ISD pak požadoval, aby se obchodník s cennými papíry pokusil vyhnout konfliktům zájmů a tam, kde se jim vyhnout nelze, zajistil, aby bylo klientům poskytnuto spravedlivé zacházení. ISD tedy jednak střet zájmů nedefinovala, jednak vycházela ze snahy o minimalizaci rizika konfliktu zájmů, nikoliv o vyloučení tohoto rizika nebo vyloučení střetu zájmů jako takového. Obchodník s cennými papíry se měl pouze pokusit se střetům zájmů vyhnout a pokud se mu to nepodařilo, nemusel se zdržet daného jednání, ale pouze poskytnout zákazníkům spravedlivé zacházení, přičemž ke střetu zájmů Typu I se ISD nevyjadřovala vůbec. ISD tedy nestanovila ani fiduciární povinnost stricto sensu, ani fiduciární povinnost loajality. V důsledku požadavku minimální harmonizace bylo tedy na jednotlivých členských státech, aby upravily konkretizovaná a svým podmínkám přizpůsobená pravidla střetu zájmů.

ISD byla do českého právního řádu transponována především, ačkoliv byla nepochybně zohledňována již při přípravě dřívějších novelizací ZCP[27], prostřednictvím ZPKT, který, na rozdíl od ISD, vycházel z toho, že *Základním principem pravidel jednání se zákazníky je přednost zájmů zákazníka před zájmy obchodníka s cennými papíry a rovnost zákazníků*[28], tedy z fiduciární povinnosti loajality a principu spravedlnosti. Obchodník s cennými papíry měl jednak povinnost zavést postupy k omezení možnosti střetu zájmů mezi ním a zákazníkem nebo mezi zákazníky navzájem (obezřetnostní/prevenční pravidlo), jednak byl v případě, že se nelze vyhnout střetu zájmů, povinen dát přednost zájmům zákazníka před zájmy vlastními a při střetu zájmů zákazníků musel jednat spravedlivě. ZPKT tedy na rozdíl od ISD stanovil jednoznačnou povinnost dát přednost zájmům zákazníka (fiduciární povinnost loajality) a dokonce implicitní povinnost se střetu zájmů vyhnout (fiduciární povinnost stricto sensu). Tyto povinnosti byly v ZPKT obsaženy až do nabytí účinnosti zákona č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, kterým byl do českého právního řádu transponován Mifid.

Za povšimnutí také stojí, že podle ustanovení § 47b odst. 1 písm. g) ZCP účinného do 31.12.2000 platilo, že *Obchodník s cennými papíry je povinen odmítnout poskytnutí služby zákazníkovi, pokud by tímto mohlo dojít ke střetu zájmů mezi ním a jeho klientem nebo mezi jeho klienty navzájem; pokud při poskytování služby dojde ke střetu těchto zájmů, je povinen upřednostnit zájmy klienta před svými zájmy*. ZCP tedy jednak rozlišoval potenciální střet zájmů obou typů, kdy byla jednoznačně stanovena povinnost odmítnout poskytnutí služby (fiduciární povinnost stricto sensu), a aktuální střet zájmů Typu I, kdy byla stanovena jednoznačná povinnost upřednostnit zájem zákazníka před zájmem vlastním (fiduciární povinnost loajality). Zákonem 362/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony, bylo ustanovení § 47b odst. 1 písm. g) ZCP změněno na následující znění: *v případech, kdy se nelze vyhnout střetu zájmů, dát přednost zájmům zákazníků před zájmy vlastními, a tam, kde jde o střet zájmů zákazníků, zajistit, aby zákazníkům bylo poskytnuto spravedlivé zacházení*. Z důvodové zprávy k tomuto zákonu se bohužel nedozvídáme, proč k této změně došlo. Komise pro cenné papíry nicméně podle všeho stále vycházela z toho, že v případě střetu zájmů obchodník s cennými papíry odmítne službu poskytnout, neboť podle § 16 odst. 1 vyhlášky č. 466/2002[29] *Smlouva mezi obchodníkem a zákazníkem musí obsahovat upozornění, že obchodník odmítne poskytnutí požadované služby v celém rozsahu nebo částečně, pokud hrozí střet zájmů mezi obchodníkem a zákazníkem nebo mezi zákazníky obchodníka navzájem (§ 18), a upozornění, že obchodník neprovede pokyn, jestliže by na základě jeho provedení mohlo dojít k narušení průhlednosti finančního trhu (§ 13).* Podobná povinnost platila také podle § 16 odst. 1 vyhlášky 258/2004 Sb.[30], tedy až do 30.6.2008.

Až do účinnosti transpozice Mifid (do 30.6.2008) tak platila v českém právním řádu v oblasti veřejnoprávní regulace finančního zprostředkování tato pravidla: (i) obchodník s cennými papíry musí zajistit preventivní opatření proti vzniku střetu zájmů, (ii) obchodník s cennými papíry se musí pokusit vyhnout střetu zájmů, (iii) v případě potenciálního (hrozícího) střetu zájmů musí odmítnout zcela nebo částečně poskytnutí investiční služby a (iv) v případě aktuálního střetu zájmů Typu I musí upřednostnit zájmy zákazníka před zájmy vlastními a v případě aktuálního konfliktu Typu II jim musí poskytnout spravedlivé zacházení. V právu Evropské unie pak platila až do účinnosti Mifid pouze pravidla podle bodu (i) a podle druhé části bodu (iv). Dřívější právní úprava byla tedy v otázkách střetu zájmů nepochybně jednoznačnější, než současné prevenční povinnosti obsažené v ZPKT v důsledku transpozice Mifid.

### 2.2. Právní úprava obsažená v Mifid

#### 2.2.1. Řízení střetu zájmů

Mifid v rámci harmonizace poskytování investičních služeb na jednotném trhu a ve snaze přijmout pravidla k zajištění toho, že střety zájmů mezi činnostmi (!) a zájmy zákazníků nepříznivě neovlivní zájmy zákazníků (recital 29 Mifid) zavedl jednak organizační požadavky[31], jednak pravidla, která lze díky jejich systematickému zařazení v Mifid označit jako pravidla předcházející pravidlům jednání ze zákazníky a která jsou obsažena v článku 18 Mifid. Na základě těchto ustanovení lze pak zobecnit, že pravidla pro střet zájmů na úrovni Mifid stojí na třech hlavních pilířích. Jsou to (i) organizační opatření s cílem zajistit přijetí veškerých přiměřených opatření k tomu, aby střety zájmů vymezené v článku 18 neovlivnily záporně zájmy zákazníků (přiměřená „neutralizace“ záporného vlivu střetu zájmů s ohledem na zájmy zákazníků), (ii) povinnost přijmout přiměřená (tedy mj. obecná[32]) opatření ke zjištění střetu zájmů, který vznikne v průběhu poskytování investičních a doplňkových služeb nebo jejich kombinace a (iii) povinnost informovat o střetu zájmů, resp. o jejich obecné (*a contrario* tedy není třeba informovat o konkrétní povaze) povaze nebo zdroji, v případě, že organizační opatření nejsou dostatečná k tomu, aby s přiměřenou jistotou zajistila, že rizikům poškození zájmů klientů bude zabráněno, a to před provedením obchodu jménem zákazníka (*a contrario* tedy nikoliv tam, kde nebude proveden obchod jménem zákazníka, např. při poskytování

čistě poradenských služeb). K těmto prvkům je však podle mého názoru třeba přiřadit obecnou klauzuli vyjádřenou v článku 19 odst. 1 Mifid, a to povinnost obchodníka s cennými papíry jednat čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy zákazníků (viz dále). Článek 18 odst. 3 Mifid zmocnil Evropskou komisi k přijetí prováděcího opatření, které se týká (i) definování opatření, jejichž přijetí lze od investičních podniků přiměřeně očekávat, ke zjištění, předcházení, řízení nebo sdělení střetů zájmů při poskytování různých investičních a doplňkových služeb nebo jejich kombinace a (ii) stanovení vhodných kritérií pro určení druhů střetů zájmů, jejichž existence může poškodit zájmy klientů nebo potenciálních (!) klientů investičního podniku. Tímto prováděcím opatření se stala ID[33], zejména pak její články 21 až 25.

Vidíme tedy, že Mifid se v případě pravidel střetu zájmů spoléhá na úsudek obchodníků s cennými papíry, zejména o tom, jaká opatření jsou přiměřená a kdy jsou organizační opatření dostatečná, aby zajistila, že poškození zájmů klientů bude zabráněno, a tedy, kdy není nutné informovat zákazníka o povaze nebo zdroji střetu zájmů. Pokud tedy bude tento úsudek obchodníka s cennými papíry opravněný s ohledem na situaci v době usuzování, pak pravděpodobně nelze činit obchodníka s cennými papíry odpovědným, a to ani tehdy, kdy se nakonec ukáže, že zájem zákazníka byl skutečně poškozen. Také řešení v podobě informování o střetu zájmů na obecné rovině odkazuje spíše k využívání obecné informace (tzv. *disclameru*) na počátku smluvního vztahu a k úvaze o dostatečnosti takové informace pro zákazníka, byť podle recitalu 27 ID *není dovoleno se příliš spoléhat na zveřejnění bez odpovídajícího zohlednění toho, jak lze vhodně střety zájmů zvládnout*. Ani Mifid, ani ID tedy jednak nerozlišují potenciální a aktuální střet zájmů, jednak nestanoví, jak se v případě střetu zájmů zachovat. Jejich ustanovení týkající se střetu zájmů mají výrazně obezřetnostní charakter s prevenčním účelem[34] a míří tudíž spíše na potenciální střet zájmů, a také zmíněná informační povinnost (*disclosure*) má být naplněna před provedením obchodu jménem zákazníka. Mám značnou pochybnost o tom, zda typická rétorika evropské regulace využívající především pojmu „řízení“ (rizik, střetu zájmů apod.) může být vhodným základem pro stanovení právních pravidel, od nichž se oprávněně očekává, že stanoví meze dovoleného chování, zakáží chování nedovolené a nařídí chování žádoucí.

### 2.2.2. Obecná klauzule podle článku 19 odst. 1 Mifid

Podle mého názoru však nelze přehlížet obecnou klauzuli uvedenou v článku 19 odst. 1 Mifid (podle některých autorů je tato povinnost povinností fiduciární, např. [Chirico 2008: 5], někteří, např. [Kruithof 2005: 30], si to však nemyslí a označují tuto povinnost jako „standardní povinnost loajality“), tedy požadavek čestného, spravedlivého a profesionálního jednání v souladu s nejlepšími zájmy zákazníků. Tato povinnost se uplatňuje při poskytování všech investičních služeb, tedy při jakémkoliv jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, tedy i tam, kde střet zájmů neexistuje. Podle mého názoru by se tedy měla tím spíše (*a fortiori*) uplatňovat v tom případě, kdy střet zájmů s rizikem poškození zákazníka nastává. Obchodník s cennými papíry se tedy na základě této argumentace nemůže zbavit odpovědnosti za jednání v nejlepším zájmu zákazníka naplněním obezřetnostních požadavků podle článku 13 a 18 Mifid. Požadavku na jednání v nejlepším zájmu zákazníka musí obchodník s cennými papíry dostát vždy a měl by to zohlednit i při přípravě smluvní dokumentace, která s největší pravděpodobností bude obsahovat tzv. *disclamer* vztahující se ke střetu zájmů. Taková informace by pak samozřejmě měla zohlednit konktrétní podmínky daného zákazníka (viz také článek 22 odst. 4 ID) a poskytované služby. To vše ovšem ještě neznamená, že by povinnost podle článku 19 odst. 1 Mifid byla fiduciární povinností *stricto sensu* nebo fiduciární povinností loajality (viz k tomu dále).

Lze tedy prozatím uzavřít, že právní úprava střetu zájmů na úrovni Mifid spoléhá na opatření ve vnitřní organizaci povinného subjektu, která mají identifikovat střety zájmů, předcházet jim a „řídit“ je, a pokud to není možné, informovat zákazníka v obecné rovině o povaze nebo původu takového střetu zájmů. Tato úprava je pak zastřešena obecnou povinností jednat čestně, spravedlivě a

profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy zákazníků (k této povinnost podrobněji viz dále). Díky obecnosti takové generální klauzule může být pole pro *ex post* posuzování konkrétního jednání povinných subjektů značně široké a zejména se může lišit stát od státu, což je ve svém důsledku mj. v přímém rozporu se záměrem Mifid, tedy harmonizovat pravidla, kterými se mají povinné subjekty řídit na jednotném trhu Evropské unie.

### 2.2.3. Vymezení střetu zájmů v evropské právní úpravě

Jak již bylo uvedeno výše, přímou definici evropská právní úprava pravidel pro střet zájmů neobsahuje. Zohledníme-li však prováděcí opatření v podobě ID, lze najít určité definiční prvky, které nám při vymezení střetu zájmou mohou pomoci. Můžeme se důvodně domnívat, že evpropská právní úprava v zásadě vychází z doktrinálního vymezení střetu zájmů (viz výše), neboť recital 24 ID stanoví, že *Okolnosti, na něž by se mělo pohlížet jako na okolnosti, jež vyvolávají střet zájmů, se vztahují na ty případy, kdy existuje střet mezi zájmy podniku nebo určitých osob spojených s podnikem nebo skupiny daného podniku na jedné straně a povinností podniku vůči zákazníkovi; nebo mezi různými zájmy dvou či více jeho zákazníků, vůči nimž je podnik v každém případě vázán nějakou povinností. Nestačí, že podnik může získat nějaký prospěch, pokud to současně není možnou nevýhodou pro zákazníka, anebo že jeden zákazník, vůči němuž je podnik zavázán povinností, může získat nějaký prospěch nebo se vyhnout ztrátě, aniž by to byla současně možná ztráta pro jiného takového zákazníka*. Evropská právní úprava tedy za střet zájmů považuje, v souladu s doktrinálním vymezením, situace střetu mezi povinností obchodníka s cennými papíry vůči zákazníkovi a jeho vlastními zájmy a mezi zájmy zákazníků, vůči nimž má obchodník s cennými papíry určitou povinnost. Není však již bohužel řečeno, o jakou povinnost se jedná. Zároveň v těchto situacích musí existovat alespoň potenciální nevýhoda pro zákazníka při současné existenci prospěchu pro obchodníka s cennými papíry nebo prospěch jednoho zákazníka, který je současně ztrátou pro jiného zákazníka.[35] To je ovšem v rozporu s kritérii identifikace střetu zájmů uvedenými v článku 21 písm. b) až e) ID, což činí tuto právní úpravu poněkud nekonsistentní.

ID dále identifikuje potenciálně nebezpečné oblasti poskytování investičních služeb s ohledem na střet zájmů (recital 26 ID).[36] Do oblasti vymezení střetu zájmů lze zahrnout také minimální kritéria, která uvádí článek 21 ID a která představují určitý, nikoliv však vyčerpávající seznam okolností, které ukazují na možný střet zájmů, nicméně střet zájmů nedefinují. Jsou to a) pravděpodobné získání finančního prospěch nebo vyhnutí se finanční ztrátě na úkor zákazníka (srov. také recital 24 ID); b) obchodník s cennými papíry má zájem na výsledku služby poskytované zákazníkovi nebo na výsledku obchodu prováděném jménem zákazníka a tento zájem je odlišný od zájmu zákazníka na daném výsledku; c) obchodník s cennými papry má finanční či jinou motivaci upřednostnit zájem jiného zákazníka nebo skupiny zákazníků před zájmy daného zákazníka; d) obchodník s cennými papíry podniká ve stejném oboru jako zákazník a e) obchodník s cennými papíry dostává nebo dostane v souvislosti se službou, která je poskytována zákazníkovi, od osoby, která není zákazníkem, materiální stimul v podobě peněz, zboží nebo služeb, který není běžnou provizí či odměnou za takovou službu.

### 2.2.4. Povinnosti obchodníka s cennými papíry v souvislosti se střetem zájmů v evrospké právní úpravě

Výše jsem uvedl, že v právním řádu by mělo být jednoznačně řečeno, jak se má povinný subjekt zachovat v případě střetu zájmů. Podívejme se nyní na to, jak se k této otázce staví evropská právní úprava střetu zájmů.[37] Podle Moloney [2010: 338] nestanoví Mifid povinnost nekonat v případě, kdy opatření k řízení střetu zájmů nevedla ke kýženému výsledku, tedy k eliminaci negativního vlivu střetu zájmů. ID nicméně stanoví[38], že informování zákazníka má být takové, aby mohl učinit informované rozhodnutí o investiční službě. Je ovšem toto informované rozhodnutí *conditio sine qua non* poskytnutí investiční služby? Podle Moloney (tamtéž) není jasné, zda je k poskytnutí služby v

případě informování o střetu zájmů podle článku 18 Mifid nutný výslovný souhlas zákazníka předcházející samotnému poskytnutí investiční služby, resp. provední jakékoliv transakce v jejím rámci. Podle mého názoru je ovšem třeba vzít v úvahu jednak obecnou povinnost podle článku 19 odst. 1 Mifid, jednak zohlednit přípravné materiály k ID, kdy např. v Ref.: CESR/05-024c je uvedeno *Article 18(2) provides that investment firms should not provide services before disclosing conflicts that cannot be reasonably managed so as to prevent risk of damage to the client's interests, including the interests of a client having the status of an eligible counterparty within the meaning of Article 24 of the Directive, and not to act where the client does not consent. This provides an additional method of preventing significant conflicts from adversely affecting the interests of the client.* Je pravdou, že původní návrh *(…obtain the client's consent before undertaking the relevant business with it)* se nakonec v ID neobjevil, resp. objevil v poněkud zamlžené podobě. Podle Herbsta [2003: 215] se během přípravy Mifid podařilo institucím poskytujícím finanční služby zabránit původnímu návrhu Evropské komise, podle kterého by se v případě (potenciálního) střetu zájmu měly tyto instituce zdržet poskytnutí finanční služby (fiduciární povinnost *stricto sensu*). Podle mého názoru však vyplývá z obecné povinnosti podle článku 19 odst. 1 Mifid minimálně povinnost nekonat v případě, kdy střet zájmů byl sice odkryt zákazníkovi podle článku 18 Mifid, nicméně jednání, resp. jeho výsledek, by nebyl v nejlepším zájmu zákazníka. Tato povinnost však neznamená, že by měl obchodník s cennými papíry upřednostnit zájem zákazníka před zájmem svým a už vůbec ne to, že by se obchodník s cennými papíry měl situacím střetu zájmů vyhnout úplně, jak by bylo vyžadováno, pokud by se jednalo o fiduciární povinnost loajality nebo fiduciární povinnost *stricto sensu*. Povinnost vyjádřená v právě uvedeném ustanovení má podle mého názoru blíže k *fairness* typické pro spotřebitelský diskurs finančního práva [Benjamin 2010: 3] než k povinnosti loajality a nepředstavuje tak pravidlo pro řešení střetu zájmů.

Podle mého názoru je vůbec sporné, má-li povinnost podle článku 19 odst. 1 Mifid charakter alespoň „obyčejné“ povinnosti loajality. To, že není proskriptivní povinností nedostat se do situace, ve které hrozí nebo existuje střet zájmů, resp. v této situaci nejednat, a že nepředstavuje povinnost upřednostnit zájem zákazníka před zájmem obchodníka, je jednoznačné. Má ovšem tato povinnost preskriptivní charakter, tedy jednat pouze (!) v zájmu zákazníka? Jazykový výklad nám říká, že nikoliv. Povinnost jednat v nejlepším zájmu (*best interest*) zákazníka není možné zaměňovat za povinnost jednat pouze v zájmu (*sole interest*) zákazníka. Koncept jednání v nejlepším zájmu zákazníka nevylučuje v rámci daného jednání sledování vlastních zájmů obchodníka s cennými papíry, což je základním obsahem fiduciární povinnosti loajality. Koncept jednání v nejlepším zájmu zákazníka spíše nastavuje objektivní standard jednání obchodníka s cennými papíry a má tak blíže ke konceptu jednání s odbornou péčí, než k povinnosti loajality [Lee 2009: 7], neboť jednání je ex post posuzováno s ohledem na výsledek (co byl objektivně nejlepší zájem zákazníka), nikoliv s ohledem na intencionální složku jednání (obchodník jednal pouze v zájmu zákazníka, nikoliv v zájmu někoho jiného včetně sebe). Tento závěr lze podpořit i jedním z mála judikátů, které se vztahují k poskytování investičních služeb, a to rozhodnutím 5 A 164/2002-44, podle kterého *Citovaná ustanovení jistě nelze vykládat tak – a nikdo to ani nečiní – že by obchodník s cennými papíry nemohl vystavit zákazníkův majetek určitým rizikům. Tato rizika však musí být přiměřená, rozumná a odůvodněná a zákazník o nich musí být předem náležitě informován a vyslovit s jednáním, jež je těmito riziky doprovázeno, písemný souhlas. To platí o jednáních, která jsou v zájmu zákazníka, nikoliv však o jednáních, které v nejlepším zájmu zákazníka objektivně vzato nejsou. K odlišní obou rozdílných kategorií je nezbytné hodnotit krom jiných faktorů právě především míru rizika, které je zákazník vystaven. Jestliže nelze riziko ničím objektivně zdůvodnit, resp. jestliže riziko, které by měl zákazník podstoupit, není z hlediska cíle, jehož má být dosaženo, nezbytné, pak je takové jednání zakázané, a to i kdyby s ním zákazník souhlasil. Právě tak tomu bylo i v souzeném případě, v němž rizika, kterým byl zákazníkův majetek vystaven, nebylo vůbec nezbytné podstupovat.*

Lze uzavřít, že evropská právní úprava definuje, byť poněkud zmateně, střet zájmů v souladu s

doktrinálním vymezením, nicméně se již dále nezabývá charakterem povinnosti, která je v jádru střetu zájmů. Jednoznačnou odpověď, jak se chovat v případě střetu zájmů evropská právní úprava neposkytuje. Generální klauzuli podle článku 19 odst. 1 Mifid lze snad využít v případě konfliktu Typu II, neboť požaduje při jakémkoliv jednání obchodníka s cennými papíry jednání spravedlivé a čestné, nikoliv však v případě střetu zájmů Typu I.

## 3. Některé soukromoprávní otázky spojené s právní úpravou střetu zájmů v oblasti poskytování investičních služeb

Výše v tomto textu jsme dovodili existenci povinnosti loajality obecně také v českém právním řádu. Jaký je však konkrétní obsah této povinnosti v souvislosti s právní úpravou finančních trhů? Primárně lze rozlišit dvě základní situace, a to (i) příkazník je zároveň právním zástupcem příkazce a (ii) příkazník není zároveň právním zástupcem příkazce.

Občanský zákoník stanoví, že *Zastupovat jiného nemůže…ten, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy zastoupeného* (§ 22 odst. 2 OZ). Eliáš [2008: 205, 206] k tomu uvádí, že *Při uzavírání smluv nemůže tedy jedna smluvní strana zastupovat druhou. Nemůže ale ani třetí strana zastupovat obě smluvní strany…Zastoupení nebrání pouhá možnost rozporu mezi zájmy zástupce a zastoupeného, nýbrž a jen existence takového rozporu* (tedy aktuální střet zájmů). Právní úkony učiněné v případě rozporu zájmů jsou neplatné, a to absolutně, pro rozpor se zákonem (§ 39 OZ). V této situaci, tedy v případě aktuálního střetu zájmů, nesmí příkazník příkazce vůbec zastupovat a OZ odchylku nepřipouští. Současné znění OZ však střet zájmů nedefinuje. Podle Tichého [2011: 45] by však případ konfliktu zájmů *bylo možné popsat jako jednání zástupce ve prospěch třetí strany či zainteresovanost zástupce v příslušném právním jednání*. Je tedy pokryt střet zájmů Typu I, ale Typ II pouze částečně.

Podle § 437 odst. 1 NOZ platí, že *Zastoupit jiného nemůže ten, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy zastoupeného, ledaže při smluvním zastoupení zastoupený o takovém rozporu věděl nebo musel vědět*. Vidíme zde zřejmý posun k autonomii vůle smluvních stran a k řešení konfliktu zájmů souhlasem zastoupeného, byť třeba implicitním. § 437 odst. 2 NOZ také vymezuje, v zásadě v souladu s Tichým [2011: 45] střet zájmů a to tak, že *Má se za to, že tu je rozpor v zájmech zástupce a zastoupeného, pokud zástupce jedná i za tuto třetí osobu nebo pokud jedná ve vlastní záležitosti*.

Je tedy zřejmé, že pokud existuje rozpor mezi zájmy příkazce a příkazníka, který je zároveň příkazcovým smluvním zástupcem, nemůže v takovém případě příkazník příkazce zastupovat, resp. jeho právní úkony jsou absolutně neplatné.[39] Příkazce by rovněž v téže věci neměl jednat za třetí stranu. Nová právní úprava zastoupení však tuto rigiditu zmírňuje, neboť umožňuje souhlas zastoupeného v situaci střetu zájmů, resp. předpokládání tohoto souhlasu. Argumentem *a maiore ad minus* dospějeme k závěru, že co platí o zastoupení, mělo by platit rovněž pro úkony faktické, nevyžadující právní jednání.

Smlouvy o cenných papírech obstaravatelského typu mají většinou mandátní nebo komisionářský charakter a jsou navíc absolutními obchody podle ObchZ. Mandátní smlouvu vymezuje ustanovení § 566 odst. 1 ObchZ *Mandátní smlouvou se zavazuje mandatář, že pro mandanta na jeho účet zařídí za úplatu určitou obchodní záležitost uskutečněním právních úkonů jménem mandanta nebo uskutečněním jiné činnosti, a mandant se zavazuje zaplatit mu za to úplatu*. Podle § 567 odst. 2 ObchZ pak platí, že *Činnost, k níž se mandatář zavázal, je povinen uskutečňovat podle pokynů mandanta a v souladu s jeho zájmy, které mandatář zná nebo musí znát.* Pelikánová [1999: 41] k tomu uvádí, že *ohled na zájem mandanta musí být vůdčím motivem celé mandatářovy činnosti…Jakmile by mandant dal přednost svému zájmu před zájmem mandanta, dopustí se porušení etického i právního pravidla*. Podobně Pelikánová uvažuje v případě smlouvy komisionářské [1999: 121]. Z podstaty mandátu i komisionářského vztahu tedy vyplývá povinnost upřednostnit zájmy mandanta před zájmy vlastními, byť jde o úpravu dispozitivní. Podle Bejčka [2007: 614 a 615]

v sobě mandátní smlouva *slučuje požadavky odborné péče (v § 567 odst. 1, § 570 ObchZ ) a loajality (v § 567 odst. 2 a 3, § 574 odst. 3), což mj. znamená, že reprezentant se tedy chová při správě společnosti jako ve vlastních věcech, ale s rezignací na svoje osobní zájmy, pokud by se mohly křížit se zájmy společnosti, neboť musí být loajální se zájmy mandantní společnosti.*

Podobně smýšlí také Štenglová, Plíva, Tomsa a kol. [2010: 1223]: *Komisionář je povinen jakožto podnikatel – profesionál jednat s odbornou péčí a podle pokynů komitenta. Jako u všech typů obstaravatelských smluv musí dbát především zájmů komitenta. Pokud by se jeho obchodní zájmy – vzhledem ke zvláštní povaze komisionářského vztahu, umožňujícího samovstup komisionáře – křížily se zájmy komitentovými, musí dát zájmům komitentovým přednost. Jestliže se výsledek zařizování nedostaví, je na komisionáři, aby prokázal, že jednal s potřebnou odbornou péčí. I když komentované ustanovení neurčuje, že komisionář jedná vždy v zájmu komitenta, vyplývá to z obstaravatelské povahy komisionářského vztahu. Zákon však stanoví, že komisionář je povinen jednat podle pokynů komitenta. Jsou-li tyto pokyny v rozporu s řádnou realizací komise, musí se komisionář především snažit získat včas komitentův souhlas s případnou změnou pokynů, které od komitenta obdržel. Sám se může od těchto pokynů odchýlit jen v zájmu komitenta, ovšem jen pokud nemohl uvedený souhlas získat včas.*

Také Eliáš [2008: 2134] v případě příkazní smlouvy uvádí, že *Příkazník vykonává činnost pro příkazce, tj. v zájmu příkazce, se kterým se příkazník nesmí v průběhu výkonu příkazu dostat do rozporu*. Rovněž ustanovení o příkazní smlouvě mají dispozitivní charakter [Eliáš 2008: 2134]. Tentýž autor také uvádí [2008: 2148 – 2149], že *Negativně znamenala povinnost jednat poctivě, že příkazník nesmí jednat na újmu příkazce a v zájmu někoho třetího. Povinnost jednat poctivě lze i dnes dovodit z povinnosti jednat „pro příkazce" (§ 724)*. Švestka [2009: 2198] uvádí, že *Příkazník vyvíjí svou činnost pro příkazce, tedy v jeho zájmu. Příkazníkova činnost proto musí být ku prospěchu příkazce*. Tentýž autor [2009: 2203] pak uvádí *I bez výslovného ustanovení zákona lze povinnost příkazníka jednat poctivě a s péčí řádného hospodáře dovodit ze samotného pojmu příkazu, v rámci nějž příkazník vykonává svou činnost pro příkazce, tedy v jeho zájmu* [724, 1]. *Příkazník je povinen jednat v souladu se zájmy příkazce, které zná, nebo které – objektivně vzato – znát musí.*

Lze říci, že z českého právní řádu lze vyčíst nebo dovodit, v případě střetu zájmů Typu I, tato pravidla: (i) existuje obecná povinnost loajality typická pro veškeré příkazní vztahy (viz bod 1.2.3), (ii) příkazník má povinnost počínat si tak, aby se nedostal do rozporu se zájmy příkazce (fiducární povinnost *stricto sensu*), (iii) příkazník nesmí jednat v dané záležitosti v zájmu někoho třetího (fiducární povinnost *stricto sensu*), (iv) v případě aktuálního střetu zájmů musí příkazník upřednostnit zájem příkazce před zájmem svým (fiduciární povinnost loajality) a nesmí jednat na újmu příkazce (*neminem laedere*) a (v) povinnosti pod body (i) až (iv) lze modifikovat ustanoveními smlouvy, neboť mají dispozitivní charakter. Zároveň lze dovodit, a rovněž výše citovaní autoři tak činí, obecné informační/oznamovací a prevenční povinností příkazníka ve vztahu k příkazci, na základě kterých by byl pravděpodobně řešen střet zájmů Typu II.

Vidíme, že výše uvedenými autory dovozované povinnosti jsou relativně přísné a na veřejnoprávní úrovni by jim pravděpodobně nejlépe odpovídal úplný zákaz jednání v situacích střetu zájmů s možností smluvních odchylek na základě splnění informační povinnosti.[40] Určitým korektivem intenzity povinnosti loajality může podle mého názoru podpořeného některými předchozími částmi tohoto příspěvku být (i) prvek svěření (*entrustment*) majetku příkazníkovi k obhospodařování (z toho vychází úprávní úprava správy cizího majetku v NOZ, kde je podobně jako v právu obchodních společností uvedena povinnost péče řádného hospodáře) nebo výkon vlivu nad záležitostmi příkazce (z toho vycházela nepochybně Komise pro cenné papíry při formulaci svého stanoviska k tzv. churningu[41], který je považován za učebnicový příklad střetu zájmů Typu I.), (ii) široká diskreční pravomoc příkazníka a (iii) informovaný souhlas příkazce učiněný po kompletním a komplexním

splnění informační povinnosti (vedoucí až k vyloučení povinnosti loajality *de facto*).

Na základě výše uvedeného lze tedy shrnout, že česká soukromoprávní úprava střetu zájmů je poněkud roztříštěná a že odpovědi na problémy právní praxe je třeba dovozovat výkladem příslušných právních stanovení s ohledem na povahu zastoupení jako takového, příkazních smluvních vztahů a s ohledem na obecné právní principy. Složitější by byla především odpověď na otázky související se střetem zájmů Typu II. Výrazným rysem této úpravy je však také možnost odchýlit se v rámci smluvních ustanovení. Díky tomu jsou kladeny zvýšené nároky na přípravu příslušných smluv upravujících právní vztahy v rámci poskytování investičních služeb. V tomto ohledu nezbývá než doporučit jednoznačné vyjádření zájmů příkazce a meze jednání příkazníka v příslušné smluvní dokumentaci.

Jak již jsem uvedl v úvodu tohoto příspěvku, je střet zájmů nevyhnutelným rysem moderních finančních trhů, který podle většiny autorů nemůže vyřešit samotná hospodářská soutěž na finančním trhu, a to zejména z důvodů tržní infrastruktury, transakčním nákladům a informační asymetrii mezi subjekty působícími na finančním trhu. Obecný zákaz dostat se do situace střetu zájmů by byl pravděpodobně příliš radikální, neboť není důvod, aby jedna smluvní strana nemohla, při nejvyšší možné transparentnosti informací s ohledem na její náklady, využít služeb druhé strany s potenciálním střetem zájmů, pokud upřednostňuje kvalifikovanost poskytnutí dané služby před loajalitou, což je případ většiny investičních služeb nediskrečního a neporadenského charakteru. Ukázal jsem, že z tohoto pragmatismu podle všeho vychází také evropská veřejnoprávní regulace střetu zájmů, která preferuje preventivní opatření k zamezení nežádoucího vlivu střetu zájmů před kompletní eliminací takových situací a v obecné rovině staví na obecné informační povinnosti.

Střet zájmů je vždy přítomen tam, kdy je někomu svěřena důvěra jednat v záležitostech někoho jiného, v právním smyslu pak tam, kde existuje povinnost loajality ve střetu s jinými zájmy nebo povinnostmi. V jádru právní regulace střetu zájmů je tedy povinnost loajality, která existuje i v českém právním řádu, neboť i zde se objevují vztahy tzv. fiduciárního charakteru, založené na důvěře a věrnosti. Charakteristické je, že samotná její existence je příčinou situací střetu zájmů a její specifický obsah je pak řešením těchto situací. V českém právu je přímé akcentování povinnosti loajality spíše výjimkou (§ 159 NOZ, § 51 NObchZ[42]), a povinnost loajality je doktrínou i judikaturou dovozována především z povinnosti výkonu činnosti s péčí řádného hospodáře, resp. ze zřejmého charakteru příkazních vztahů. Základ pro řešení otázek střetu zájmů nicméně v soukromém právu existuje, byť na obecné rovině a v dispozitivních právních normách. Specifické případy pak tedy bude třeba obezřetně řešit v rámci konkraktačního procesu, neboť veřejnoprávní úprava neskýtá příliš jasná pravidla pro *ex ante* posuzování dovoleného a zakázaného chování.

**JUDr. Bc. Bedřich Čížek, MPA**

**Literatura:**

Bahar R., Thévenoz L. (eds.) (2007), Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market. In: Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International and Schulthess, str. 2 a násl.,
Bakeš M. a kol. (2006), Finanční právo. 4. aktualizované vydání. Praha: C.H.Beck,
Band Ch. (2006), Conflicts of Interests in Financial Services and Markets. Journal of International Banking Law and Regulation, Issue 12, str. 677 a násl.,
Band Ch., Anderson K. (2007), Conflicts of Interests in Financial Services and Markets – Regulatory Aspect. Journal of International Banking Law and Regulation, Issue 2, str. 88 a násl.,
Beale H. (gen. ed.) (2008), Chitty on Contracts, 30th Edition, Volume II. – Specific contracts, London: Thompson Reuters (Legal) Ltd.,

Bejček J. (2007), Principy odpovědnosti statutárních a dozorčích orgánů kapitálových společností. Právní rozhledy 17/2007, str. 613 a násl.,
Benjamin J. (2010), The narratives of financial law. Oxford Journal of Legal Studies30 (4), str. 787 a násl.,
Beran K., (2009), Kdy je norma kogentní a kdy dispozitivní? Právní rozhledy 19/2009, s. 685 a násl.,
Boatright J.R. (2001), Financial Services. In Davis M., Stark A. (eds.) (2001), Conflict of Interest in the Professions. New York: Oxford University Press, str. 217 a násl.,
Casey J.-P., Lannoo K. (2009), The Mifid Revolution. New York: Cambridge University Press,
CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 1st Set of Mandates (Ref.: CESR/05-024c), k dispozici >>> zde.
CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the first set of mandates Markets in Financial Instruments Directive FEEDBACK STATEMENT (Ref.: CESR/05-025), k dispozici >>> zde.
Chirico A. (2008), Guarding against Conflicts of Interest: Where do we stand? ECMI Policy Brief No. 11/February 2008,
Čech P. (2007), Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. Právní rádce 3/2007, str. 4 a násl.,
Čech P. (2009), K povinnosti loajality společníka vůči společnosti a ostatním společníkům. In Pauknerová M., Tomášek M. (2009), Nové jevy v právu na počátku 21. století. IV. Proměny soukromého práva. Praha: Karolinum, str. 54 a násl.
Davis M., Stark A. (eds.) (2001), Conflict of Interest in the Professions. New York: Oxford University Press,
Dědič J. a kol. (2000), Právo cenných papírů a kapitálového trhu. Praha: Prospektrum,
Dědič J., Lasák J. (2010), Právo kapitálových obchodních společností. Přehled judikatury s komentářem. 2. díl. Praha: Linde,
Dědič J., Pauly J. (1994), Cenné papíry. Praha: Prospektum,
Dědič J., Štenglová I. (1997), Zákon o cenných papírech. Komentář. 1. vydání. Praha: C.H.Beck,
Eliáš K. a kolektiv autorů (2008), Občanský zákoník. Velký akademický komentář. 1. a 2. svazek. Praha: Linde Praha,
Fama E.F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm. The Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2. Chicago: University of Chicago Press,
Frankel T. (2011), Fiduciary Law. New York: Oxford University Press,
Frankel T. (2012), Towards Universal Fiduciary Principles. Boston University School of Law Working Paper No. 12-09,
Frase D. (2008), Conflicts of interest. Compliance Officer Bulletin, Issue 54,
Havel B. (2007), Synergie péče řádného hospodáře a podnikatelského úsudku. Právní rozhledy 11/2007, str. 413 a násl.,
Herbst J. (2003), Revision of the Investment Services Directive. Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 11 Iss: 3, str. 211 a násl.,
Hollander Ch. QC, Salzedo S. (2004), Conflict of Interest & Chinese Walls, 2nd Edition, London: Sweet&Maxwell,
Kotásek J., Pokorná J., Raban P. a kol. (2005), Kurz obchodního práva. Právo cenných papírů. Praha: C.H.Beck,
Kruithof M. (2005), Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate? Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2005-07,
Lee R. (2009), Rethinking the content of the fiduciary obligation. Conveyancer and Property Lawyer, v. 73, str. 236 a násl.,
Llewellyn D. (1999), The Economic Rationale for Financial Regulation. FSA Occasional Paper,
Mehran H., Stulz R.M. (2006), The economics of conflicts of interest in financial institutions. Working Paper 12695. Cambridge (Mass.): National Bureau of Economic Research,
Nelson P. (2008), Capital Markets Law and Compliance: The Implications of Mifid. New York: Cambridge University Press,

Moloney N. (2010), How to protect investors. Lessons from the EC and the UK. New York: Cambridge University Press,
Pelikánová I. (1999), Komentář k obchodnímu zákoníku. 5. díl. § 566 – 775. Praha: Linde Praha, a.s.
Pihera V. (2009), Trust. Vybrané aspekty. Obchodněprávní revue 7/2009. Praha: C.H.Beck, str. 196 a násl.,
Pihera V. (2011), Některé úvahy o bankovním tajemství. Obchodněprávní revue 2/2011. Praha: C.H.Beck, str. 35 a násl.,
Ribstein L.E. (2011), Fencing Fiduciary Duties. Boston University Law Review, Vol. 91. Illinois Program in Law, Behavior and Social Science Paper No. LBSS11-02; Illinois Public Law Research Paper No. 10-20,
Telec I., (2004), Není rozpor se zákonem jako rozpor se zákonem. Právní rozhledy 5/2004, s. 161 a násl.,
Tomáš Richter: O logice a limitech korporačního práva: teoretické základy, Právní rozhledy 23/2008, str. 845 a násl.,
Stanovisko Komise pro cenné papíry k churningu č. STAN/1/2006 ze dne 8. 2. 2006, dostupné na www.cnb.cz
Štenglová I., Plíva S., Tomsa M. a kol. (2010). Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání. Praha : C. H. Beck,
Švestka J., Spáčil J., Škárová M., Hulmák M. a kolektiv (2009), Občanský zákoník I, II, 2. vydání, Praha: C.H.Beck,
Tégl P. (2009), Poctivost a důvěra jako jeden ze základních principů evropského smluvního práva. In Pauknerová M., Tomášek M. (2009), Nové jevy v právu na počátku 21. století. IV. Proměny soukromého práva. Praha: Karolinum, str. 99 a násl.,
Tichý L. (2011): Základní otázky smluvního zastoupení a návrh občanského zákoníku, Bulletin advokacie 5/2011, str. 37 a násl.

---

[*] Tento příspěvek je upravenou verzí stejnojmenné práce předložené v rámci SVOČ 2012 na PFUK.
[**] Autor je doktorandem na Katedře finančního práva a finanční vědy PFUK. Příspěvek vyjadřuje autorův soukromý odborný názor.

[1] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
[2] Viz také § 5 odst. 3 ZOD.
[3] Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů
[4] § 5 odst. 2 ZOD Poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu se rozumí obchodník s cennými papíry, zahraniční obchodník s cennými papíry, který poskytuje na území České republiky investiční služby prostřednictvím pobočky, osoba provádějící přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů za podmínek stanovených zvláštním zákonem, institucionální investor, depozitář, organizátor regulovaného trhu, osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry, centrální depozitář, Česká národní banka v rozsahu vedení evidence cenných papírů.
[5] Nelze se ubránit reminiscenci na původní znění části čtvrté OZ.
[6] Investiční služby – pozn. B.Č.
[7] Např. investiční služba investiční poradenství týkající se investičních nástrojů (§ 4 odst. 2 písm. e) ZPKT) a obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání (§ 4 odst. 2 písm. d) ZPKT) podle mého názoru implicitně zahrnují kvasi-fiduciární povinnosti vzdálené kontinentálním právním systémům (viz dále). Srov. také článek V. Pihery Trust. Vybrané aspekty. – S právními konstrukcemi na bázi trustu, popř. fiduciárních vztahů se dnes lze setkat jak ve světě mezinárodních transakcí, tak např. v oblasti kolektivního investování a držení cenných papírů.
[8] Srov. recital 29 Mifid: Rozšiřující se spektrum činností, které mnohé investiční podniky vykonávají současně, zvyšuje potenciál vzniku střetu zájmů mezi různými činnostmi a zájmy klientů.

Je proto nutné stanovit pravidla k zajištění toho, že takové střety nepříznivě neovlivní zájmy klientů.
[9] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS
[10] Z tohoto pojetí vychází primárně např. [Kruithof 2005].
[11] V textu pro zjednodušení užívám obecné slovní spojení jednání za jiného, ačkoliv je zřejmé, že při poskytování investičních služeb jako faktické činnosti bez přímého vztahu ke klasickým právním institutům, nemusí jít vždy o právní zastoupení stricto sensu. Podle mého názoru se principy v tomto textu zmíněné vztahují k jednání jakýchkoliv zástupců/reprezentantů zájmů zastoupeného, ať už jsou či nejsou oprávněni za zastoupeného činit právní úkony. Ve stejně obecném smyslu užívám označení příkazce a příkazník, ačkoliv právní základ konkrétního právního vztahu může být ve skutečnosti mandátní, komisionářský nebo inominátní.
[12] Z tohoto dělení vychází do určité míry také Mifid, který v článku 18 odst. 1 stanoví Členské státy vyžadují, aby investiční podniky přijaly veškerá přiměřená opatření ke zjištění střetů zájmů mezi podnikem…a jeho klienty nebo mezi dvěma klienty…
[13] Ne vždy nám platné právo dokáže dát explicitní odpovědi na všechny naše otázky. V tom případě je třeba se uchýlit, jak jsem již částečně učinil výše, k hlubším strukturálním prvkům v podobě předpokladů, které formují daná právní pravidla, ale nemusí být vždy přímo a plně v těchto pravidlech artikulována. Tyto hlubší strukturální prvky označíme v návaznosti na terminologii sociálních věd jako jednotlivé diskursy finančního práva. Tyto diskursy zahrnují právní principy, teleologické prvky, akty aplikace práva i tržní praxi, což mj. znamená, že se vyvíjejí v čase. Diskursy poskytují konkrétním právním normám smysl a účel a jsou významným výkladovým prostředkem i teoretickým nástrojem. Koncept střetu zájmů pak podle Benjaminové [2010: 5] spadá do tzv. fiduciárního diskursu, jehož charakteristickým rysem je dobrá víra (viz k tomu dále, obecně k dobré víře jako základnímu soukromoprávnímu principu srov. také [Tégl 2006: 99]) a nepochybně také povinnost loajality.
[14] Smlouvy o cenných papírech upravuje Část druhá ZCP, včetně smluv obstaravatelských. Odpovědi na otázky neobsažené v ZCP je pak třeba hledat v ObchZ, příp. v obecné úpravě OZ. Ke smlouvám o cenných papírech viz [Dědič, Štenglová 1997: 35 a násl.], [Dědič a kol. 2000: 391 a násl.], [Dědič, Pauly 1994: 155 a násl.], [Kotásek a kol. 2005: 647].
[15] Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník
[16] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
[17] Viz např. Rozhodnutí ve věci Bristol & West Building Society v Mothew citováno v [Band 2008: 678] A fiduciary is someone who has undertaken to act for or on behalf of another in a particular matter in circumstances which give rise to a relationship of trust and confidence. The distinguishing obligation of a fiduciary is the obligation of loyalty. The principal is entitled to the single-minded loyalty of his fiduciary.
[18] Literatura pak tuto kvalitu označuje fiduciárními povinnostmi a klade mezi ně povinnost náležité (rozumné i informované) péče a povinnost loajality, resp. konání v nejlepším zájmu společnosti [Havel 2007: 414].
[19] Velmi silně je povinnost loajality akcentována především u advokátů. Srov. důvody odmítnutí poskytnutí právních služeb podle § 19 odst. 1 zákona č. 85/1996 Sb., o advokacii. Ustanovení § 16 odst. 1 tohoto zákona lze považovat za obecné stanovení povinnosti loajality, ustanovení § 19 odst. 1 pak za specifický obsah této povinnosti, mj. povinnost odmítnout jednat v případě, že advokát v téže věci nebo ve věci související již poskytl právní služby jinému, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy toho, kdo o poskytnutí právních služeb žádá nebo zájmy toho, kdo o poskytnutí právních služeb žádá, jsou v rozporu se zájmy advokáta nebo osoby advokátovi blízké. Takto jednoznačnou specifikaci povinnost loajality však v případě právní úpravy poskytování investičních služeb v právním řádu nenacházíme.
[20] …výklad péče řádného hospodáře musí sledovat nejen národní vzorce a tendence, ale i ty evropské a světové. Víme-li, že fiduciární povinnosti jsou povinnosti, které zná snad celý relevantní

svět, jedno z jaké právní rodiny ten nebo onen právní řád pochází, nepřekvapí úvaha, že se vlastně jedná o transplantát, který není a nemůže být národní. Správná aplikace národních pravidel tohoto typu je pak nutně výsledkem komparace a multidisciplinarity a každé národní právo se nutně musí infikovat právem cizím, aby mohlo přežít [Havel 2007: 416].
[21] civil-law jurisdictions connect the duty of loyalty to the obligations under a mandate contract, i.e. a contract whereby one party, the agent or mandatee, undertakes to perform a service for or manage the interests of the other party, the principal. The archetypical mandate is a mandate of representation, which empowers the agent to act on behalf of the principal [Bahar 2007: 3].
[22] …fiduciární povinnosti jsou zde mj. proto, že smlouva, která mezi členem statutárního orgánu a společnosti vznikne, nemůže z povahy věci pamatovat na všechny varianty toho, co může nastat, a proto se formulují principy, které jsou implicitní součástí každé takové smlouvy, jedno jestli se na ně odkáže [Havel 2007: 414].
[23] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
[24] Srov. rozhodnutí ve věci Kelly v. Cooper citované v [Frase 2008: 8].
[25] Podle Frase [2008: 2 – 3] jsou fiduciárními vztahy zastoupení (agency), kvazizastoupení (quasi-agency) a poradenství (advice).
[26] Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.
[27] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech
[28] Důvodová zpráva k ZPKT.
[29] Vyhláška č. 466/2002 Sb., kterou se stanoví podrobnější pravidla organizace vnitřního provozu obchodníka s cennými papíry a podrobnější pravidla jednání obchodníka s cennými papíry ve vztahu k zákazníkům
[30] Vyhláška č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky
[31] Článek 13 odst. 3 Mifid: Investiční podnik udržuje a uplatňuje účinná organizační a administrativní opatření k tomu, aby přijímal veškerá přiměřená opatření k tomu, aby střety zájmů vymezené v článku 18 neovlivnily záporně zájmy jeho klientů.
[32] Viz Ref.: CESR/05-025…for the purpose of establishing procedures the identification process does not need to drill down to the level of each specific conflict.
[33] Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Text s významem pro EHP)
[34] Srov. Ref.: CESR/05-024c: The obligation for the firm under Article 13(3) of the Directive is not to prevent conflicts of interest from arising, it is for the firm to take all reasonable steps to prevent conflicts adversely affecting the interests of its clients.
[35] Viz také Ref.: CESR/05-024c The advice only catches cases in which there is conflict between the interests of the firm (or its associates) and the duty the firm owes to the client or between the interests of one or more of its clients. It is not enough that the firm stands to make money or that the client stands to loose money, this must then involve a conflict with a duty the firm owes to the client. Also, the advice indicates that the profit of the firm must be to the detriment of the client. There is also a difference between profits arising from an investment firm's normal commercial activities and profits arising from its failure to manage properly conflicts of interest.
[36] …investiční výzkum a poradenství, vlastní obchodování, operace v oblasti správy portfolia a corporate finance, včetně upisování, prodeje nabízených cenných papírů a poskytování poradenství ohledně fúzí a akvizic.
[37] K otázce základních právních povinností při řízení střetu zájmů srov. bod 3.2.1 a 3.2.2
[38] Čl. 22 odst. 4 Členské státy zajistí, aby informace pro zákazníky podle čl. 18 odst. 2 směrnice 2004/39/ES byly na trvalém nosiči a s ohledem na povahu zákazníka obsahovaly dostatečné podrobnosti k tomu, aby tento zákazník mohl se znalostí věci rozhodovat o investiční nebo doplňkové

službě či investiční činnosti, v souvislosti s nimiž vzniká střet zájmů.
[39] Aniž bych se tímto problémem mohl zabývat podrobněji, lze podle mého názoru dané ustanovení považovat spíše za dispozitivní již dnes. Minimálně proto, že v praxi finančního trhu jsou situace střetu zájmů nevyhnutelné, příslušné smlouvy tyto otázky často řeší oboustranným souhlasem a také proto, že právní úkony smluvních stran by měly být považovány spíše za platné, než za neplatné (viz k tomu blíže např. [Beran 2009], [Telec 2004] a další).
[40] (Luc Thévenoz) suggests in his paper that a rule calling for a prohibition of conflicts of interests could be used as a default rule which parties could contract out of subject to mutual consent based on appropriate disclosure [Bahar 2007: 15].
[41] První podmínka je nepochybně splněna v případě, kdy obchodník zákazníkovi obhospodařuje účet na základě vlastního uvážení. V tomto případě obchodník sám obchoduje na účet zákazníka a má tak plnou kontrolu nad objemem a frekvencí obchodování. K faktické kontrole nad objemem a frekvencí obchodování na účtu zákazníka může ovšem dojít i v případech, kdy má zákazník s obchodníkem uzavřenu komisionářskou smlouvu. To za podmínky, že se prokáže, že se zákazník u většiny svých obchodů řídil doporučeními obchodníka.
[42] Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích

© EPRAVO.CZ – Sbírka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

## Další články:


- AIFMD II v České republice: Schvalovací proces a co čeká investiční společnosti
- Oceňování senior center a domovů se zvláštním režimem v nemovitostních fondech
- Změna výroby na příkaz mateřské společnosti bez finanční kompenzace vzniklých ztrát? Judikát NSS, který mění pohled na převodní ceny
- Novinky z české a evropské regulace finančních institucí za měsíc prosinec 2025
- Odpočet na výzkum a vývoj v roce 2026
- Zaměstnanecké akcie (ESOP) v roce 2026: co přináší novela a jak se na ni připravit
- Ústavní soud vymezil hranice závaznosti trestního rozsudku pro rozhodování správních soudů v daňových věcech
- Regulatorní posun v oblasti platebních služeb: Stanovisko ČNB k minimální uživatelské zkušenosti mění podmínky pro Open Banking
- Několik otázek k postavení podlimitních správců kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu v českém právním řádu
- Využívání holdingových struktur a na co si dát pozor
- Možné důsledky nesprávného použití AI v procesních podáních