

Dohledový benchmark č. 2 k nabývání dluhových investičních nástrojů do majetku zákazníků nebo investičních fondů

Obsah

OBSAH STANOVISKA	1
ÚVOD.....	2
PŮSOBNOST.....	3
POSUZOVÁNÍ DLUHOVÝCH INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ OBCHODNÍKY S CENNÝMI PAPÍRY A OBHOSPODAŘOVATELI FONDŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ.....	3
NABÝVÁNÍ DO MAJETKU ZÁKAZNÍKŮ	5
NABÝVÁNÍ DO MAJETKU FONDŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ.....	7
PŘÍLOHA – DLUHOVÉ INVESTIČNÍ NÁSTROJE VHODNÉ PRO NABÍZENÍ, PRODEJ A DISTRIBUCI BEZ OMEZENÍ	13
SEZNAM ZKRATEK PRÁVNÍCH PŘEDPISŮ	16

Úvod

Při poskytování investičních služeb zákazníkům, kteří nejsou profesionálními zákazníky^{1,2} (dále jen „neprofesionální zákazník“) jsou obchodníci s cennými papíry a investiční zprostředkovatelé (dále jen „obchodník“)³ povinni dodržovat pravidla stanovená právními předpisy. Obchodník je zejména povinen poskytovat investiční služby s odbornou péčí, zejména pak jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků a plnit povinnosti stanovené v § 15 a násl. ZPKT. Stejně požadavky kladou právní předpisy na obhospodařovatele investičního fondu [srov. § 18 a § 22 odst. 1 písm. b) a c) ZISIF].

Při své dohledové činnosti ČNB zjistila, že dochází k činnostem, směřujícím k nabývání investičních nástrojů neprofesionálními zákazníky, aniž tyto investiční nástroje odpovídají svým charakterem investičnímu profilu těchto zákazníků. Zároveň ČNB vnímá rostoucí poptávku po financování malých a středních podniků a tzv. „start ups“, „SME“ aj., formou emise dluhových nástrojů, zejména z důvodu jednoduššího a rychlejšího dosažení přístupu k požadovaným zdrojům. Tento kapitál je však často poskytován střadateli, jejichž potřeby, finanční cíle a vztah k riziku nebývají zohledněny v obchodním modelu emitenta. Společným rysem dluhových nástrojů je skutečnost, že mohou být veřejností vnímány jako méně rizikové nebo dokonce bezpečné. Přitom bývají zpravidla spojeny s celou řadou významných rizik, která mohou vést k závažným ztrátám na majetku zákazníků.

Za účelem ujasnění pravidel a podpory tomuto rozvíjejícímu se segmentu kapitálového trhu ČNB považuje za vhodné stanovit minimální očekávané standardy při nabízení a prodeji dluhových investičních nástrojů⁴ neprofesionálním zákazníkům a při nabývání těchto nástrojů do majetku fondů kolektivního investování. Stanovisko se naopak nezabývá řízením rizik v rámci obhospodařování majetku investičních fondů nebo individuálních zákazníků a rovněž se nezabývá systémem investičních limitů nastavených právními předpisy.

Stanovisko vychází ze znění národních právních předpisů, nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) a nařízení Komise. S ohledem na právní relevanci je též využíváno znění směrnic Evropské unie a argumentace v dokumentech, vydaných Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA) na základě zmocnění v čl. 8 odst. 2 nařízení o ESMA⁵.

¹ Tj. zákazník nespĺňující znaky profesionálního zákazníka podle § 2a a § 2b ZPKT.

² Ve Stanovisku je též používán pojem investor, tento termín podle kontextu může kromě zákazníků zahrnovat i podílníky a vlastníky investičních akcií.

³ ZPKT klade na oba typy subjektů v oblasti pravidel jednání a odborné péče shodné povinnosti

⁴ Za dluhové investiční nástroje či produkty se pro účely Stanoviska rozumí investiční cenné papíry uvedené v § 3 odst. 2 písm. b) ZPKT. Pojem dluhový investiční nástroj zahrnuje jak dluhopisy ve smyslu § 2 odst. 1 ZoDluh („Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír vydaný podle českého práva, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu.“), tak i ostatní nástroje, které ZoDluh za dluhopisy nepovažuje (srov. též § 43 odst. 1 ZoDluh: „Cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, který není vyměnitelným dluhopisem a s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky, které je byt' jen částečně závislé na tom, zda určitá okolnost nastane nebo nenastane, se nepovažuje za dluhopis“), např. investiční certifikáty.

⁵ Jedná se např. o regulační a technické normy, tzv. RTS (čl. 10 nařízení o ESMA), obecné pokyny a doporučení, tzv. guidelines (čl. 16 nařízení o ESMA) a stanoviska [čl. 29 odst. 1 písm. a) nařízení o ESMA].

Pravidla a principy formulované v tomto Stanovisku nelze chápat jako kategorický a úplný výklad odborné péče v dané oblasti. Vzhledem ke komplexnosti problematiky a různým okolnostem každého případu přistupuje ČNB k dohledovým zjištěním individuálně a uvedená pravidla bude aplikovat přiměřeně.

Působnost

Stanovisko se nevztahuje na:

- 1) nabízení a prodej dluhových investičních nástrojů způsobilým protistranám, zákazníkům profesionálním a neprofesionálním zákazníkům, jejichž vysoká riziková tolerance, hluboké znalosti, zkušenosti a adekvátní finanční situace umožňují vyhovět testům přiměřenosti a vhodnosti ve smyslu článků 54 a 55 nařízení 2017/565, pro komplexní a vysoce rizikové produkty.
- 2) fondy kvalifikovaných investorů.
- 3) jednoduché, tj. nekomplexní dluhové investiční nástroje, jejichž charakteristickým znakem je významná expozice vůči tržnímu riziku plynoucímu ze změn úrokových sazeb, zatímco ostatní rizika lze považovat za okrajová. Vzhledem k různorodosti dluhových investičních nástrojů jsou vlastnosti dluhových investičních nástrojů vyňatých z působnosti tohoto Stanoviska uvedeny v Příloze.

Posuzování dluhových investičních nástrojů obchodníky s cennými papíry a obhospodařovateli fondů kolektivního investování

1. Základním faktorem, který je určující pro aplikaci Stanoviska, je složitost (komplexnost) dluhového investičního nástroje. Při posuzování komplexnosti dluhových investičních nástrojů je třeba vycházet ze všech jejich charakteristik. Za komplexní dluhové investiční nástroje nebudou považovány např. dluhopisy přijaté k obchodování na regulovaném trhu, pokud nezahrnují derivátový nástroj nebo strukturu, která ztěžuje zákazníkovi porozumění souvisejícímu riziku. Za komplexní nebudou též považovány nástroje, u nichž existují četné příležitosti k prodeji nebo splacení za ceny, které jsou veřejně dostupné a které jsou buď tržními cenami, nebo cenami, které zpřístupňují či validují na emitentovi nezávislé oceňovací systémy⁶.

Pro vyhodnocení, zda se jedná o komplexní dluhový investiční nástroj, je nutné nejprve vyjít z § 15k odst. 3 ZPKT⁷, přičemž pro investiční nástroje v těchto

⁶ Tzv. likvidní nástroje, definovány např. v čl. 17 a příloha III. tab. 2.1, 2.2. nařízení 2017/583.

⁷ Podpůrně též z čl. 25 odst. 4 směrnice MiFID II.

ustanoveních explicitně neuvedené lze využít definici nekomplexních nástrojů podle čl. 57 nařízení 2017/565⁸.

Za komplexní investiční nástroje je pro účely tohoto Stanoviska třeba považovat nejen různé typy dluhopisů podřízených⁹, certifikátů a derivátových produktů, nýbrž i korporátní dluhopisy¹⁰, u kterých panují pochybnosti ohledně existence a četnosti příležitostí k jejich prodeji, splacení nebo jinému druhu realizace za ceny, které jsou dostupné z veřejných zdrojů a které jsou buď tržními cenami, nebo cenami, které zpřístupňují či validují na emitentovi nezávislé oceňovací systémy. Při posuzování komplexnosti nástroje je vhodné zohlednit stanovisko ESMA.¹¹

2. Investoři do dluhových investičních nástrojů mohou být vystaveni celé řadě významných rizik, zejména riziku kreditnímu (riziku emitenta), riziku tržnímu (riziku změny úrokových sazeb a měnovému riziku), riziku likvidity aj. S těmito riziky souvisí i zásadní problém správnosti ocenění těchto nástrojů. Ocenění reálnou hodnotou na základě cenových vstupů úrovně 1 (bod 3 Stanoviska) může být zpravidla předpokladem pro označení dluhového investičního nástroje za nekomplexní, ve smyslu bodu 1 Stanoviska.
3. Pro účely posouzení, zda produkt splňuje požadavky na ocenění reálnou hodnotou, je nutno vycházet z obecně uznávaných pravidel (definujících reálnou hodnotu aktiv), kterými jsou IFRS 13¹², podrobněji potom např. IAPN 1000¹³ - „Zvláštnosti při auditu finančních nástrojů“. Zjistitelnost reálné hodnoty je zde odvozována od kvality cenových vstupů¹⁴ (úroveň 1-3), přičemž v závislosti na zjistitelnosti vstupu, složitosti finančního nástroje a na

⁸ Definice a příklady komplexních a strukturovaných produktů lze nalézt též v Obecných pokynech ke komplexním dluhovým nástrojům a strukturovaným vkladům (ESMA/2015/1787), tento výčet však není uzavřený, jde pouze o „demonstrativní výčet příkladů“,

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_cs.pdf

⁹ Bod 11 Stanoviska k postupům podle směrnice MiFID pro podniky prodávající komplexní finanční produkty (*MiFID practices for firms selling complex financial products*) ze dne 7. února 2014 (ESMA/2014/146).

¹⁰ Dluhopisů vydaných obchodními společnostmi případně družstvy.

¹¹ Bod 10 (iv) Stanoviska k postupům podle směrnice MiFID pro podniky prodávající komplexní finanční produkty (*MiFID practices for firms selling complex financial products*) ze dne 7. února 2014 (ESMA/2014/146).

¹² <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>

¹³ Mezinárodní auditní praktický materiál, <https://www.kacr.cz/auditorske-standardy-2017>

¹⁴ IFRS 13:

Level 1 inputs are quoted prices in active markets for identical assets or liabilities that the entity can access at the measurement date. [IFRS 13:76]

A quoted market price in an active market provides the most reliable evidence of fair value and is used without adjustment to measure fair value whenever available, with limited exceptions. [IFRS 13:77]

If an entity holds a position in a single asset or liability and the asset or liability is traded in an active market, the fair value of the asset or liability is measured within Level 1 as the product of the quoted price for the individual asset or liability and the quantity held by the entity, even if the market's normal daily trading volume is not sufficient to absorb the quantity held and placing orders to sell the position in a single transaction might affect the quoted price. [IFRS 13:80]

Level 2 inputs are inputs other than quoted market prices included within Level 1 that are observable for the asset or liability, either directly or indirectly. [IFRS 13:81]

Level 2 inputs include:

dalších faktorech již může existovat značná nejistota ohledně ocenění u stupně 2. Cenové vstupy úrovně 3 znamenají, že investiční nástroje jsou na tzv. aktivních trzích hůře obchodovatelné – nelikvidní. Velká většina investičních nástrojů však vůbec na regulovaných/veřejných trzích obchodována není a ani tak emitentem není zamýšleno. Z průzkumu ESMA¹⁵ vyplývá, že pouze méně než 1 % dluhopisů je skutečně aktivně obchodováno. Požadavek na věrohodnost ocenění však bude naplněn pouze v případě cenového vstupu úrovně 1 (kotované, neupravené ceny na aktivních trzích), v odůvodněných případech úrovně 2.

Nabývání do majetku zákazníků

4. Obchodník klasifikuje rizikovost produktů za účelem posouzení jejich vhodnosti pro nabytí neprofesionálními zákazníky podle investičních profilů zákazníků. Přitom postupuje zejména podle
 - § 12ba ZPKT, pokud obchodník vytváří investiční nástroj nabízený zákazníkům,
 - § 12bb ZPKT, pokud obchodník nabízí jím nevytvářený investiční nástroj, a
 - § 15c ZPKT.

5. Obchodník navrhuje a distribuuje produkty předem určeným a definovaným cílovým trhům zákazníků. Východiskem pro stanovení cílových trhů jsou vždy kritéria stanovená v bodě 18 Obecných pokynů k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II, využívána mohou být kritéria uvedená v člancích 54 a 55 nařízení 2017/565. Při přiřazování zákazníků musí však být brány v potaz i další faktory, mající vliv na schopnosti neprofesionálních zákazníků vyhodnocovat rizika (může se jednat o věk, zdravotní stav, rodinné faktory, kognitivní schopnosti aj.). Způsob zjišťování informací, jejich vyhodnocování a aktualizace musí být objektivní a vystihovat dostatečně citlivě a přesně charakteristiku zákazníka, aby nebylo pochyb, k jakému cílovému trhu má být přiřazen. Zjišťované charakteristiky je třeba pečlivě a logicky strukturovat, aby např. nedocházelo ke ztotožňování kategorií zákazníků konzervativních a nezkušených (analogicky zákazníků tolerantních k riziku a zkušených). Cílový trh musí být určen dostatečně strukturovaně, aby se předešlo zahrnutí skupin investorů (zejména neprofesionálních zákazníků), s jejichž potřebami,

-
- quoted prices for similar assets or liabilities in active markets;
 - quoted prices for identical or similar assets or liabilities in markets that are not active;
 - inputs other than quoted prices that are observable for the asset or liability, for example interest rates and yield curves observable at commonly quoted intervals, implied volatilities, credit spreads;
 - inputs that are derived principally from or corroborated by observable market data by correlation or other means ('market-corroborated inputs').

Level 3 inputs are unobservable inputs for the asset or liability. [IFRS 13:86]

Unobservable inputs are used to measure fair value to the extent that relevant observable inputs are not available, thereby allowing for situations in which there is little, if any, market activity for the asset or liability at the measurement date. An entity develops unobservable inputs using the best information available in the circumstances, which might include the entity's own data, taking into account all information about market participant assumptions that is reasonably available. [IFRS 13:87-89]

¹⁵ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-bond-liquidity-system-under-mifid-ii>

charakteristikami a cíli je produkt neslučitelný. V podrobnostech se obchodník řídí metodickými materiály ESMA¹⁶.

6. Při poskytování investičních služeb na základě tzv. testu vhodnosti bude při řádném dodržování právních předpisů v dané oblasti zpravidla docíleno, že zákazník nabude produkty odpovídající jeho investičnímu profilu. Nebude přitom podstatné, zda se jedná o služby poskytované na sekundárním nebo primárním¹⁷ trhu. Konečné rozhodnutí, jakou formou budou investiční nástroje zákazníkům nabízeny a v režimu jaké služby, je však na distributorovi produktu¹⁸.
7. V případě služeb s využitím testu přiměřenosti (obecně u služeb bez poradenského prvku) však tento výsledek není automaticky dosažitelný a pro jednání v nejlepším zájmu zákazníka je nutné nastavit další podmínky. V kompetenci obchodníka v roli distributora produktu je proto rozhodnutí (vyhodnocení), že určitý produkt nebude slučitelný s potřebami a charakteristikami stávajících nebo potenciálních zákazníků, a takový produkt by proto neměl být zahrnut do nabídky produktů¹⁹. Distributor rozhoduje, které produkty budou zpřístupněny (stávajícím nebo potenciálním) zákazníkům z jejich vlastní iniciativy prostřednictvím služeb provádění transakcí bez aktivního marketingu, a to s přihlédnutím k tomu, že v takových situacích může být úroveň informací zákazníka velmi omezená. Distributor má tedy zásadní zodpovědnost při nastavování a kalibraci své obchodní platformy, aby nedocházelo k distribuci komplexních dluhových investičních nástrojů vymezených v bodě 1 Stanoviska zákazníkům na základě pouze formálně naplněné povinnosti podrobit zákazníka testu přiměřenosti. Obchodník má mít přiměřenou míru jistoty, že jeho platformu využívají pouze zákazníci s odpovídajícím rizikovým profilem a zákazníci vyhovující danému cílovému trhu. Distributor se může rozhodnout pro omezitý přístup a v pochybnostech produkt nezařadit do své nabídky produktů²⁰.
8. V souvislosti s prováděním obchodů OTC (případně není-li naplněn požadavek na věrohodnost ocenění ve smyslu bodu 3 Stanoviska) je obchodník povinen provádět ex ante „*checking fairness of prices*“²¹. Za tím účelem je vybaven přiměřeně sofistikovaným oceňovacím systémem, zohledňujícím kombinace rizik, kterým bude potenciální zákazník v souvislosti s nabytím daného produktu vystaven. U takových dluhových investičních nástrojů, kde není zanedbatelné riziko emitenta, se očekává

¹⁶ Obecné pokyny ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II (ESMA 35-43-620).

¹⁷ Služby upisování nebo umístování investičních nástrojů podle § 4 odst. 2 písm. h) a i) ZPKT.

¹⁸ Body 50 a 51 Obecných pokynů ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II (ESMA 35-43-620).

¹⁹ Body 31 a 32 Obecných pokynů ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II (ESMA 35-43-620).

²⁰ Body 45 a 46 Obecných pokynů ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II (ESMA 35-43-620).

²¹ ESMA 35-43-349 Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, Question 2, Checking fairness of prices when executing orders or decisions in OTC products (Art. 27 of MiFID II, Art. 64(4) of the MiFID II Delegated Regulation).

užití pokročilejších metod ocenění, vycházejících ze strukturálních modelů kreditního rizika. Vstupní parametry a potřebná tržní data pro aplikaci modelů je třeba archivovat pro případ pozdější rekonstrukce.

9. Obchodník tedy respektuje cílový trh a rizikový profil zákazníků bez ohledu na to, zda poskytuje služby na bázi poradenství či nikoli. V případě, že produkt nebude vyhovovat potřebám cílového trhu, nebo o něm nebudou známy nutné informace, obchodník takový produkt vůbec nebude nabízet. Obchodní platformy mohou umožňovat přístup ke komplexním produktům pouze zákazníkům, pro něž jsou tyto produkty vhodné nebo přiměřené. Obchodník má nastaveny takové procesy pro test přiměřenosti, aby bylo možné skutečně vyhodnotit přiměřenost komplexních produktů pro zákazníka a systém nesloužil jen jako formální splnění náležitostí pro přístup ke komplexním produktům. Například systém, kde je dlouhodobě vysoký počet zákazníků odmítajících poskytnout informace pro test přiměřenosti, nebude považován za vhodně nastavený²². Komplexní produkty nemohou být prodávány v režimu „execution only“²³.
10. Smyslem stanovování investičních profilů zákazníků a stanovování cílových trhů zákazníků je v první řadě ochrana zákazníků. Ta spočívá v zamezení nabývání komplexních a nelikvidních produktů s vysokou mírou rizika, jak jsou vymezeny v bodě 1 Stanoviska, neprofesionálním zákazníkům, jejichž investiční profil není v souladu s rizikovými charakteristikami těchto produktů. Proto **nelze nabízení, distribuci a prodej komplexních dluhových investičních nástrojů zákazníkům, kteří nejsou obchodníkem vyhodnoceni jako zákazníci velmi zkušení, znalí a s vysokou tolerancí vůči příslušným rizikům, považovat za slučitelné se standardy odborné péče a za jednání v nejlepším zájmu zákazníka. Se standardy odborné péče a s jednáním v nejlepším zájmu zákazníka se rovněž neslučuje distribuce komplexních dluhových investičních nástrojů, spočívající ve zpřístupnění investičních nástrojů (potenciálním) zákazníkům k obchodování z jejich vlastní iniciativy (prostřednictvím služeb provádění transakcí bez aktivního marketingu), pokud je prováděna na základě nevhodně nastaveného nebo vyhodnoceného testu přiměřenosti.**

Nabývání do majetku fondů kolektivního investování

²² Např. body 4, 14, 15, 24 a 26 Stanoviska k postupům podle směrnice MiFID pro podniky prodávající komplexní finanční produkty (*MiFID practices for firms selling complex financial products*) ze dne 7. února 2014 (ESMA/2014/146).

²³ § 15k ZPKT

11. Pravidla pro nabývání aktiv do investičních fondů jsou na základě zmocnění § 215 odst. 2 ZISIF²⁴ stanovena nařízením vlády č. 243/2013, které obsahuje výčet konkrétních druhů instrumentů, které lze do jmění fondu nabýt. Obhospodařovatel fondu přitom dbá o naplnění požadavku na jednání v nejlepším zájmu investorů, ve smyslu § 22 ZISIF, a na obhospodařování majetku investorů s odbornou péčí ve smyslu § 18 ZISIF.

Standardní fondy

12. Portfolio standardního fondu je v oblasti dluhových investičních nástrojů sestavováno v souladu s § 3 nařízení vlády č. 243/2013.

Podle § 3 odst. 1 písm. a) nařízení vlády č. 243/2013 musí být nástroj přijat k obchodování na regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému. Přijetí nástroje k obchodování na regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému není samo o sobě postačující. Proto je nabytí nástroje podle § 3 odst. 1 nařízení vlády č. 243/2013 omezeno podmínkami podle § 3 odst. 2 nařízení vlády č. 243/2013, neboť přijetí k obchodování je pouhým předpokladem pro možnost spolehlivého a pravidelného ocenění, kterým je závěrečný kurz vyhlášený na trhu, nebo jiné ocenění nezávislé na emitentovi tohoto investičního cenného papíru [§ 3, odst. 2 písm. c) bod 1 nařízení vlády č. 243/2013]. Účelem přijetí k obchodování na regulovaném trhu je tak mj. stanovení reálné hodnoty obchodovaného aktiva, což může být zajištěno pouze aktivním obchodováním daného aktiva v minimálních standardních objemech a s odpovídající frekvencí obchodování. K tomu směřuje zejména § 50g ZPKT²⁵. V případě dluhových investičních nástrojů může cenotvornou funkci regulovaného trhu zajišťovat např. funkční „systém žádostí o kotace“, jak jej definuje čl. 1, odst. 2 Nařízení 2017/583.

Výše uvedené podporuje též čl. 50 odst. 1 písm. a), b) a c) směrnice UCITS, podle něhož jsou investice tvořeny převoditelnými cennými papíry, přijatými k obchodování nebo obchodovanými na regulovaném trhu ve smyslu směrnice MiFID II. Cenné papíry vyhovující nabývání do majetku fondu ve smyslu čl. 50 směrnice UCITS musí proto být předmětem obchodování na likvidním trhu, ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 25)

²⁴ „Vláda stanoví nařízením pro standardní fond, pro speciální fond, s rozlišením, zda investuje do nemovitostí a účastí v nemovitostních společnostech, a pro fond kolektivního investování, který investuje jako fond peněžního trhu nebo jako krátkodobý fond peněžního trhu, kvalitativní požadavky na ...“

²⁵ Přijetí k obchodování na regulovaném trhu předpokládá splnění podmínek §§ 50f a 50g ZPKT, které jsou transpozicí ustanovení zejména čl. 48 odst. 2 písm. b) směrnice MiFID II:

(1) Obchodník s cennými papíry, který na regulovaném trhu provozuje strategii tvorby trhu, musí mít písemnou smlouvu s organizátorem regulovaného trhu.

(2) Organizátor regulovaného trhu zavede, udržuje a uplatňuje postupy zajišťující, že uzavře s dostatečným počtem evropských obchodníků s cennými papíry smlouvy, které budou obsahovat povinnost, aby evropský obchodník s cennými papíry poskytoval závazné kotace odpovídající tržním podmínkám, a tak pravidelně a předvídatelně zajišťoval likviditu trhu. Organizátor regulovaného trhu plní tento požadavek přiměřeně povaze a rozsahu obchodování na jím organizovaném regulovaném trhu.

(3) Smlouva podle odstavce 1 musí obsahovat alespoň

a) povinnosti evropského obchodníka s cennými papíry vztahující se k poskytování likvidity a případné další povinnosti vyplývající ze smlouvy podle odstavce 2 a ...

směrnice MiFID II. Analogicky je třeba přistupovat k nově emitovaným převoditelným cenným papírům ve smyslu čl. 50 odst. 1 písm. d) směrnice UCITS.

Není-li jistota ohledně spolehlivosti zjištěné hodnoty aktiva (kvality cenových vstupů ve smyslu bodu 3 Stanoviska), podmínku stanovení reálné hodnoty dluhových investičních nástrojů bude nutné splnit jinak, než na základě kotací z regulovaného trhu (zpravidla s využitím modelů). Tento odlišný způsob stanovení hodnoty bude zároveň klást zvýšené nároky na systémy, procesy, zdroje dat a kvalifikované lidské zdroje. Z hlediska uznávaných účetních standardů jej pak není možné považovat za příliš spolehlivý.

Rovněž podmínka § 3 odst. 2 písm. a) nařízení vlády č. 243/2013 není přijetím k obchodování automaticky splněna, neboť osobě, která dluhový investiční nástroj nabývá do jmění fondu, budou zpravidla informace ohledně (absence) likvidity takového nástroje k dispozici a otázka, zda investice neoslabuje schopnost odkupovat podílové listy nebo investiční akcie vydávané tímto fondem, musí být tudíž individuálně posouzena.

13. Požadavek § 3 odst. 2 písm. c) nařízení vlády č. 243/2013 na spolehlivé určení hodnoty předpokládá, že cenný papír alespoň přiměřeně vyhovuje požadavkům na likviditu, uvedeným dále v bodech 5-9 Přílohy. Dluhové investiční nástroje nesplňující uvedená kritéria nemohou být zároveň považovány za doplňková likvidní aktiva²⁶. Nesplňuje-li dluhový investiční nástroj požadavky na likviditu ve smyslu bodů 5-9 Přílohy a neoslabuje-li zároveň jeho nízká likvidita schopnost odkupovat podílové listy nebo investiční akcie vydávané tímto fondem na žádost investora z majetku tohoto fondu²⁷, lze takový nástroj nabýt do majetku standardního fondu za předpokladu splnění alespoň podmínek v bodech 11-16 Přílohy.
14. Hodnotu dluhopisu, nabytého podle § 3 odst. 1 písm. e) nařízení vlády č. 243/2013, lze spolehlivě určit, je-li ocenění prováděno periodicky, vychází z investičního výzkumu nebo jiných informací poskytnutých emitentem tohoto dluhopisu a účastníkům trhu jsou o tomto dluhopisu k dispozici pravidelné, přesné a úplné informace. Periodicita oceňování odpovídá ustanovení § 201 ZISIF. V těchto intervalech je posuzována jednak kvalita, věrohodnost, přesnost a úplnost informací, použitých pro účely ocenění, pro účely investičního výzkumu nebo pro vstupy do oceňovacích modelů a jednak aktuálnost a vypovídací schopnost samotných metod ocenění.
15. U dluhových investičních nástrojů, kde nelze zanedbat riziko emitenta a kde existují pochybnosti o kvalitě cenových vstupů ve smyslu bodu 3 Stanoviska, se vždy očekává užití pokročilejších metod ocenění. Vstupní parametry a potřebná tržní data pro aplikaci modelů je třeba archivovat pro případ pozdější rekonstrukce.

²⁶ Podle bodu 41 odůvodnění směrnice UCITS mají doplňková likvidní aktiva charakter bankovních vkladů na viděnou.

²⁷ § 3 odst. 2 písm. a) Nařízení vlády č. 243/2013.

Speciální fondy, které nejsou fondy nemovitostí²⁸

16. Portfolio dluhových cenných papírů speciálního fondu, který není fondem nemovitostí, je sestavováno v souladu s § 46 odst. 1 nařízení vlády č. 243/2013. Není-li jistota ohledně spolehlivosti zjištěné hodnoty aktiva (kvality cenových vstupů ve smyslu bodu 3 Stanoviska), je třeba, s ohledem na požadavek ocenění majetku a dluhů investičního fondu reálnou hodnotou podle mezinárodních účetních standardů upravených právem Evropské unie²⁹ (§ 196 ZISIF), při nabývání dluhových cenných papírů uvedených v § 46 odst. 1 písm. a), přihlídnout k bodu 12 Stanoviska. Jsou-li do majetku fondu nabývány dluhopisy vydané státem, centrální bankou státu, bankou nebo zahraniční bankou anebo dluhopisy, za které převzal záruku stát podle § 46 odst. 1 písm. b), je třeba zohlednit též požadavky formulované v bodech 9 a 13 Přílohy. Podle § 60 odst. 2 nařízení vlády č. 243/2013 nelze do investičních cenných papírů uvedených v § 46 odst. 1 písm. c) investovat více než 10 % hodnoty majetku speciálního fondu. Až 10 % hodnoty majetku tak může být tvořeno nijak nespécifikovanými investičními cennými papíry. I v případě těchto investic je plně aplikován bod 15 Stanoviska a přiměřeně též bod 14 Stanoviska. Za naplnění požadavku na jednání v nejlepším zájmu investorů a obhospodařování fondu s odbornou péčí nelze považovat pořízení dluhových investičních nástrojů, nesplňujících uvedené požadavky, pokud k takovému jednání nejsou ospravedlnitelné ekonomické důvody, podložené příslušnou analýzou.

Speciální fondy nemovitostí

17. Portfolio speciálního fondu nemovitostí je v oblasti dluhových investičních nástrojů sestavováno v souladu s § 46 odst. 2 nařízení vlády č. 243/2013. S ohledem na požadavek ocenění majetku a dluhů investičního fondu reálnou hodnotou podle mezinárodních účetních standardů, upravených právem Evropské unie³⁰ (§ 196 ZISIF), je vhodné při nabývání dluhových cenných papírů přihlídnout k bodu 12 Stanoviska. Podmínku „*Do jmění fondu nemovitostí lze nabýt dluhopis, který je přijat k obchodování na trhu uvedeném v § 3 odst. 1 písm. a) a jehož zbytková doba do dne splatnosti je kratší nebo rovna 3 rokům.*“³¹ je tedy nutno chápat v souvislosti s požadavkem na ocenění reálnou hodnotou. Není-li naplněn požadavek na spolehlivé

²⁸ K vymezení pojmu fond nemovitostí v tomto Stanovisku viz § 51 nařízení vlády č. 243/2013 („speciální fond, který podle svého statutu investuje do nemovitostí a účastí v nemovitostních společnostech.“).

²⁹ Příloha „Mezinárodní účetní standardy“ Nařízení komise (ES) č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002

³⁰ Příloha „Mezinárodní účetní standardy“ Nařízení komise (ES) č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002

³¹ Ustanovení § 46 odst. 2 nařízení vlády č. 243/2013.

a pravidelné ocenění kurzem vyhlášeným na trhu, očekává se užití pokročilejších metod ocenění.

Shrnutí

18. **Požadavek na jednání v nejlepším zájmu investorů ve smyslu § 22 ZISIF a na obhospodařování majetku investorů s odbornou péčí ve smyslu § 18 ZISIF bude u standardních fondů naplněn nabýváním likvidních aktiv a jejich oceňováním reálnou hodnotou. V případě dluhových investičních nástrojů, kde požadavek na likviditu není naplněn, by jejich nabytí mělo být vázáno alespoň na splnění podmínek v bodech 11-16 Přílohy.**

Speciální fondy podléhají obdobnému režimu jako fondy standardní. Jsou-li do jejich majetku nabývány dluhopisy, vydané nebo garantované státem, centrální bankou, bankami a zahraničními bankami, které nejsou obchodovány na regulovaných trzích, měly by být naplněny požadavky v bodech 9 a 13 Přílohy.

Přiměřená aplikace požadavků se předpokládá i u nespécifikovaného desetiprocentního podílu investičních cenných papírů na portfoliu standardního a speciálního fondu.

Nesplňuje-li dluhový investiční nástroj požadavky na ocenění reálnou hodnotou z důvodu nízké kvality cenových vstupů nebo existence nezanedbatelného kreditního rizika, očekává se stanovení reálné hodnoty za užití pokročilých metod ocenění.

Oprávnění potřebná pro výkon činnosti obchodníků s cennými papíry

19. Obchodník, který emitentovi dluhopisů (popř. jiných investičních nástrojů) poskytuje investiční službu upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání, má povinnost mít k této činnosti povolení podle § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT a musí zajistit, aby celá emise nebo její část (v případě, že se nepodaří emisi umístit mezi investory) byla upsána na účet obchodníka.
20. Obchodník, který emitentovi dluhopisů (popř. jiných investičních nástrojů) zajišťuje nalezení investorů, má povinnost mít k této činnosti povolení k poskytování investiční služby umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání [§ 4 odst. 2 písm. i) ZPKT]. Na rozdíl od investiční služby podle § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT se obchodník emitentovi dluhopisů nezavazuje k tomu, že v případě nenalezení investorů sám celou emisi nebo její část upíše. Obchodník se nicméně může rozhodnout [aniž by však existoval pevný závazek vůči emitentovi, v takovém případě by se již jednalo o investiční službu podle § 4 odst. 2 písm. h)], že se sám stane investorem a část emise nakoupí na svůj vlastní účet.
21. Upsat celou emisi či její část, ať již na základě pevného závazku emitentovi (viz bod 19) či na základě vlastního uvážení (viz bod 20), může obchodník pouze tehdy,

disponuje-li povolení k poskytování investiční služby obchodování s investičními nástroji na vlastní účet [§ 4 odst. 2 písm. c) ZPKT].

22. Fyzická nebo právnická osoba, která zprostředkovává kontakt mezi emitentem dluhopisů (popř. jiných investičních nástrojů) a potenciálními investory, pokud tato činnost nevykazuje znaky některé z hlavních investičních služeb podle § 4 odst. 2 ZPKT, nepotřebuje k této činnosti povolení k poskytování investičních služeb podle ZPKT. Příkladem takové činnosti je prostá inzerce nabízených emisí dluhopisů prostřednictvím webového portálu, kterou pak lze považovat za propagační činnost, nebo činnost tzv. tipaře, který pouze předá emitentovi kontakt na zájemce o úpis. Pokud však osoba zprostředkovává střet nabídky emitenta s poptávkou investorů, příp. vykonává i další činnosti (např. zajištění finalizace smluvního vztahu, na jehož základě dojde k upsání dluhopisů emitenta investorem), bude se již jednat o poskytování investičních služeb. Vždy je třeba posoudit skutečnou ekonomickou podstatu poskytovaných služeb, i v závislosti na obsahu smluvního ujednání a formě odměny, kterou taková fyzická nebo právnická osoba obdrží.

Upozornění:

Standardy obsažené v tomto Stanovisku nevyklučují možnost případných opatření ve vztahu k zákazu nebo omezení distribuce vybraných investičních nástrojů, přijatých podle příslušných právních předpisů.

Informace obsažené v tomto materiálu vyjadřují názor pracovníků ČNB aplikovaný v dohledové a kontrolní praxi. Soud a případně i bankovní rada mohou zaujmout odlišný postoj. Postup v souladu s informacemi v tomto materiálu však bude ČNB při výkonu dohledu považovat, v mezích okolností konkrétního posuzovaného případu, za postup v souladu s relevantními právními předpisy vztahujícími se k dané oblasti.

Datum: 14. 3. 2019

Příloha – dluhové investiční nástroje vhodné pro nabízení, prodej a distribuci bez omezení³²

Dluhopisy

Dluhopisy splňují alespoň jeden z bodů 1-4:

1. Kryté dluhopisy podle čl. 52 odst. 4 směrnice UCITS³³;
2. Hypoteční zástavní listy podle § 28b odst. 1 ZoDluh, veřejnoprávní zástavní listy podle § 28b odst. 2 ZoDluh nebo dluhopisy podle § 25 a 27 ZoDluh;
3. Dluhopisy nesplňující kritéria přílohy III. tabulky 2.1 a tabulky 2.2 nařízení 2017/583³⁴ pro kategorie dluhopisů nemajících likvidní trh;
4. Dluhopisy splňující kumulativně předpoklady v bodech 5-16 této Přílohy.
5. Dluhopis je obchodován v obchodním systému (§ 2 odst. 2 ZPKT) anebo je předmětem nabídek k nákupu a prodeji (kotací) alespoň tří vzájemně nepropojených nezávislých regulovaných subjektů („*market makerů*“, systematických internalizátorů³⁵ ...) na OTC (§ 2 odst. 3 písm. b), c) a d) ZPKT), v přiměřených, standardizovaných objemech.
6. U dluhopisu se předpokládá, že bude takto obchodovatelný až do jeho splatnosti (potazmo do doby, kdy dojde k události mající za následek jeho předčasné splacení).
7. S výjimkou výjimečných a nepředvídatelných událostí je dluhopis obchodován alespoň v době, kdy běžně fungují veřejné/organizované trhy, trh musí mít potřebnou likviditu (hloubku)³⁶, ceny musí splňovat kritéria reálného ocenění³⁷ ve smyslu bodu 3 Stanoviska.

³² Při dodržení relevantních povinností obchodníka s cennými papíry stanovených zejména v § 12bb, § 15c, § 15h a § 15i ZPKT a v čl. 38 až 41 a 54 až 56 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

³³ Dluhopisy (převoditelné cenné papíry), do kterých členské státy, podle čl. 52 odst. 1 písm. a) a čl. 52 odst. 4 směrnice UCITS, umožňují subjektům kolektivního investování investovat až 25 % svých aktiv, jedná-li se o dluhopisy emitované týměž emitentem a je-li tímto emitentem úvěrová instituce se sídlem v členském státě, která na základě právních předpisů podléhá zvláštnímu veřejnému dohledu určenému na ochranu držitelů dluhopisů.

³⁴ Čl. 17 a příloha III. nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/583 ze dne 14. července 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů, pokud jde o regulační technické normy týkající se požadavků na transparentnost pro obchodní systémy a investiční podniky v souvislosti s dluhopisy, strukturovanými finančními produkty, povolenkami na emise a deriváty

³⁵ § 17a odst. 1 ZPKT.

³⁶ Absence likvidity nemůže být ošetřena upozorněním zákazníkov, že vzhledem k relativně malé velikosti trhu s předmětnou emisí může být pro držitele dluhopisů, který bude chtít své dluhopisy prodat, obtížné najít kupujícího a nelze vyloučit, že investor nebude vůbec schopen dluhopisy prodat, případně tak nebude schopen

8. Pokud jsou dluhopisy nabývány v primární emisi, jsou nabízeny neuzavřenému okruhu investorů, emise je veřejná a prospekt podléhá schválení orgánem dohledu z hlediska jeho náležitostí (nikoliv však věcné správnosti uvedených údajů). Při nabývání je dále nutné zohlednit počet vzájemně nepropojených prvonabyvatelů a jejich podíly na velikosti emise, aby byly dány podmínky pro budoucí likviditu dluhopisu.
9. Velikost emise dluhopisů (emisního programu) podle prospektu by neměla být překážkou budoucí likvidity dluhopisu. Emise o velikosti nižší než 750 mil. Kč nelze zpravidla považovat z tohoto hlediska za vyhovující.
10. Pokud zákazníci nabývají dluhopisy od obchodníka v objemu nižším, než je minimální běžně obchodované množství pro tyto dluhopisy, uspokojuje obchodník též pokyny k prodeji těchto dluhopisů a to v cenách, odvozených od cen tržních, přičemž je na vůli obchodníka, zda uspokojuje pokyny svých zákazníků z vlastních pozic.
11. Emitentem dluhopisu je:
 - členský stát EU nebo OECD, případně územní samosprávný celek členského státu EU nebo členského státu OECD,
 - mezinárodní finanční organizace, jejímž členem je jeden nebo více členských států EU nebo,
 - centrální banka, banka nebo právnická osoba se sídlem v členském státu EU nebo členském státu OECD.
12. Emitent dluhopisu splňuje minimálně podmínky stanovené pro profesionálního zákazníka (§ 2a odst. 2 ZPKT), nebo není malým nebo středním podnikem podle čl. 2 písm. f) nařízení o prospektu EU. V případě že tomu tak není, musí být splacení dluhopisu a vyplacení jeho výnosu zajištěno třetí osobou, splňující podmínky uvedené v tomto bodě, s minimálně stejnou finanční způsobilostí a s ratingem od renomované agentury, nebo musí být zřízeno zástavní právo ve prospěch vlastníků dluhopisů, na jejichž účet jedná agent pro zajištění jako zástavní věřitel (§ 20 ZoDluh).
13. Emise dluhopisu nebo emitent dluhopisu disponují stupněm ratingu v investičním pásmu³⁸.
14. Není-li emise zajištěna ve smyslu bodu 12 a nelze-li v období do maturity emise vyloučit další významné dluhové financování emitentem, zřizuje emitent umořovací

učinit v požadovaný okamžik či za požadovanou cenu, že kupní cena může být výrazně nižší než cena, která byla za dluhopisy dříve zaplacená a investor tak může utrpět ztrát atp.

³⁷ Ustanovení v tomto bodě nelze nahradit např. prohlášením, že je hlavní manažer emise oprávněn provádět stabilizaci dluhopisů a může podniknout kroky, které bude považovat za nezbytné a rozumné za účelem stabilizace nebo udržení "tržní ceny" dluhopisů, nebo že dluhopisy lze obchodovat prostřednictvím internetových portálů a tržišť, pokud tato nesplňují požadavky na obchodní systém podle § 2 odst.2 ZPKT, nebo že prodej dluhopisů je možný tak, že investor najde vhodného kupujícího.

³⁸ Míni se rating renomovaných agentur MOODY'S, STANDARD & POOR'S nebo Fitch, pro rychlou orientaci ratingu zemí viz např. https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/

fond ve výši alespoň 100 % všech závazků z emise, splatných minimálně v období následujících šesti měsíců. Tento fond je určen výhradně za účelem plnění závazků vůči vlastníkům dluhopisů v případě neschopnosti emitenta tyto závazky plnit. Fond je tvořen pouze likvidními prostředky, nebo prostředky, splňujícími alespoň požadavky, kladenými na finanční nástroje v čl. 4 odst. 1 bod 25 směrnice MiFID II a je spravován na emitentovi nezávislým renomovaným správcem.

15. Analytické materiály určené veřejnosti, dokládající schopnost emitenta dostát závazkům plynoucím z vydání dluhopisů, zohledňují nejen ukazatele minulé, nýbrž i projekci, vztahující se k období po vydání těchto dluhopisů a přiměřeně se zabývají finanční situací emitenta po předpokládanou dobu existence emise.
16. Jedná-li se o nabytí do majetku zákazníka, je dluhopis denominován v měně, jejíž deriváty jsou předmětem povinného clearing, ³⁹ případně v CAD, AUD nebo CHF. Jedná-li se o nabytí do majetku fondu kolektivního investování, je dluhopis denominován v měně, jejíž deriváty jsou předmětem povinného clearing, případně v CAD, AUD nebo CHF. Není-li tomu tak, lze dluhopis nabýt do majetku fondu kolektivního investování za předpokladu zajištění měnového rizika.

Investiční certifikáty⁴⁰

Investiční certifikáty splňují kumulativně předpoklady v bodech 17-19.

17. Emitent certifikátu disponuje úrovní ratingu alespoň České republiky, nebo se na certifikát vztahují podmínky bodu 5. Body 15 a 16 se aplikují přiměřeně⁴¹.
18. Emitent není oprávněn rozhodnout na základně vlastní volné úvahy o zrušení nebo omezení výplaty výnosu/jistiny/kapitálu plynoucích zákazníkům z titulu držení certifikátu. Návratnost investovaných prostředků musí být v plné výši zajištěna.
19. Zákazník musí mít možnost certifikát odprodat v přiměřené lhůtě za spravedlivých podmínek. Není-li stanoveno jinak, odprodej musí umožnit emitent produktu a tento

³⁹ Na základě nařízení EMIR stanovila EK nařízením, které OTC deriváty jsou předmětem povinného clearing. Z měnových derivátů se povinný clearing týká těch, kde je podkladové aktivum EUR, GBP, JPY, USD, NOK, PLN a SEK. Blíže <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearing-obligation>

⁴⁰ Investiční certifikáty jsou dluhové investiční nástroje splňující podmínku v § 43 odst. 1 ZoDluh, vyhovující definici § 3 odst. 2 písm. e) ZPKT, jež investor nakupuje od emitenta (či případně na sekundárním trhu), který obvykle má povinnost nakoupit je ve stanovený den a za stanovených podmínek zpět. Hodnota a výnos certifikátu se vyvíjí v závislosti na vývoji hodnoty podkladového aktiva, kterým bývá obvykle burzovní index, kurz akcie, měnový kurz, kurz komodity apod. a na parametrech certifikátu (například úroveň bariéry). Cenu investičního certifikátu na regulovaném trhu obvykle stanovuje tzv. specialista (zpravidla emitent) na základě vývoje ceny podkladového aktiva.

⁴¹ Na investiční certifikáty se vztahuje stanovisko k postupům podle směrnice MiFID pro podniky prodávající komplexní finanční produkty (*MiFID practices for firms selling complex financial products*) ze dne 7. února 2014 (ESMA/2014/146)..

závazek vůči zákazníkům nesmí záviset na schopnosti a ochotě dalších účastníků trhu produkt odkoupit. Odkup může být smluvně zajištěn i jinou osobou minimálně stejného postavení na finančním trhu jako má emitent. Závazek zpětného odkupu, jeho podmínky a způsob stanovení ceny odkupu musí být srozumitelně uveden v jeho emisních podmínkách/KID/prospektu.

Seznam zkratk právních předpisů

- ZPKT, zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů;
- ZISIF, zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů;
- ZoDluh, zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů;
- Zákon č. 6/1993, zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů;
- Nařízení 2017/565, nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice;
- Směrnice UCITS, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP);
- Směrnice MiFID II, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU;
- Nařízení MiFIR, nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů;
- Nařízení o prospektu EU, nařízení (EU) o prospektu nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu;
- Nařízení o ESMA, nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES;
- Nařízení 2017/583, nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/583 ze dne 14. července 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů, pokud jde o regulační technické normy týkající se požadavků na transparentnost pro obchodní systémy a investiční podniky v souvislosti s dluhopisy, strukturovanými finančními produkty, povolenkami na emise a deriváty;
- Nařízení vlády č. 243/2013, nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování, ve znění pozdějších předpisů;

Výkladové materiály

- Obecné pokyny ESMA k požadavkům na řízení produktů podle směrnice MiFID II, ESMA 35-43-620⁴²;
- FAQs on MiFID II - Transitional Transparency Calculations
- Obecné pokyny ke komplexním dluhovým nástrojům a strukturovaným vkladům, ESMA/2015/1787⁴³.

⁴² ESMA 35-43-620, Guidelines on MiFID II product governance requirements, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_cs.pdf

⁴³ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_cs.pdf