

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Mgr. Veronika Jůvová

Ochrana investora na kapitálovém trhu

Disertační práce

Školitel autorky disertační práce: prof. JUDr. Marie Karfíková, CSc.

Studijní program: Teoretické právní vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 15. června 2018

Prohlašuji, že jsem předkládanou disertační práci vypracovala samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 336 509 znaků včetně mezer.

Mgr. Veronika Jůvová, disertantka

V Praze dne 15. června 2018

OBSAH

ÚVOD	6
I. ČÁST HYPOTÉZY A METODIKA DISERTAČNÍ PRÁCE	9
1.1 Vymezení tématu a cíle práce	9
1.2 Čelení práce, použité metody a definice hypotéz	11
II. ČÁST ZPŮSOBY INVESTOVÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU	17
2.1 Kapitálový trh	17
2.2 Investování prostřednictvím investičních fondů	22
2.3 Investování prostřednictvím investičních služeb	26
2.4 Další způsoby investování na kapitálovém trhu (Crowdfunding)	31
III. ČÁST OCHRANA INVESTORA V OBLASTI INVESTIČNÍCH FONDŮ	35
3.1 Aktuální vývoj legislativy v oblasti investičních fondů	37
3.2 Míra ochrany investora v závislosti na druhu investičního fondu	40
3.2.1 Podílový fond	44
a. Co dokládá vztah podílníka k podílovému fondu?	45
b. Jaká mají podílníci práva?	47
c. Jak je oddělen majetek investiční společnosti a podílového fondu?	50
d. Koho bude podílník žalovat?	52
3.2.2 Akciová společnost	55
a. Co dokládá vztah akcionáře k akciové společnosti?	58
b. Jaká mají akcionáři práva?	58
c. Jak je oddělen majetek SICAV a podfondu?	62
d. Koho bude vlastník investičních akcií podfondu žalovat?	64
e. Jak je SICAV upraven v zahraničí?	65
3.3 Nabízení investic do investičních fondů	72
3.4 Osoby odpovědné investorovi za peněžní prostředky v investičním fondu	78
3.4.1 Obhospodařovatel	78
a. Předpoklady pro výkon činnosti obhospodařovatele	80
i. Kapitálová přiměřenost	81
ii. Kvalifikovaná účast	85

iii. Vedoucí osoby	88
iv. Věcné, organizační a personální předpoklady	91
b. Odpovědnost obhospodařovatele	95
3.4.2 Administrátor	98
a. Předpoklady pro výkon činnosti administrátora	102
i. Kapitálová přiměřenost	102
ii. Kvalifikovaná účast	103
iii. Vedoucí osoby	103
iv. Věcné, organizační a personální předpoklady	105
b. Odpovědnost administrátora	108
3.4.3 Depozitář	110
a. Předpoklady pro výkon činnosti depozitáře	114
b. Odpovědnost depozitáře	117
IV. ČÁST OCHRANA INVESTORA V OBLASTI INVESTIČNÍCH SLUŽEB .	120
4.1 Aktuální vývoj legislativy v oblasti investičních služeb	125
4.2 Míra ochrany investora v závislosti typu zákazníka	133
4.3 Míra ochrany investora v závislosti na druhu investiční služby	137
4.3.1 Obhospodařování	138
4.3.2 Obstarání	140
4.3.3 Investiční poradenství	142
4.4 Osoby odpovědné investorovi za poskytování investičních služeb.....	146
4.4.1 Obchodník s cennými papíry	147
4.4.2 Investiční zprostředkovatel	155
4.4.3 Vázaný zástupce	158
V. ČÁST KOMPENZAČNÍ (GARANČNÍ) SCHEMATA	160
VI. ČÁST ORGÁNY DOHLEDU NA KAPITÁLOVÉM TRHU	169
6.1 Česká národní banka	169
6.2 Mimosoudní řešení sporů (ADR)	174
6.2.1 Finanční arbitr	174
6.2.2 Česká obchodní inspekce.....	178
6.3 Samoregulace	181
ZÁVĚR	187

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	195
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	198
ABSTRAKT - OCHRANA INVESTORA NA KAPITÁLOVÉM TRHU	207
ABSTRACT - PROTECTION OF INVESTOR ON CAPITAL MARKET	208

Úvod

Kapitálový trh je považován za jeden z nejvíce regulovaných trhů. V posledních deseti letech (od finanční krize v roce 2008) pak regulace kapitálového trhu narůstá obrovskou mírou. Přes značnou regulaci jsou z medií slyšet zprávy o nedůvěryhodných investičních příležitostech na kapitálovém trhu a mnoho investorů má i vlastní nepříjemnou zkušenost s poskytovateli finančních služeb. Jak tedy může být kapitálový trh nejregulovanějším trhem a zároveň na něm mohou vystupovat subjekty, které jsou nedůvěryhodné a neposkytují investorům služby patřičným způsobem? Jen odpověď na tuto otázku by vydala na samostatnou disertační práci. Zjednodušeně řečeno problém je dvojího charakteru. První problém je na straně investorů, kteří mají velmi často zkreslené představy o obsahu investiční příležitosti, které nezřídka kdy pramení z neznalosti oblasti investic. Druhý problém představuje právě obrovské množství regulace, ve které se těžko orientují její příjemci (regulované subjekty) i orgány, které mají následně dodržování těchto regulí dohlížet. Naprosto nesrozumitelná je pak tato regulace pro investory. Investor obtížně porozumí produktu, natož aby chápal veškeré regulační souvislosti. Pro investora je proto téměř nemožné hodnotit riziko spojené s investicí. Disertační práce nehodnotí investiční rizika, neboť se jedná spíše o téma ekonomické. Popisuje právní rizika spojená s vlastnictvím nejčastějších typů investičních nástrojů (podílové listy, investiční akcie), rizika spojená s osobami, které ve vztahu k těmto nástrojům vystupují a rizika spojené s určitým typem investiční služby. Popisem těchto rizik a zejména nástrojů k jejich eliminaci lze určit, zda je regulace v oblasti ochrany investora na kapitálovém trhu v České republice dostatečná a efektivní.

Regulace má původ zejména v Evropské unii, která vydává směrnice a v poslední době stále častěji přímo účinná nařízení, která kapitálový trh regulují. Zejména přímo účinná nařízení jsou pro investora velmi nečitelná, neboť jsou nepřehledná, nereflektují pojmy používané českým právním řádem a jsou tak těžko uchopitelná i pro samotné subjekty poskytující služby na kapitálovém trhu.

Kapitálový trh v České republice si prošel těžkým obdobím v devadesátých letech, kdy většina investorů na tento segment oprávněně zanevřela. V dnešní době však

kapitálový trh získává pomalu opět na atraktivitě. Investice do domácích a zahraničních fondů kolektivního investování nabízených v České republice dosáhly k 31. březnu 2018 výše 479,83 miliard Kč. Celkový objem majetku, investovaný do investičních nástrojů dosahoval k 31. březnu 2018 výše 1,365 bilionu korun.¹

Téma této disertační práce je tedy velmi aktuální. Roste objem finančních služeb poskytovaných prostřednictvím internetu a řada těchto služeb se tak stává pro investory dostupnějších. V oblasti kapitálového trhu se tak vyskytuje množství investičních příležitostí nabízených online. Investor, který investuje z vlastního podnětu prostřednictvím internetu, musí spoléhat na důvěryhodnost informací uváděných ze strany poskytovatele příslušné služby nebo provozovatele příslušné online platformy. Ne vždy jsou však takové informace úplné. Často naopak bývají zavádějící a nepřesné. Poskytovatelé a provozovatelé slibují neuvěřitelné výnosy v krátkém časovém horizontu, s nízkým rizikem a produkty nezřídka přirovnávají ke spoření. Právě pojem spoření v investorech vyvolává mylnou představu, že jde o bankovní produkt, se kterým je spojená vysoká míra ochrany a který je v konečném důsledku kryt z fondu pojištění vkladů. V určitých případech je téměř nemožné dohledat identifikaci poskytovatele služby nebo provozovatele online platformy, a pokud je dohledán často mu chybí příslušné oprávnění.

Nedůvěra investora s sebou pak přináší fakt, že investoři investují raději do bankovních produktů a osvědčených investičních nástrojů prostřednictvím regulovaných investičních služeb. Tato disertační práce se zaměřuje zejména na prověřené investiční trendy v oblasti produktů na kapitálovém trhu. Zabývá se popisem a hodnocením ochrany investora v oblasti investičních fondů a investičních služeb. Oblast kapitálového trhu je velmi široká a omezený rozsah této práce nedovoluje pojednat o všech investičních příležitostech, které se na kapitálovém trhu vyskytují a zhodnotit míru ochrany investora, která je s nimi spojená. Záměrně se tato disertační práce zaměřuje na oblast investičních fondů, protože investice do fondů je nejčastěji realizovanou investicí nejen v České republice, ale i jinde ve světě. Je to logické, neboť investor nákupem jednoho investičního nástroje (v tomto případě účastnických cenných papírů vydávaných fondem) získá

¹ Tisková zpráva AKAT ČR ze dne 24. 5. 2018 [online]. AKAT ČR [cit. 31. 5. 2018]. Dostupný z: <https://www.akatcr.cz/public/vypisZpravy.do>

diversifikované portfolio, které je v mnoha případech aktivně obhospodařované. I pokud investor využije investičních služeb, je investiční fond ve většině případů tím finálním produktem, který si investor prostřednictvím investiční služby koupí. Proto je v porovnání s investičními službami a jejich poskytovateli, věnován investičním fondům a jejich správčům v této disertační práci podstatně větší prostor.

Disertační práce se zabývá zejména postavením investora ve vztahu k fondu. Omezuje se na popis investorova vztahu k nejvyužívanější formě fondu, a to podílovému fondu. V okrajové míře popisuje také postavení investora v akciové společnosti s proměnným základním kapitálem. Další formy fondů nejsou uvedeny s ohledem na jejich minimální využití v praxi. Velký důraz je kladen na regulaci osob, které ve vztahu k investorovi vystupují. Podmínky a předpoklady pro výkon činnosti představují jednu ze základních garancí toho, že investorovi bude poskytnuta služba v zákonem stanovených mezích a v souladu s pravidly. Okrajově jsou popsány nejčastěji využívané investiční služby a jejich poskytovatelé. V posledních částech je hodnocena ochrana majetku investora kompenzačními schémata a dohled ze strany orgánů dohledu a jiných orgánů, prostřednictvím kterých může investor uplatnit svá práva.

Disertační práce by vedle naplnění cíle měla také být návodem pro investory ke zmírnění regulatorního rizika při realizaci investičních příležitostí.

I. Část

Hypotézy a metodika disertační práce

1.1 Vymezení tématu a cíle práce

Téma disertační práce je ochrana investora na kapitálovém trhu. Toto téma je velmi aktuální, neboť v dnešní době existuje mnoho investičních příležitostí na kapitálovém trhu. Investor tak má v dnešní době rozvíjejícího se nabízení investičních příležitostí prostřednictvím internetu k investování čím dál blíže. Množství investičních příležitostí s sebou nese řadu úskalí, a to zejména v posouzení jejich rizikovosti investorem. Rozsah disertační práce neumožňuje popsat ochranu investora ve vztahu ke všem investičním příležitostem, které se investorovi na kapitálovém trhu nabízí. Disertační práce je proto zaměřena na nejčastěji využívané investiční nástroje a investiční služby a na ochranu drobných (retailových) investorů.

Hlavním cílem disertační práce je zjistit, zda je ochrana investora na kapitálovém trhu dostatečná. Konkrétně je cílem posoudit, do jaké míry a jakými nástroji se tak děje na kapitálovém trhu v České republice.

Disertační práce se tohoto cíle snaží dosáhnout ve vztahu k nejčastěji využívaným investičním službám a investičním nástrojům, a to s ohledem na její omezený rozsah.

Cílem je analyzovat ochranu investora na kapitálovém trhu se zaměřením na formy a stupně ochrany, které jsou poskytovány při investování do investičních fondů a při využívání investičních služeb (obhospodařování, obstarání a investiční poradenství).

Zároveň by měla tato práce představovat návod pro investora, jak postupovat při realizaci investice. Měla by poskytnout investorovi popis jednotlivých nástrojů jeho ochrany a ochrany jeho majetku s ohledem na formu investování, kterou zvolí a popsat rizika spojená s daným typem investice.

Pro dosažení cíle této disertační práce jsou stanoveny hypotézy, jejichž platnost se má být vyvrácena nebo potvrzena. Vzhledem k širokému záběru tématu disertační práce

a pro větší přehlednost jsou stanoveny jednotlivé dílčí hypotézy, z nichž jsou dovozovány dílčí závěry.

1.2 Čelení práce, použité metody a definice hypotéz

Vlastní obsah disertační práce je dělen na šest částí. V **první části** „*Hypotézy a metodika disertační práce*“ popisují hlavní a dílčí hypotézy, které jsem si zvolila a zároveň metody zkoumání, na základě kterých se budu snažit platnost jednotlivých hypotéz prokázat nebo vyvrátit. Stanovení hypotéz a potvrzování jejich platnosti je nástrojem pro dosažení cíle této disertační práce.

Ve **druhé části** „*Způsoby investování na kapitálovém trhu*“ popisují možnosti investora pro realizaci svojí investice. Za účelem lepší orientace nejprve vymezují pojem kapitálový trh a následně popisují jeho jednotlivé oblasti. Zároveň v této části uvádím důvod následného užšího zaměření své disertační práce pouze na oblast investičních fondů a investičních služeb.

Třetí část „*Ochrana investora v oblasti investičních fondů*“ již konkrétně popisuje, jaké instrumenty ochrany investora nabízí český právní řád, a to jak ve srovnání s jinými státy Evropské unie, tak s ohledem na praktické potřeby. Tato část je rozdělena do dvou kapitol. První kapitola popisuje ochranu investora s ohledem na typ fondu, prostřednictvím kterého se investor rozhodne realizovat svojí investici. Druhá kapitola se zaměřuje na subjekty, které ve vztahu k investorovi při investování prostřednictvím investičních fondů vystupují.

Čtvrtá část „*Ochrana investora v oblasti investičních služeb*“ se zaměřuje na ochranu investora při využívání investičních služeb. Vzhledem k tomu, že tato oblast je úzce propojena s oblastí investičních fondů, není jí věnován takový prostor, jako předchozí kapitole. Tato část je také rozdělena do dvou kapitol. První kapitola popisuje ochranu investora s ohledem na typ investiční služby, která je mu poskytována. Druhá kapitola se zaměřuje na subjekty, které investorovi investiční služby poskytují.

Ochrana investora je nejzásadnější ve vztahu k jeho majetku, proto je **pátá část** disertační práce věnována kompenzačním schémátům. Kompenzační schémata slouží k uspokojení nároků investora za subjekty, které působí na kapitálovém trhu. Je zde uvedeno, pro jaké případy kompenzace se prostředky z těchto schémat mohou použít a zdůrazněno, že tyto kompenzační schémata nekryjí investiční riziko investora.

V šesté části „*Orgány dohledu na kapitálovém trhu*“ je obsažen výčet entit, které na kapitálový trh dohlíží a poskytují tak investorovi záruky, že regulace stanovená právními předpisy bude vymahatelná, a to jak ze strany investora (možnost podat stížnost), tak ze strany orgánů veřejné moci (dohled bez podnětu investora).

Veškerá regulatorní opatření jsou bezzubá, bez toho aniž by sám investor byl schopen rozlišit mezi kvalitním a nekvalitním subjektem působícím na kapitálovém trhu.

Abych naplnila cíl své disertační práce, použiji prověřené vědecké metody.² Tyto vědecké metody lze rozdělit do dvou skupin:³

a) Metody empirické

Metody založené na bezprostředním živém obrazu reality. Do těchto metod se zahrnují takové metody, v nichž se odraz jevů uskutečňuje prostřednictvím smyslových počitků a vjemů zdokonalovaných úrovní techniky. Jedná se tedy o metody, kterými je možno zjistit konkrétní jedinečné vlastnosti nějakého objektu či jevu v realitě. Obvykle jsou tyto metody rozděleny do podskupin podle způsobu jejich realizace, a to na:

- metodu pozorování,
- metodu měření,
- metodu experimentování.

b) Metody logické

Metody zahrnující postupy využívající principy logiky a logického myšlení:

- Normativní versus deskriptivní přístup: normativní přístup vychází z podrobné analýzy a navrhuje teoretické postupy.

Deskriptivní přístup je založen na empirickém rozboru již existujících a uskutečněných systémů a ukazuje, jak to ve skutečnosti je.

² OCHRANA, F. Metodologie vědy. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2009. 158 s. ISBN 978-80-246-1609-4.

³ MOLNÁR, Z. a kol. Pokročilé metody vědecké práce. Praha: Profess Consulting, s.r.o., 2012. ISBN 978-80-7259-064-3.

- Indukce versus dedukce: indukce je proces vyvozování obecného závěru na základě poznatků o jednotlivostech. Indukce zajišťuje přechod od jednotlivých soudů k obecným.

Dedukce je způsob myšlení, při němž od obecných závěrů, tvrzení a soudů přecházíme k méně známým, zvláštním.

V disertační práci použiji především metodu analýzy, metody deskripce a metody syntézy. Zcela určitě v práci také použiji metody indukce a dedukce. Vzhledem k zahraničnímu přesahu tohoto tématu se budu inspirovat také v zahraničních jurisdikcích a k tomu používám komparativní metodu.

Analýzou budu také zkoumat současnou právní úpravu, resp. historický vývoj, který směřoval k současnému stavu právní úpravy. Současnou právní úpravu zkoumané oblasti zhodnotím v souvislosti s praxí a provedu interpretaci vybraných právních norem dané oblasti, které následně budu aplikovat pomocí logické, teleologické a systematické metody doktrinálního výkladu práva.

Definice hypotéz

S ohledem na téma této disertační práce by hlavní hypotéza logicky měla směřovat k závěru, zda je ochrana investora na kapitálovém trhu dostatečná. Cílem této práce je tedy potvrzení platnosti níže uvedené hlavní hypotézy.

Hlavní hypotéza

„Stávající regulace kapitálového trhu poskytuje dostatečnou ochranu pro investory vstupující na kapitálový trh.“

Vzhledem k širokému záběru tématu disertační práce a pro větší přehlednost stanovím jednotlivé dílčí hypotézy, jejichž potvrzení či vyvrácení se budu snažit prokázat. Pro přehlednost uvádím k jednotlivým dílčím hypotézám odkazy na kapitoly, ve kterých se budu snažit najít argumenty pro potvrzení jejich platnosti.

II. Část - Způsoby investování na kapitálovém trhu

První dílčí hypotéza

„Český kapitálový trh není dostatečně rozvinutý, přesto přebírá regulaci stejnou pro jiné evropské státy s kapitálovým trhem vyspělejší, čímž poskytuje investorům stejné regulatorní prostředí.“

Druhá dílčí hypotéza

„Existence neregulovaných platforem představuje riziko z hlediska ochrany investora.“

III. Část - Ochrana investora v oblasti investičních fondů

Třetí dílčí hypotéza

„Investování prostřednictvím podílových fondů je jednou z nejbezpečnějších forem investování na kapitálovém trhu.“

Čtvrtá dílčí hypotéza

„Investování prostřednictvím SICAV poskytuje investorům výhody v porovnání s investováním prostřednictvím podílových fondů.“

Pátá dílčí hypotéza

„Právní úprava SICAV v českém právním řádu není dostatečná.“

Šestá dílčí hypotéza

„Ochrana investora závisí na subjektu, prostřednictvím kterého investor investici nabude.“

Sedmá dílčí hypotéza

„Obhospodařovatelé musí dodržovat kapitálovou přiměřenost, čímž je zajištěna finanční stabilita fondu. Osoby s kvalifikovanou účastí mají zajistit finanční zdraví obhospodařovatele. Právní úprava poskytuje dostatečné záruky, že vedoucími osobami obhospodařovatele mohou být jen osoby, které mají dostatečné znalosti a zkušenosti pro výkon takové funkce.“

Osmá dílčí hypotéza

„Obhospodařovatel odpovídá investorovi v dostatečné míře za činnosti, které vykonává.“

Devátá dílčí hypotéza

„Na osobu administrátora investičního fondu jsou kladeny dostatečné nároky z pohledu ochrany investora.“

Desátá dílčí hypotéza

„Administrátor odpovídá investorovi v dostatečné míře za činnosti, které vykonává.“

Jedenáctá dílčí hypotéza

„Existence depozitáře zvyšuje míru ochrany investora podstatným způsobem.“

Dvanáctá dílčí hypotéza

„Depozitář je investorovi absolutně odpovědný ve vztahu k majetku fondu.“

IV. Část - Ochrana investora v oblasti investičních služeb

Třináctá dílčí hypotéza

Kategorizace zákazníků je efektivní s ohledem na ochranu investora.

Čtrnáctá dílčí hypotéza

Pro poskytování investiční služby obhospodařování je v porovnání s obstaráním, investičním poradenstvím poskytována investorovi nejvyšší míra ochrany.

Patnáctá dílčí hypotéza

Na osoby poskytující investiční služby jsou kladeny dostatečné nároky s ohledem na ochranu investora.

V. Část - Kompenzační (garanční) schémata

Šestnáctá dílčí hypotéza

Existence kompenzačních schémat poskytuje absolutní ochranu majetku investorů.

VI. Část - Orgány dohledu na kapitálovém trhu

Sedmnáctá dílčí hypotéza

Orgány dohledu mají dostatečné pravomoci a působnost, aby mohly chránit investory na kapitálovém trhu.

Na základě výše uvedených dílčích hypotéz bych chtěla dospět k dílčím závěrům své disertační práce a její závěr by měl odrážet hlavní hypotézu výše uvedenou. Otázkou pro výzkum je tedy zejména, zda je ochrana investora na kapitálovém trhu dostatečná. V jednotlivých částech této práce by mělo být prokázáno, zda jsou konkrétní dílčí způsoby ochrany investora na kapitálovém trhu funkční a efektivní. Pokud dospěji k nějakému dílčímu závěru, o kterém se budu domnívat, že není nejvhodnějším řešením, pokusím se nalézt vhodnější možnost v rámci mezinárodní komparace či návrhů de lege ferenda.

II. Část

Způsoby investování na kapitálovém trhu

2.1 Kapitálový trh

Kapitálový trh⁴ je součástí trhu finančního, který představuje fenomén, jež poutá zájem investorů po celá staletí.⁵ Finanční trh tvoří kromě trhu s kapitálem také peněžní trh a úvěrový trh.⁶ Rozdíl mezi kapitálovým trhem a peněžním trhem spočívá v době splatnosti obchodovaných finančních nástrojů. Na peněžním trhu se tak obchoduje s finančními nástroji, jejichž splatnost je do jednoho roku. Takovými finančními nástroji jsou především vkladní pokladniční poukázky a depozitní certifikáty.⁷

Kapitálový trh je jako každý trh místem, kde se střetává nabídka s poptávkou, v tomto případě po kapitálu. Kapitál představuje dlouhodobé finanční instrumenty (se splatností delší než 1 rok). Na kapitálovém trhu se přitom setkávají dva typy subjektů. Jsou to na jedné straně ti, kteří disponují volnými finančními prostředky (mají jich relativní přebytek – investoři) a na druhé straně ti, kteří finanční prostředky poptávají (mají jich relativní nedostatek - emitenti). Základní funkcí kapitálového trhu je tak distribuce finančních prostředků od subjektů, které vykazují jejich přebytek k subjektům, které vykazují jejich nedostatek.

⁴ Liška, V., Gazda, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování. 1. vydání. Professional Publishing, 2004, ISBN 80-86419-63-0, na str. 28 uvádí: „Trh je souhrnný pojem, který v sobě zahrnuje trhy produktů a trhy výrobních faktorů, jinými slovy trhy výrobků a služeb, trh pozemků, trh práce a trh finanční. ... Zatímco obsah a mechanismus působení trhu zboží a služeb, pozemků a trhu práce jsou nám známy, neboť se s nimi setkáváme v každodenním životě, finanční trh je pro velkou část populace ještě stále něco nového a nepoznaného, tudíž tajemného.“

⁵ VESELÁ, J.: Analýza trhu cenných papírů. 2. vydání. Praha: VŠE v Praze, 1995, s. 391. ISBN 80-7079-426-7. s. 15.

⁶ Úvěrový trh bývá zařazován do širšího pojetí finančního trhu. Finančním trhem v užším pojetí se pak rozumí pouze kapitálový trh a peněžní trh, na kterém se emitují krátkodobé cenné papíry.

⁷ PAVLÁT, V. a kol. Kapitálové trhy. 1. vydání. Professional Publishing, 2003, ISBN 80-86419-33-9. s. 22-23.

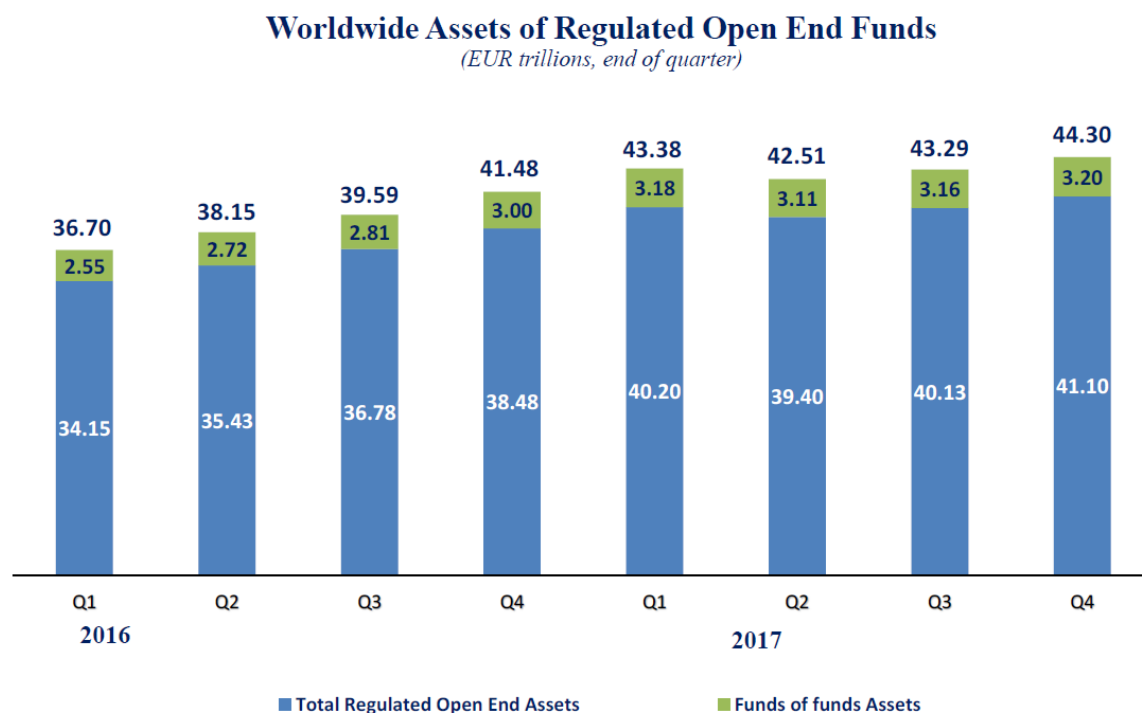
Emitenti umisťují na kapitálový trh finanční nástroje, které skupují investoři a poskytují tak emitentům prostředky na rozvíjení jejich další podnikatelské činnosti. Výše uvedený proces⁸ je realizován na tzv. primárním trhu, který představuje základ obchodování na kapitálovém trhu. Finanční nástroje odkoupené od emitentů na primárním trhu jsou pak předmětem obchodování na trhu sekundárním. I když je jasné, že sekundární trh by nemohl existovat bez prvotní emise na primárním trhu, plní neméně významnou roli. Na sekundárním trhu se určuje cena finančních nástrojů obchodovaných na primárním trhu. Investor⁹ je totiž ochoten za finanční nástroj emitovaný na primárním trhu nabídnout jen takovou cenu, za kterou ho bude moci prodat na trhu sekundárním.

K přemísťování kapitálu mezi subjekty kapitálového trhu dochází skrze finanční instrumenty kapitálového trhu (finanční nástroje nebo přesněji investiční nástroje). Investiční nástroje lze rozdělit do tří skupin na investiční cenné papíry, cenné papíry vydané fondem kolektivního investování a deriváty. Kapitálový trh tak představuje možnost pro investory, jak zhodnotit své finanční prostředky aktivním způsobem, tzn. prostřednictvím investičních nástrojů. Největší množství investorů na kapitálovém trhu investuje do investičních fondů, tedy do investičních nástrojů představovaných cennými papíry kolektivního investování (viz Obr. 1).

⁸ Tzv. emisní obchody.

⁹ Na primárním trhu označován jako upisovatel.

Obr. 1 – Majetek otevřených fondů ve světě



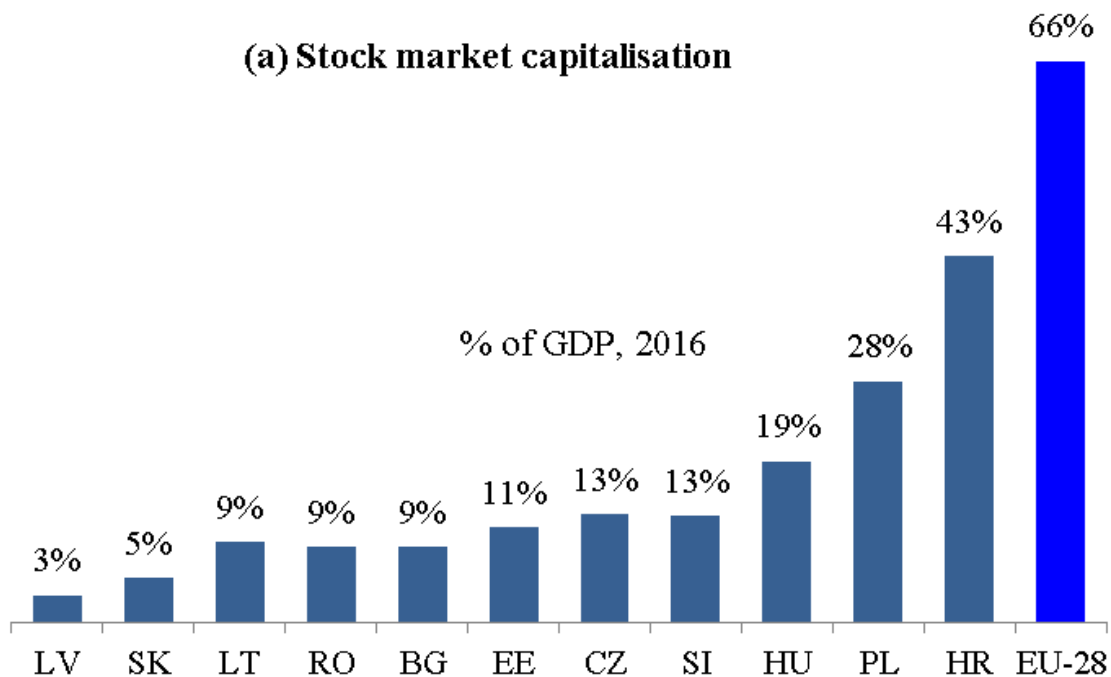
¹ All data presented in this report include funds of funds, exchange-traded funds and institutional funds.

Zdroj: Čtvrtletní zpráva EFAMA z 27. března 2018 (data za 4Q 2017)

Abychom mohli zhodnotit ochranu investora na kapitálovém trhu v České republice, musíme nejprve pochopit specifika českého kapitálového trhu v porovnání s jinými evropskými kapitálovými trhy. Přestože česká ekonomika je již třicet let osvobozená od komunistického vlivu, stále přetrvávají jistá specifika, která ji odlišují od jiných evropských ekonomik a bezprostředně se dotýkají i oblasti kapitálových trhů. Důvěra investorské veřejnosti v kapitálové trhy byla značně narušena negativními zkušenostmi z kupónové privatizace, kterou provázela řada zpronevěr, při kterých přišli investoři o své investice. I když se za tu dobu situace změnila a vláda přijala v této oblasti značná opatření, která posílila dohled nad kapitálovým trhem, v povědomí veřejnosti nadále zůstává nedůvěra v kapitálový trh a instituce na něm působící. To zapříčinilo, že podnikatelé stále dávají přednost financování skrze bankovní sektor a kapitálový trh jako zdroj financí je odsunut do pozadí.

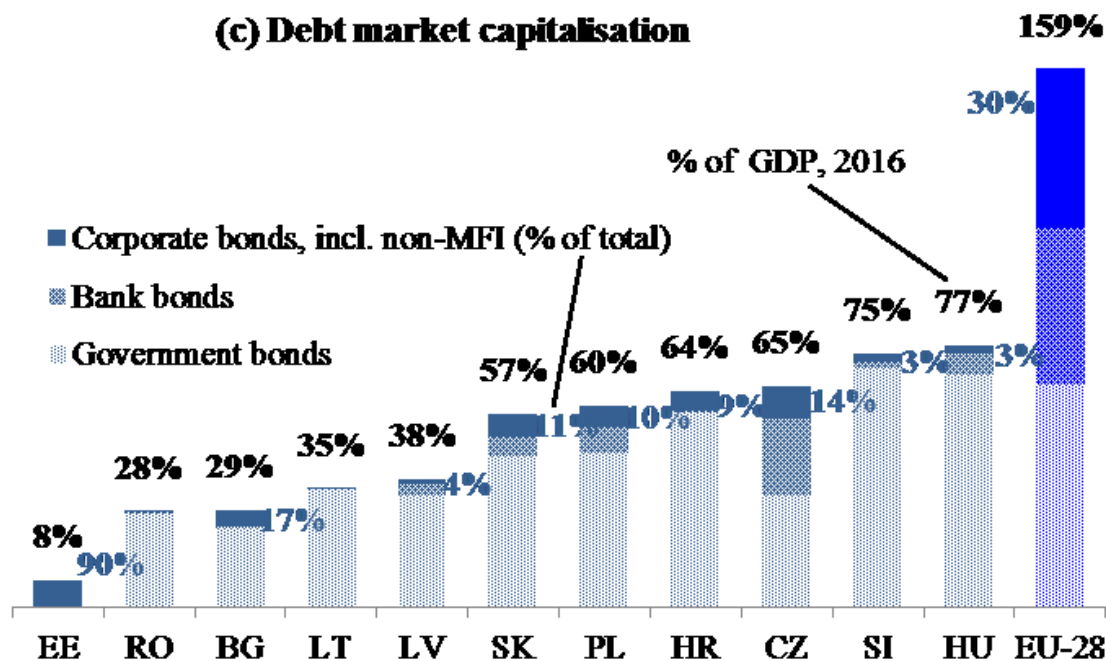
Tento trend platí nejen pro Českou republiku. Celá střední, východní a jihovýchodní Evropa je ve financování prostřednictvím kapitálového trhu ve vztahu ke zbytku Evropy značně zaostalá.

Obr. 2 – Financování podniků prostřednictvím burz



Zdroj: ECB, Association for Financial Markets in Europe

Obr. 3 – Financování podniků prostřednictvím dluhopisů



Zdroj: ECB, Association for Financial Markets in Europe

Rozdíl mezi financováním skrze bankovní sektor a prostřednictvím kapitálového trhu lze spatřovat především v individualizaci rizika, která je charakteristická právě pro financování ze zdrojů dostupných na kapitálovém trhu. U bankovního trhu naopak dochází ke kolektivizaci rizika, protože toto riziko je sdíleno jednak majiteli úspor a jednak bankou samotnou. Celý bankovní systém je pak zajišťován Českou národní bankou (dále také „ČNB“), a tak je ono riziko rovnoměrně rozneseno na všechny daňové poplatníky. Z toho důvodu musí banky dodržovat značnou míru obezřetnosti při realizaci investičních záměrů, což má za následek pomalejší výkon, který se projevuje i v rozvoji samotného hospodářství země.

Naopak financování prostřednictvím kapitálový trh představuje možnost, jak realizovat ty investiční záměry, které banky považovaly za příliš rizikové, ale které na druhou stranu mohou přinést vyšší výdělek. I když financování skrze kapitálový trh představuje ve světě významný způsob získávání peněžních prostředků, u nás stále značně zaostává za bankovní alternativou financování.

Proč tedy podniky nevyužívají kapitálový trh jako zdroj finančních prostředků? Odpověď na tuto otázku je nutné hledat u zrodu českého kapitálového trhu, kdy byla

narušena důvěra jednak investorů a jednak emitentů cenných papírů. A právě nedůvěra na straně emitentů cenných papírů má za následek, že nedochází k primární emisi investičních nástrojů, která je základem pro dále se rozvíjející kapitálový trh. To se dále projevuje především v nižší likviditě českého kapitálového trhu, a tím pádem ztrátě atraktivity pro zahraniční emitenty.

Česká republika patří do skupiny států centrální východní Evropy (Central Eastern Europe, dále jen „CEE“). Avšak i oproti těmto státům kultura našeho kapitálového trhu značně zaostává. Regionu CEE vévodí Varšavská burza cenných papírů. Proti ní představuje pražská Burza cenných papírů malou regionální burzu, což má významný vliv pro emitenty, kteří své cenné papíry umístí raději na více likvidní trh.

S ohledem na to, že většina norem regulujících kapitálový trh pochází z Evropské unie, má z regulatorního pohledu na fungující kapitálový trh vliv především řádná implementace těchto evropských předpisů (např. EMIR, MAR, MiFID2, MiFIR, GDPR).

První dílčí závěr

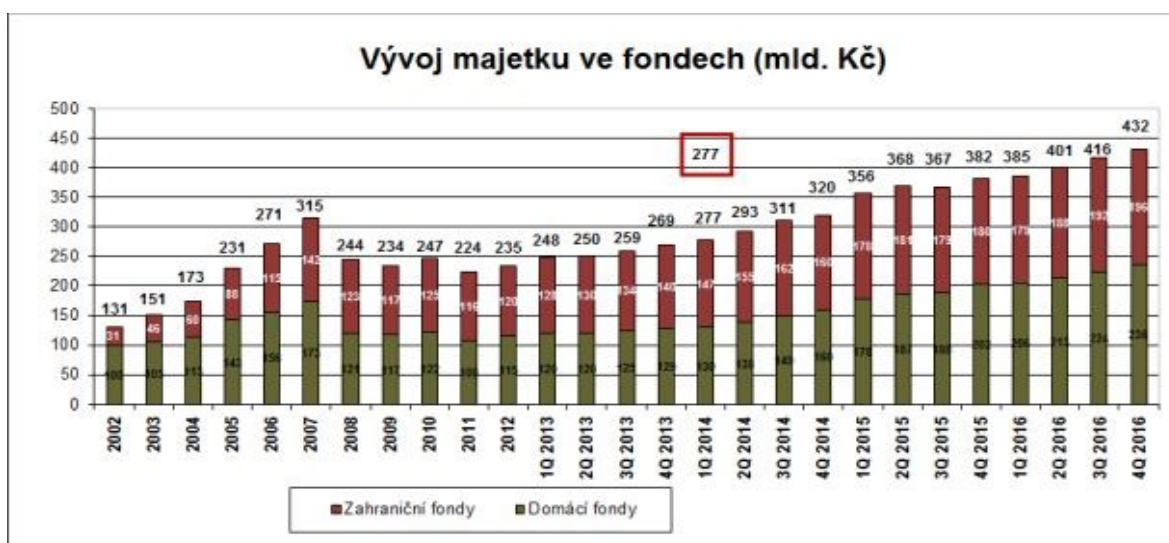
Přestože dochází k implementaci evropských norem regulujících kapitálový trh, postrádá český právní řád harmonizaci zejména v oblasti korporátního práva, insolvenčního práva a práva cenných papírů. Nedostatky v této oblasti spočívají zejména v tom, že regulace v oblasti kapitálového trhu naráží na neproveditelnost z pohledu práva obchodních korporací nebo nevynutitelnost s ohledem na nedostatky v insolvenčním právu, což s sebou nese nejistotu pro investory. V oblasti práva kapitálového trhu je tak investorovi poskytována stejná míra ochrany, jako investorům v jiných státech Evropské unie. Tato ochrana však často naráží na mantinely vytvořené jinými principy ostatních oblastí právních předpisů (např. korporátního práva nebo insolvenčního práva).

2.2 Investování prostřednictvím investičních fondů

Nejčastější formou investování v České republice je investování prostřednictvím investičních fondů (blíže viz Obr. 4 a Obr. 5). S ohledem na tuto

skutečnost jsem se rozhodla podstatnou část své disertační práce věnovat ochraně investora při investování do cenných papírů vydávaných investičními fondy. Investování prostřednictvím investičních fondů řeší základní dilema malého investora, a to jak dosáhnout diversifikace při investování malého objemu prostředků. Investiční fondy shromažďují prostředky od většího množství investorů, čímž dosáhnou většího objemu majetku, který následně investují na základě předem dané investiční strategie.

Obr. 4 – Vývoj majetku ve fondech (mld. Kč)



Zdroj: Tisková zpráva AKAT ČR z 26. května 2017

Objem aktiv v majetku investičních fondů se v čase zvyšuje. Objem aktiv domácích investičních fondů vzrostl v průběhu roku 2016 o 18,4 % na 401,7 mld. Kč. To odpovídá tempu růstu předchozích let (o 16,5 % v roce 2015, o 18,8 % v roce 2014). Investiční fondy tak byly v roce 2016 nejrychleji rostoucím segmentem domácího finančního sektoru (Obr. 5).

Obr. 5 – Objem investic v investičních fondech (domácí a zahraniční fondy)

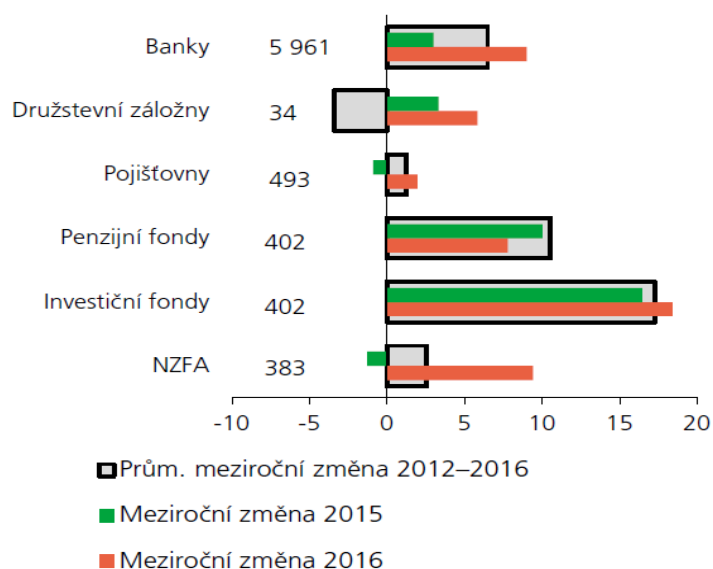
Typ fondu	CELKEM k 31.3.2017		
	DOMÁCÍ fondy	ZAHRAŇIČNÍ fondy	CELKEM
Fondy peněžního trhu	442 190 089 Kč	2 520 338 750 Kč	2 962 528 839 Kč
Strukturované fondy	344 548 034 Kč	27 088 202 835 Kč	27 432 750 869 Kč
Akciové fondy	36 883 688 445 Kč	50 830 271 951 Kč	87 713 960 396 Kč
Dluhopisové fondy	71 151 321 098 Kč	50 878 445 956 Kč	122 029 767 054 Kč
Fondy smíšené	98 491 939 390 Kč	65 223 986 866 Kč	163 715 926 256 Kč
Fondy fondů	21 622 725 371 Kč	251 462 748 Kč	21 874 188 119 Kč
Fondy nemovitostní	18 413 661 191 Kč	956 993 252 Kč	19 370 654 443 Kč
CELKEM	247 350 073 617 Kč	197 749 702 358 Kč	445 099 775 975 Kč

Zdroj: Tisková zpráva AKAT ČR z 26. května 2017

Obr. 6 – Dynamika růstu jednotlivých segmentů finančního sektoru

GRAF III.1

Dynamika růstu jednotlivých segmentů finančního sektoru (v %)



Pramen: ČNB

Pozn.: NZFA = nebankovní zprostředkovatelé financování aktiv. Číslo u vlně základny udává celkový objem aktiv ke konci roku 2016 v mld. Kč.

Zdroj: Zpráva České národní banky o finanční stabilitě 2016/2017

Trh s investičními fondy je poměrně koncentrovaný, kde tři největší investiční společnosti obhospodařují ve fondových portfoliích přibližně 65 % aktiv. Sektor prochází od roku 2011 setrvalým procesem legislativních změn, které přinesly směrnice UCITS a

AIFMD implementované společně s dalším množstvím změn a novinek do Zákona o investičních společnostech a investičních fondech.¹⁰

Během roku 2016 vzrostl objem prostředků ve fondech kolektivního investování o 13,1 %, absolutně o 50 mld. Kč. Za posledních 5 let jde o nárůst o cca 210 mld. Kč. Ke konci roku 2016 tak bylo v těchto fondech umístěno 432 mld. Kč, z toho 195,5 mld. Kč tvořily fondy zahraniční a 236,5 mld. Kč fondy domácí.

¹⁰ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Obr. 7 – Počet investičních fondů v Evropské unii podle států domicilu

Table 13. Number of funds in the European Investment Fund Industry						
Members	End Q4 2017		End Q3 2017		End Q4 2016	
	UCITS	AIF	UCITS	AIF	UCITS	AIF
Austria	983	1,040	987	1,041	1,021	1,010
Belgium	655	446	655	446	623	541
Bulgaria	117	2	113	2	111	2
Croatia	94	39	94	39	89	29
Cyprus	24	223	24	198	21	148
Czechia	158	4	150	4	141	3
Denmark	630	383	624	382	595	354
Finland	365	105	341	104	350	109
France	3,163	7,697	3,164	7,725	3,164	7,874
Germany	1,933	4,297	1,883	4,337	1,775	4,287
Greece	173	7	158	7	158	7
Hungary	28	552	28	554	21	587
Ireland	4,265	2,566	4,193	2,511	4,051	2,419
Italy ⁽¹⁾	1,057	543	1,037	546	923	552
Liechtenstein	897	529	864	525	853	499
Luxembourg	10,090	4,638	10,026	4,686	9,805	4,406
Malta	114	574	111	567	91	557
Netherlands	101	1,715	101	1,717	105	1,722
Norway	754	0	738	0	720	0
Poland	320	567	323	549	322	575
Portugal	115	266	118	274	127	281
Romania	74	22	77	23	75	24
Slovakia	67	20	68	19	70	17
Slovenia	100	14	108	14	105	11
Spain	1,737	672	1,723	700	1,656	747
Sweden	525	100	542	99	498	94
Switzerland	929	171	891	169	866	166
Turkey	387	53	379	51	396	51
United Kingdom	2,119	986	2,047	994	1,951	1,072
Total	31,974	28,231	31,567	28,283	30,683	28,144

(1) All quarters include data on closed-ended funds at end 2016.

Zdroj: Čtvrtletní zpráva EFAMA z 27. března 2018 (data za 4Q 2017)

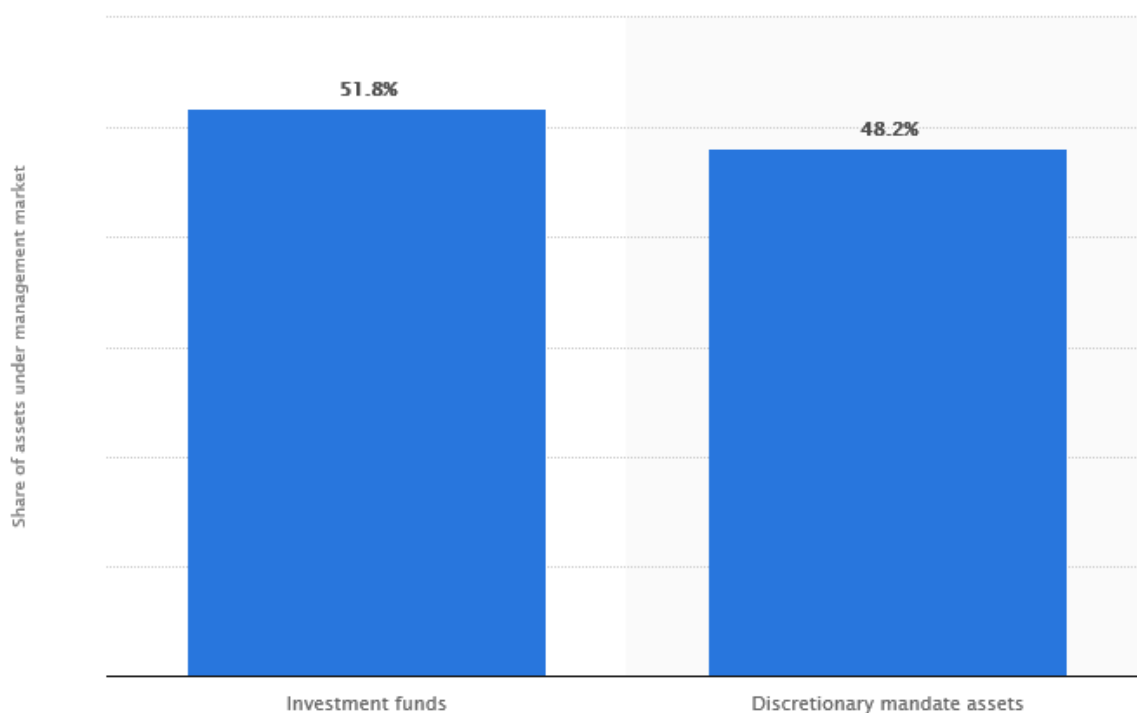
2.3 Investování prostřednictvím investičních služeb

Poskytování investičních služeb je s oblastí investičních fondů úzce spojeno. Jen malá část veřejnosti investuje do investičních fondů napřímo prostřednictvím investiční společnosti, která fondy obhospodařuje. Většina investorů volí obchodníka s cennými papíry nebo jiného poskytovatele investičních služeb, prostřednictvím kterého investor účastnické cenné papíry investičního fondu nakoupí. Nabytí těchto nebo jiných investičních nástrojů může být realizováno z vůle investora (vybere si sám konkrétní investiční nástroj), pak se jedná o investiční službu přijímání a předávání pokynu

(obstarání) nebo nezávisle na vůli investora, který dá obchodníkovi mandát k výběru investičního nástroje na základě vlastní úvahy obchodníka, pak jde o investiční službu obhospodařování. V obou případech však může být výsledkem získání účastnického cenného papíru vydaného investičním fondem ze strany investora. Proto statistiky uvádějící objem majetku ve správě obchodníků s cennými papíry jsou často ovlivněné tím, že část tohoto majetku je umístěna v investičních fondech.

V následujícím grafu je uvedeno rozložení majetku v obhospodařování obchodníky s cennými papíry (individuální obhospodařování) a ve fondech (kolektivní obhospodařování) v rámci Evropy.

Obr. 8 – Podíl majetku ve správě – individuální vs. kolektivní obhospodařování

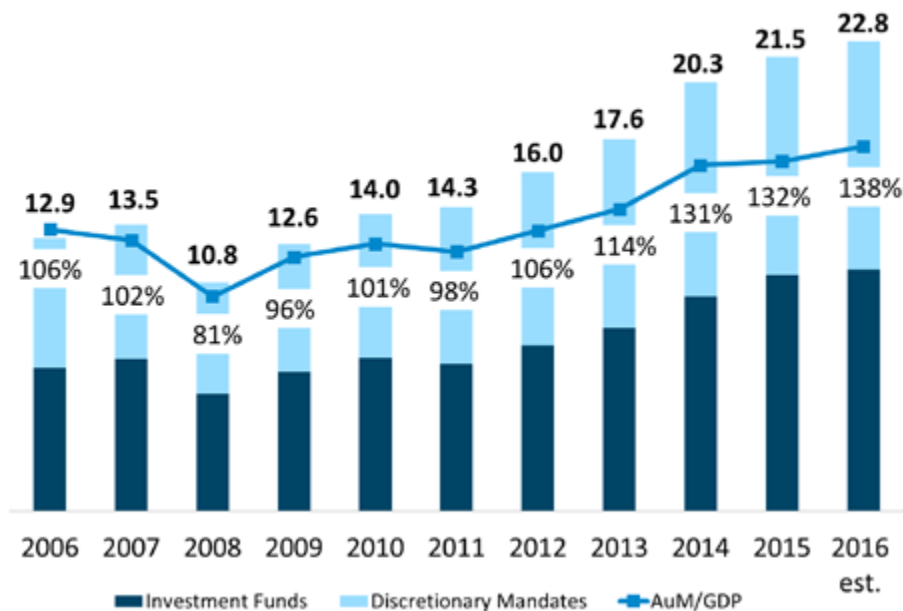


Zdroj: The Statistics Portal, Market share of discretionary mandate assets and investment funds under management in Europe as of the end of 2016¹¹

¹¹ The Statistics Portal, Market share of discretionary mandate assets and investment funds under management in Europe as of the end of 2016, In. *Statistic Portal* [online]. © Statista 2018 [cit. 2017-12-11] Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/368478/europe-market-share-discretionary-mandate-assets-investment-funds-management/>

Vývoj podílů individuálního a kolektivního obhospodařování je patrný z následujícího grafu.

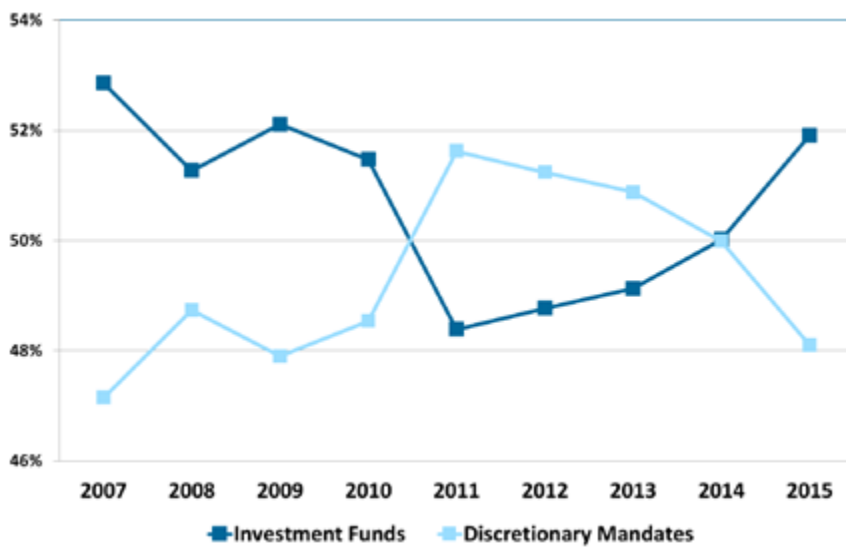
Obr. 9 – Vývoj podílu majetku v individuálním a kolektivním obhospodařování



Zdroj: EFAMA, Asset Management in Europe, květen 2017¹²

¹² EFAMA, Asset Management in Europe, květen 2017 An overview of the Asset Management Industry with a Special Section on the Capital Markets Union. In. EFAMA [online]. [cit. 2017-12-11], str. 3. Dostupný z: <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA%20Asset%20Management%20Report%202017.pdf>

Obr. 10 – Vývoj podílu majetku v individuálním a kolektivním obhospodařování



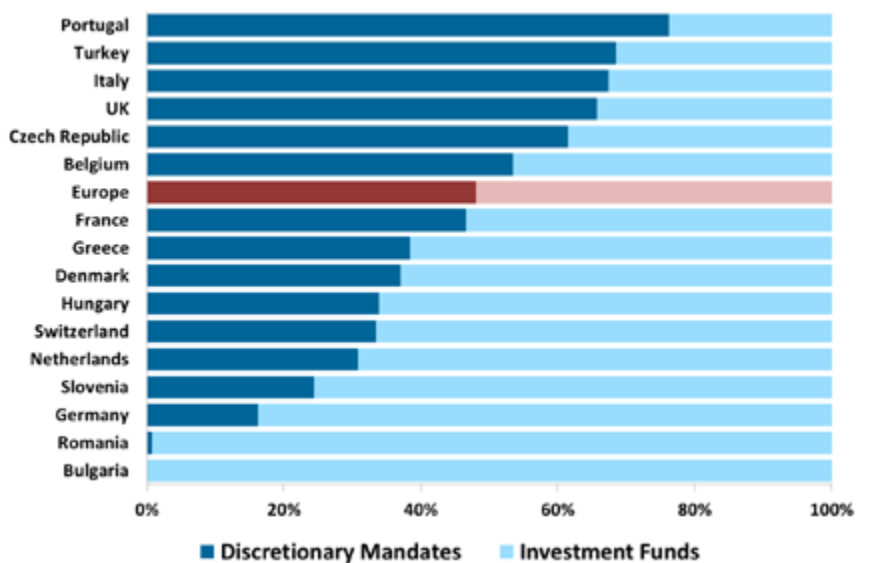
Zdroj: EFAMA, Asset Management in Europe, květen 2017¹³

Podíl individuálního obhospodařování se pomalu snižuje na úkor kolektivního obhospodařování. Důvodem této skutečnosti je růst kapitálových trhů, a to zejména akciového indexu. Investiční fondy obecně umísťují vyšší procento svého majetku do akcií než správci individuálních portfolií (37 % hodnoty portfolia u investičních fondů proti 26 % v případě individuálních portfolií).

V rámci jednotlivých států Evropské unie lze spatřovat zásadní rozdíly mezi poměrem individuálního a kolektivního obhospodařování.

¹³ EFAMA, Asset Management in Europe, květen 2017 An overview of the Asset Management Industry with a Special Section on the Capital Markets Union. In. EFAMA [online]. [cit. 2017-12-11], str. 24. Dostupný z: <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA%20Asset%20Management%20Report%202017.pdf>

Obr. 11 – Vývoj podílu majetku v individuálním a kolektivním obhospodařování v jednotlivých státech Evropské Unie



Zdroj: EFAMA, Asset Management in Europe, květen 2017¹⁴

V České republice rostl v sektoru obchodníků s cennými papíry meziročně objem obchodů o 4,9 % na 62,1 bilionů Kč. Za tímto vývojem stál významnější nárůst obchodů na vlastní účet obchodníků s cennými papíry o 7,9 bilionů Kč a pokles objemu obchodů z obhospodařovatelského vztahu o 5,0 bilionů Kč. Úbytek byl zaznamenán především v sektoru nebankovních obchodníků s cennými papíry, nárůst pak u bankovních obchodníků s cennými papíry. Objem majetku svěřený správcům aktiv meziročně vzrostl o 11,1 % na celkových 1,29 bilionů Kč.¹⁵

¹⁴ EFAMA, Asset Management in Europe, květen 2017 An overview of the Asset Management Industry with a Special Section on the Capital Markets Union. In. EFAMA [online]. [cit. 2017-12-11], str. 25. Dostupný z: <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA%20Asset%20Management%20Report%202017.pdf>

¹⁵ Ministerstvo financí ČR. Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2016, oddělení Analýzy finančního trhu shrnutí vývoje v roce 2016. In. Ministerstvo financí ČR [online]. [cit. 2018-03-11]. Dostupný z: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2016/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-28773>

2.4 Další způsoby investování na kapitálovém trhu (Crowdfunding)

Na kapitálovém trhu vzniká množství nových příležitostí, které investorům nabízejí zhodnocení prostředků. Tento trend je logický s ohledem na skutečnost, že ve stávající ekonomice je velké množství volných peněžních prostředků. Není tak složité získat investory pro realizaci investiční příležitosti. V tomto období jsou totiž investoři méně averzní vůči riziku. Množství investičních nápadů na jedné straně a dostatek volných peněžních prostředků na straně druhé je líhní pro tvorbu platforem typu crowdfunding nebo peer to peer lending. Tyto platformy vytvářejí prostor pro střetávání se dvou výše uvedených skupin. Hlavní riziko těchto platforem je skutečnost, že se často jedná o neregulované subjekty, které na kapitálovém trhu působí, aniž by dodržovaly právními předpisy stanovená pravidla, a to přestože konkurují produktům nabízeným regulovanými subjekty.

Anglické označení crowdfunding se skládá ze slov „*crowd*“ a „*funding*“. České označení by tedy odpovídalo termínu „*financování davem*“ nebo „*shromáždování prostředků od davu*“. Druhý z těchto překladů nápadně připomíná činnost investičního fondu, kdy činnost investičního fondu spočívá ve shromáždování peněžních prostředků od více investorů vydáváním účastnických cenných papírů kolektivního investování a společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie na principu rozložení rizika, ve prospěch vlastníků těchto účastnických cenných papírů kolektivního investování a další správa tohoto majetku.¹⁶ Jaký je tedy rozdíl mezi crowdfundingem a investováním prostřednictvím investičních fondů? Odpověď na tuto otázku je třeba hledat zejména v charakteru odměny investora a způsobu rozložení rizika.

Crowdfunding představuje systém, pomocí kterého se investoři mohou podílet na financování konkrétního projektu. Pokud je projekt realizován a dosáhne výnosu, obdrží investor odměnu. Tato odměna může mít různou formu.

Nejčastějšími modely crowdfundingu jsou:

¹⁶ Ust. § 93 a 95 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. března 2018].

- equity model a
- půjčkový model.

Equity model crowdfundingu je charakteristický tím, že investor za svou investici do společnosti získává vlastnický podíl na společnosti nebo podnikání a očekává, že tato společnost bude růst až do chvíle, kdy investor bude schopen podíl ve společnosti prodat za výhodnějších podmínek, než za kterých ho kupoval v rámci crowdfundingu. Případně si investor může společenský podíl ponechat s očekáváním, že z úspěšné společnosti bude čerpat dividendu, která postupem času původní investici navrátí a začne vydělávat. Investor se v každém případě v rámci tohoto modelu stává přímým podílníkem na společnosti či podnikání, které financuje.

Protože v rámci tohoto modelu crowdfundingu investoři striktně očekávají návratnost jejich investice, budou po platformě vyžadovat, aby jim dodala dostatečné množství informací o těchto společnostech, u kterých se budou rozhodovat o investici.

Půjčkový model (nazývaný také peer to peer) umožňuje, aby společnost získala finanční prostředky (skrze půjčku či úvěr) od skupiny osob z řad široké veřejnosti, nikoliv tedy tradičně od banky.

Cílem je skrze platformu shromáždit dostatečné množství investorů, kteří společně poskytnou úvěr společnosti s očekáváním navrácení investice s dohodnutým úrokem.

Společnosti tedy musí v rámci tohoto modelu prokázat určitou finanční bonitu a schopnost splatit půjčené prostředky.

Důležitou otázkou pro jakýkoliv způsob úvěrového financování je vždy otázka zajištění. Ve světě existují platformy, které určité minimální zajištění schopnosti dlužníka splácet vyžadují. Avšak existují i takové, které nepožadují zajištění žádné. Nicméně, je třeba mít na paměti, že nezajištěné úvěry jsou tradičně považovány za více rizikové a investoři pak za takovou rizikovější investici požadují vyšší úrok.

Oba výše uvedené modely představují vysoké riziko ztráty investice, které lze v případě půjčkového modelu minimalizovat pouze zajištěním.

Ve srovnání s naprostou většinou investičních fondů (fondů otevřeného typu, určených pro veřejnost), představuje crowdfunding:

- nediverzifikovanou investici (je financován konkrétní projekt),
- investici vázanou na delší časový horizont (nemožnost libovolně odkoupit, tedy z investice vystoupit),
- investici, kde participace investora nemusí být představovaná jen podílem na vlastním kapitálu (s výjimkou equity crowdfundingu – viz výše),
- a zejména investici prostřednictvím osoby neregulované a nepodléhající orgánu dohledu.

Když však odhlédneme od většiny investičních fondů a podíváme se na fondy kvalifikovaných investorů, které mohou investovat i do jednoho aktiva, jaký je pak rozdíl mezi nimi a investováním prostřednictvím crowdfundingové platformy. Odpověď na tuto otázku je regulace. Zatímco investiční fondy jsou regulované, bez ohledu na to, zda se jedná o fondy kvalifikovaných investorů nebo o fondy určené pro veřejnost, crowdfundingové platformy nejsou regulované samostatnou právní úpravou.

Rizikovost crowdfundingu spočívá také v agresivním marketingu, který často probíhá online na internetu a je úzce navázán na sociální síť. Investory jsou tak často osoby s nedostatečnými znalostmi v oblasti kapitálového trhu.

Investor by měl mít na paměti, že jakmile se jedná o platformu zaměřenou na equity model, měl by mít poskytovatel platformy licenci obchodníka s cennými papíry. Pokud se jedná o platformu využívající půjčkový model a na straně příjemce půjčky je spotřebitel, měl by mít poskytovatel takové platformy licenci poskytovatele spotřebitelského úvěru. Častější variantou však je situace, kdy na straně příjemce půjčky vystupuje společnost. V takovém případě postačí licence poskytovatele platebních služeb malého rozsahu.

Druhý dílčí závěr

Naprostá většina poskytovatelů crowdfundingových platforem nedisponuje žádným oprávněním k působení na kapitálovém trhu a investorovi tak ze strany regulace ani orgánu dohledu není poskytována žádná míra ochrany.

Česká národní banka deklarovala, že jednotná úprava crowdfundingu není nutná: „*Crowdfunding a peer-to-peer platforms lze podle ČNB považovat spíše za doplňkové nástroje pro zprostředkování financování. Crowdfunding je v současné době regulován několika právními předpisy EU. ČNB se domnívá, že tento stav ale není nijak znevýhodňující vzhledem k tomu, že crowdfunding nepředstavuje jednodílnou specifickou činnost, která by mohla být jasně upravena jedním právním předpisem. ČNB je proto přesvědčena, že v současnosti jednotná evropská právní úprava crowdfundingu není nutná.*“¹⁷ Domnívám se, že jednoduchá rámcová úprava na úrovni České republiky vhodná je a to minimálně za účelem vymezení toho, co spadá pod regulaci a co je neregulovanou činností. Toto řešení by zejména vyjasnilo vazby těchto platforem na již existující regulační rámec, např. platební služby, kolektivní investování.¹⁸

Vedle regulace by měl posílit i dohled České národní banky, který by se měl zaměřit na subjekty působící na kapitálovém trhu bez příslušného oprávnění.

¹⁷ Stanovisko a odpovědi ČNB na vybrané otázky z konzultačního materiálu Evropské komise „Green Paper - Building a Capital Markets Union“ ze dne 6. května 2015 [online]. Česká národní banka [vid. 30. listopadu 2017]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/capital_market_union_stanovisko_cnb.pdf

¹⁸ Se záměrem vyjasnit provazbu mezi crowdfundingovými aktivitami a regulací EU však již byla provedena analýza a uveřejněna stanoviska ESMA (investiční crowdfunding) a EBA (úvěrový crowdfunding).

Legislativa v oblasti investičních fondů prošla v posledních dvaceti pěti letech značným vývojem.¹⁹ Oblast investičních fondů nebyla v České republice dlouho upravena, a to zejména s ohledem na nezáměr investorů způsobený negativní zkušeností s privatizačními fondy z počátku devadesátých let. V květnu 1992 došlo k přijetí prvního zákona upravujícího oblast investičních fondů. Důvodová zpráva k tomuto zákonu²⁰ uváděla, že „*investiční společnosti a investiční fondy představují velmi významnou složku finančního trhu a jsou ve vyspělých tržních ekonomikách velmi rozšířené a v návaznosti na to také zdůrazňovala potřebu úpravy jejich vzniku, činnosti a hospodaření a státního dozoru nad nimi.*“²¹

Po vstupu České republiky do Evropské unie bylo nutno uvést úpravu do souladu s úpravou unijní.²² Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, nevyhovoval svou systematikou a vyžadoval by příliš mnoho změn, proto se český zákonodárce rozhodl reagovat na unijní úpravu přijetím nového zákona. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále jen „**ZKI**“), nabyl účinnosti dnem

¹⁹ Původně (během účinnosti zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů) se tato oblast nazývala „kolektivním investováním.“ Po účinnosti zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, však došlo ke změně terminologie a fondem kolektivního investování se nově rozumí pouze určitá skupina fondů (určených pro drobného investora). Do oblasti investičních fondů vedle fondů kolektivního investování spadají i fondy kvalifikovaných investorů, a proto je vhodné hovořit o oblasti investičních fondů, nikoli o kolektivním investování.

²⁰ Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

²¹ Důvodová zpráva k zákonu č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. In: ASPI [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

²² Směrnice Rady 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

vstupu v platnost Smlouvy o přistoupení České republiky k Evropské unii. Tento zákon byl následně mnohokrát novelizován. Nejdůležitější novela²³ zavedla rozlišování fondů určených pro drobné investory (veřejnost) a fondů určených pro kvalifikované investory. Tato novela umožnila existenci fondům kvalifikovaných investorů a po vzoru lucemburské a německé úpravy upravila pravidla pro existenci fondu nemovitostí.

Struktura zákona o kolektivním investování začala být zejména s ohledem na množství novel nevyhovující, a proto zákonodárce v souvislosti s transpozicí další evropské úpravy²⁴ přistoupil k přijetí nového zákona. Tím byl zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZISIF“), který upravuje oblast investičních fondů v současnosti. Tento zákon nepřinesl jen transpozici evropské regulace, ale i mnoho dalších koncepčních změn, čímž došlo k velkému posunu v oblasti investičních fondů i ve vztahu k ochraně investora.

²³ Zákon č. 224/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

²⁴ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD) [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP IV) [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

3.1 Aktuální vývoj legislativy v oblasti investičních fondů

Ministerstvo financí předložilo dne 4. května 2018 do meziresortního připomínkového řízení návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZPKT“) a další související zákony.

Návrh zákona byl předložen zejména v souvislosti s potřebou adaptovat český právní řád na 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 a o zrušení směrnice 2003/71/ES. Návrh zákona také provádí i další žádoucí změny, které vyplynuly z veřejných konzultací a diskusí.

Dílní nedostatky vyplynuly z veřejné konzultace i ve vztahu k ZISIF, například v oblasti úpravy promotéra, shromáždění podílníků, investičních akcií, depozitářů podlimitních fondů kvalifikovaných investorů, outsourcingu ve vztahu k alternativním aktivům či tolerance nevýznamných chyb v oceňování. Záměrem novely je tyto nedostatky neopravit.

Co se týče novely ZISIF, tak zde se zapracovávají zejména některé připomínky účastníků trhu vzešlé z veřejné konzultace k nařízení o prospektu a k dalším souvisejícím otázkám, které se vztahují zejména k tzv. národní úpravě, tj. právní úpravě, která není povinnou transpozicí směrnic Evropské unie. Provádí se zejména tyto změny:

- a) v § 25 ZISIF se upravuje outsourcing pro alternativní investiční fondy tak, aby bylo možno obhospodařováním pověřit i osobu, která není regulována pro účely finančních služeb, pokud s tím souhlasí Česká národní banka,
- b) v § 83 ZISIF se zužují povinnosti depozitáře ve vztahu k podlimitním fondům kvalifikovaných investorů,
- c) v § 93 a § 100 ZISIF se umožňuje, aby fond kolektivního investování mohl být svěřenským fondem,
- d) v § 104, § 107, § 148, § 166, § 188 a v § 531 ZISIF se provádí zobecnění a modernizace úpravy tzv. promotéra investičního fondu, tj. osoby, která může rozhodovat o změně obhospodařovatele tohoto fondu (ale i o změně

administrátora či depozitáře); tato úprava doposud platila jen pro podílové fondy a pro podfondy a pro některé nedostatky stávající úpravy (zejména nutnost schvalování Českou národní bankou) nebyla dosud v praxi příliš využívána, ač byl o její využívání zájem,

- e) v § 113 ZISIF se ruší preskriptivní úprava shromáždění podílníků a tato úprava se ponechává na statutu investičního fondu,
- f) v § 130, § 132 a v § 193 ZISIF se odstraňuje duplicita s nařízením EU o fondech peněžního trhu, v § 204 ZISIF se pak na toto nařízení EU reflektuje obecným pravidlem,
- g) v § 132 ZISIF se úprava zužuje jen na speciální fondy, protože na fondy kvalifikovaných investorů se vztahovat nemá,
- h) v § 158 ZISIF se upřesňuje, že investiční akcie jsou zpravidla bez hlasovacích práv a není s nimi spojeno právo účasti na valné hromadě (nestanoví-li stanovy jinak),
- i) v § 169 a § 169a ZISIF se přesouvá a precizuje obecné pravidlo o podfondech investičních fondů,
- j) v § 193 ZISIF se upřesňuje, že v prvních 3 měsících existence investičního fondu není potřeba počítat aktuální hodnotu (net asset value, NAV),
- k) v § 193 ZISIF se umožňuje tolerance nevýznamných chyb v oceňování,
- l) v § 220 ZISIF se navrhuje, aby statut nemusel obsahovat údaje o osobách pověřených činnostmi v rámci administrace investičních fondů,
- m) v § 239 ZISIF se provádí řada upřesňujících změn, aby ustanovení bylo snadno aplikovatelné a aby bylo v souladu s jinými ustanoveními,
- n) § 276 až 279 ZISIF se zrušují, protože tyto podrobnosti není nutno upravovat v zákoně,
- o) v § 626 ZISIF se upřesňuje, že tato domněnka platí jen pro nabízení investic do investičních fondů a do zahraničních investičních fondů, nikoli obecně,

- p) v § 633 ZISIF se úprava zobecňuje, mimo jiné i s ohledem na změny prováděné v insolvenčním zákoně.²⁵

Účinnost se navrhuje dnem 21. července 2019, což je lhůta pro adaptaci nařízení o prospektu.

Z ekonomického pohledu bylo v roce 2017 pro český finanční trh dominantní očekávání konce intervencí České národní banky. Makroekonomické ukazatele české ekonomiky se vyvíjely opravdu pozitivně. HDP meziročně rostl o 4,5 % a průměrná míra nezaměstnanosti za celý rok 2017 činila 2,4 %, ²⁶ což je nejnižší hodnota od roku 2008.

„HDP za celý rok 2017 byl o 4,5 % vyšší než v roce předchozím. Nejvýznamnějším faktorem růstu byl zahraniční obchod. Dařilo se vyvázet auta, elektrická zařízení a chemické produkty. Kromě ochoty domácností víc utrácet se v posledních čtvrtletích projevila i rostoucí dynamika firemních investic, což může souviset se situací na trhu práce. Podniky významněji investují do strojního vybavení.“²⁷

Zmíněný ekonomický vývoj se promítl také do vývoje v sektoru obchodníků s cennými papíry. Ke konci roku 2017 evidovala ČNB na českém kapitálovém trhu 65 subjektů s licencí obchodníka s cennými papíry.²⁸

²⁵ Zákon č. 182/2006 Sb., úpadku a způsobech jeho řešení, ve znění pozdějších předpisů (insolvenční zákon). In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

²⁶ Český statistický úřad. Tiskové sdělení ze dne 2. března 2018, Tiskové sdělení: HDP v roce 2017 vzrostl o 4,5 %. Česká statistický úřad [online] [vid. 30. března 2018]. Dostupné na <https://www.czso.cz/csu/czso/tiskove-sdeleni-hdp-v-roce-2017-vzrostl-o-45>

²⁷ Český statistický úřad. Tiskové sdělení ze dne 31. ledna 2018, Míry zaměstnanosti, nezaměstnanosti a ekonomické aktivity - prosinec 2017. Česká statistický úřad [online] [vid. 30. března 2018]. Dostupné na <https://www.czso.cz/csu/czso/cr/miry-zamestnanosti-nezamestnanosti-a-ekonomicke-aktivity-prosinec-2017>

²⁸ Což je nárůst oproti roku 2016, kdy ke konci roku 2016 evidovala Česká národní banka 65 obchodníků s cennými papíry. V roce 2016 počet zákazníků obchodníků s cennými papíry vzrostl na necelých 1,3 milionu a hodnota majetku zákazníků ve správě obchodníků významně vzrostla o 10,5 % na částku 4 196,5 mld. Kč. Vzhledem k celkově nižším příjmům z poplatků a provizí, nepatrně o 2,6 % poklesla hodnota příspěvků do Garančního fondu obchodníků s cennými papíry na částku 164,6 mil. Kč.

3.2 Míra ochrany investora v závislosti na druhu investičního fondu

Pro vymezení míry ochrany investora je třeba popsat postavení investora v jednotlivých druzích investičních fondů, prostřednictvím kterých hodlá zhodnotit své peněžní prostředky. Druhem investičního fondu se rozumí jednak typ fondu s ohledem na míru regulace, kterou s konkrétním typem fondu právní předpisy spojují a jednak jeho právní forma.

Podle míry regulace lze investiční fondy dělit na:²⁹

- a) fondy kolektivního investování:
 - a) speciální fondy (fondy v režimu AIFM),
 - b) standardní fondy (fondy v režimu UCITS),³⁰
- b) fondy kvalifikovaných investorů (fondy v režimu AIFM nebo národní úpravy).

Dle stávající právní úpravy může investor volit mezi následujícími právními formami investičních fondů:

- podílový fond (standardní fond lze vytvořit pouze jako otevřený podílový fond),
- právnická osoba,
 - a) komanditní společnost,
 - b) společnost s ručením omezeným,
 - c) akciová společnost,
 - d) evropská společnost,

²⁹ Ust. § 92 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

³⁰ Ust. § 92 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

e) družstvo,

(fond kolektivního investování lze založit jen jako akciovou společnost, standardní fond pouze jako akciovou společnost s proměnným základním kapitálem) nebo

- svěřenský fond (pouze v případě fondů kvalifikovaných investorů).

Kolektivní investování je možné realizovat pouze prostřednictvím entit k tomu zákonem určených a osobami s příslušným povolením České národní banky. V opačném případě by se jednalo o pokoutné investiční fondy.³¹ Ochrana investora je v tomto smyslu zajištěna ustanovením § 634 ZISIF, které zakazuje používat označení „investiční společnost“, „investiční fond“ nebo „podílový fond“ ve vztahu k entitám, které nemají příslušné oprávnění k výkonu takové činnosti.³²

ZKI nabízel zakladatelům a obhospodařovatelům investičních fondů na výběr pouze dvě právní formy investičního fondu, a to podílový fond a akciovou společnost. Obě tyto právní formy měly určité výhody a nevýhody jak pro správce fondů, tak pro jejich investory. Mimo režim ZKI bylo zakázáno shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti, a tedy i využití jiných právních forem z důvodu zákazu tzv. pokoutného kolektivního investování dle ZKI.³³ ZISIF tak rozšiřuje možnosti pro investory a zejména

³¹ „Zakazuje se shromažďovat, jakož i pokusit se shromažďovat, peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od veřejnosti za účelem jejich společného investování nebo investování takto nabytých peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí, má-li být návratnost investice nebo zisk investora byl jen částečně závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci investovány, jinak než za podmínek, které stanoví nebo připouští tento zákon.“ viz § 98 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

³² Například rozhodnutí České národní banky Sp. zn. Sp / 2013 / 262 / 573 ve věci společnosti Ostravská Investiční společnost a.s., IČO 294 47 313 ze dne 08. 12. 2013 [online]. Česká národní banka [vid. 30. listopadu 2017]. Dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_r_ozhodnuti/prilohy/Sp_2013_262_573.pdf

³³ Ust. § 2a zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování („ZKI“): „Shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti za účelem jejich společného investování nebo investování takto nabytých peněžních prostředků je zakázáno, pokud a) má být návratnost investice nebo zisk investora i jen částečně závislý na

pro obhospodařovatele s ohledem na formy fondu. Jak je z níže uvedeného popisu patrné, převažující typem nadále zůstává podílový fond a jedinou variantou z forem společností s právní osobností používané pro fondy je akciová společnost. V praxi tak pouze došlo k rozšíření typů akciových společností, které se pro fondy používají, a to o akciovou společnost s proměnným základním kapitálem.

hodnotě nebo výnosu aktiv, do kterých byly peněžní prostředky investovány, a b) není vykonáváno podle tohoto zákona.“

Tab. 1 – Povolené právní formy pro jednotlivé typy investičních fondů

právní forma		podílový fond		SF ³⁴	kom. společnost		s.r.o. ³⁵	akciová společnost		SE ³⁶	družstvo ³⁷
		OPF ³⁸	UPF ³⁹		k.s. ⁴⁰	KSIL ⁴¹		a.s. ⁴²	SICAV ⁴³		
fond kol. inv.	standard. fond	✓	X	X	X	X	X	X	✓	X	X
	speciální fond	✓	✓	X	X	X	X	✓	✓	X	X
fond kvalif. inv.		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

³⁴ Svěřenský fond. Blíže viz § 148 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

³⁵ Společnost s ručením omezeným. Blíže viz § 132 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

³⁶ Evropská společnost. Blíže viz Nařízení Rady č. ES/2157/2001 ze dne 8. října 2001 o statutu evropské společnosti [online]. In: *EUR-lex* [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

³⁷ Družstvo. Blíže viz § 552 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

³⁸ Otevřený podílový fond. Blíže viz § 128 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

³⁹ Uzavřený podílový fond. Blíže viz § 142 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁴⁰ Komanditní společnost. Blíže viz § 118 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁴¹ Komanditní společnost na investiční listy. Blíže viz § 170 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁴² Akciová společnost. Blíže viz § 243 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁴³ Akciová společnost s proměnným základním kapitálem. Blíže viz § 154 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

3.2.1 Podílový fond

Podílový fond je nejčastější formou fondu na kapitálovém trhu, a to jak v České republice, tak v zahraničí.⁴⁴ Obliba podílových fondů pramení zejména z relativně sjednocené právní úpravy fungování podílových fondů⁴⁵ v rámci celého světa. Jednotlivé typy obchodních společností požívají v jednotlivých zahraničních jurisdikcích vlastní právní úpravy, která je sice v Evropské unii do určité míry harmonizována, avšak stále ponechává národním úpravám velkou míru diskrece. Základní charakteristika podílového fondu, zejména s ohledem na jeho jednoduchost a absenci jakékoli korporátní struktury, je ve všech jurisdikcích totožná (soubor jmění bez právní osobnosti).

Podílový fond je souborem majetku, který nemá právní osobnost. Vlastnické právo k majetku v podílovém fondu náleží vlastníkům účastnických cenných papírů vydávaných tímto fondem (podílové listy), tzv. podílníkům, a to v poměru v jakém drží podílové listy. Jedná se tedy o obdobu spoluvlastnictví, avšak se samostatnou právní úpravou. Ustanovení NOZ o spoluvlastnictví se na podílový fond nepoužijí.⁴⁶

Podílový fond vytváří obhospodařovatel, jímž může být pouze investiční společnost. Investiční společnost za podílový fond vstupuje do právních vztahů, a to vlastním jménem na účet podílového fondu. Vztah investiční společnosti a podílového fondu je tedy vztahem obdobným vztahu komisionáře a komitenta, i když to zákon výslovně neuvádí.⁴⁷

⁴⁴ K 31. 3. 2018 232 podílových fondů s domicilem v ČR, 1682 zahraničních fondů ve formě obdobné podílovému fondu určených k nabízení veřejnosti. V ČR bylo k 31. 3. 2018 zapsáno také 178 zahraničních investičních fondů určených pro kvalifikované investory, z nichž menší část tvoří fondy v jiné formě než podílového fondu. Zdroj: Základní seznamy subjektů. ČNB. *Česká národní banka* [online]. [Praha]: Česká národní banka, © 2003-2018 [vid. 16. února 2018]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE

⁴⁵ Anglický ekvivalent je „*mutual fund*“.

⁴⁶ Ust. § 102 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁴⁷ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 23. 10. 2007, sp. zn. 29 Odo 1310/2005: „Z ustanovení § 5 odst. 3 zákona č. 248/1992 Sb. vyplývá, že mezi majitelem podílového listu a investiční společností vzniká vztah

Níže popíši jednotlivé charakteristiky postavení investora (podílníka) v podílovém fondu.

a. Co dokládá vztah podílníka k podílovému fondu?

Participace podílníka na podílovém fondu je vyjádřena podílovými listy. Podílový list může mít listinou formu nebo formu zaknihovanou. Standardem na trhu jsou zaknihované podílové listy. To souvisí zejména se skutečností, že většina podílových fondů jsou fondy otevřeného typu⁴⁸ a listinné cenné papíry by byly v souvislosti s tímto typem fondu velmi nepraktické. Zatímco v případě listinných podílových listů by byl podílníkovi fyzicky předán cenný papír, v případě zaknihovaných podílových listů je podílníkovi otevřen majetkový účet, na kterém je evidován příslušný počet podílových listů.

Podílníkem je ten, kdo má majetkový účet a zároveň je zapsán do seznamu podílníků. Jsou-li vydány zaknihované podílové listy, může být seznam podílníků nahrazen evidencí zaknihovaných podílových listů (tzv. samostatnou evidencí investičních nástrojů).⁴⁹

smluvní povahy, který je blízký komisionářské smlouvě. Podle soudu prvního stupně z provedených důkazů vyplývá, že žalobkyně nehospoďarila se svěřeným majetkem s odbornou péčí a nezabezpečila tak spolehlivý výnos nebo růst tohoto majetku, když v rozporu s § 14 odst. 4 zákona č. 248/1992 Sb. zajišťovala svěřeným majetkem vlastní závazky vůči bance, a její závazky byly ze svěřeného majetku uspokojeny. Za škodu vzniklou podílníkům proto podle soudu odpovídá v první řadě žalobkyně. Při správě majetku podílníků byla jakožto investiční společnost v postavení obdobném postavení komisionáře a, způsobila-li takto podílníkům v postavení obdobném postavení komitentů škodu, bylo by podle soudu prvního stupně příliš extenzivním výkladem ustanovení § 5 odst. 3 zákona č. 248/1992 Sb., aby komisionář, jenž škodu způsobil, tuto škodu zároveň na dalších osobách vymáhal za komitenta. Soud prvního stupně uzavřel, že žalobkyně nemá v tomto sporu aktivní legitimaci, neboť podle § 5 odst. 2 zákona č. 248/1992 Sb. může každý spolumajitel samostatně uplatnit svá práva vůči investiční společnosti, což se podle názoru soudu prvního stupně týká rovněž práva na náhradu škody vzniklé podílníkům v důsledku zmenšení jejich majetku.“

⁴⁸ K 16. 2. 2018 bylo z celkového počtu 228 podílových fondů zapsaných do seznamu České národní banky pouze devět uzavřených podílových fondů. Zdroj: Základní seznamy subjektů. ČNB. Česká národní banka [online]. [Praha]: Česká národní banka, © 2003-2018 [vid. 16. února 2018]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE

⁴⁹ Český právní řád rozeznává tři druhy primárních evidencí zaknihovaných investičních nástrojů:

S ohledem na skutečnost, že pro investování se používají zaknihované podílové listy, budu se dále věnovat pouze vedení evidence zaknihovaných podílových listů. Tuto evidenci vede administrátor fondu, kterým je ve většině případů u podílových fondů přímo obhospodařující investiční společnost. Jedná se o elektronickou evidenci, kterou administrátor aktualizuje ke každému obchodnímu dni, tzn. ke dni, ke kterému dochází k vydávání a odkupování podílových listů. Náležitosti obsahu této evidence podílníků stanoví zákon.⁵⁰ Do této evidence se zapisují:

- označení druhu podílového listu,
- jméno a bydliště nebo název a sídlo podílníka,
- číslo bankovního účtu podílníka vedeného u osoby oprávněné poskytovat bankovní služby ve státě, jenz je plnoprávným členem Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj,
- označení podílového listu a změny zapisovaných údajů,
- u listinného podílového listu se zapisuje do seznamu podílníků i označení jeho formy jako cenného papíru.

Riziko chyby ve vedení evidence podílníků je vyšší než v případě jiných investičních nástrojů, které mají být v souladu s § 91 ZPKT, vedeny v centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů.⁵¹ Určitou míru nejistoty tak může do vztahu podílníka a podílového fondu přinášet skutečnost, že na rozdíl od investičních nástrojů vedených v centrální evidenci (například akcie, dluhopisy) je evidence cenných papírů kolektivního

-
- a) samostatnou evidenci investičních nástrojů,
 - b) evidenci ministerstva podle zákona upravujícího rozpočtová pravidla,
 - c) centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů.

⁵⁰ Ust. § 109 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁵¹ Centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů je evidence zaknihovaných cenných papírů, kterou vede podle českého práva centrální depozitář (tj. Centrální depozitář cenných papírů, a.s.) nebo zahraniční centrální depozitář.

investování vedena méně formalizovaným způsobem. Standardně vede evidenci tatáž osoba, která zajišťuje vydávání podílových listů, tzn. investiční společnost obhospodařující podílový fond.

Průkaznost investorova vlastnictví je však chráněna celou řadou nástrojů. Osoba vedoucí evidenci podílových listů musí mít povolení České národní banky. Pravidla pro vedení samostatné evidence jsou podrobně vymezena právními předpisy.⁵² Základní povinností osoby vedoucí samostatnou evidenci je povinnost provádět pravidelné rekongiliace, čímž dochází ke kontrole souladu evidovaných údajů (kontroluje se soulad počtu podílových listů na majetkových účtech jednotlivých podílníků s celkovým počtem vydaných podílových listů).

Externí kontrola evidovaných údajů je pak zajištěna depozitářem fondu. Vedení evidence podílových listů podléhá kontrole depozitáře, který sice nekontroluje přímo samotnou evidenci, ale kontroluje počty vydaných a odkoupených podílových listů, čímž dohlíží stav na jednotlivých majetkových účtech podílníků.

Přestože vedení samostatné evidence není tak formalizované jako vedení centrální evidence, právní úprava poskytuje záruky, které by měly být z pohledu ochrany investora dostatečné.

b. Jaká mají podílníci práva?

Se stejnými podílovými listy jsou spojena stejná práva. „*K právním jednáním, jejichž účelem je nedůvodné zvýhodnění jakéhokoliv podílníka na úkor podílového fondu nebo jiných podílníků, se nepřihlíží, ledaže tento zákon stanoví jinak nebo by to bylo na újmu třetím osobám, které na takováto právní jednání v dobré víře spoléhaly.*“⁵³ S podílníky téhož podílového fondu je možné zacházet odlišným způsobem pouze v případě, že má podílový fond vytvořeny samostatné druhy podílových listů. S podílovými listy mohou být spojena následující práva:

52 Zejména vyhláškou č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci investičních nástrojů, ve znění pozdějších předpisů.

⁵³ Ust. § 112 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

- i. právo na odkoupení na účet fondu,⁵⁴
- ii. právo na výplatu podílu na zisku,
- iii. právo na výplatu likvidačního zůstatku,
- iv. právo podílet se na řízení fondu.

Jednotlivé třídy se mohou navzájem lišit zejména s ohledem na:⁵⁵

- výši podílu na zisku nebo na likvidačním zůstatku nebo možnost vyplacení zálohy na zisk,
- výši úplaty účtované v případě, že výkonnost podílového fondu přesáhne určený ukazatel (benchmark), s nímž je výkonnost srovnávána, nebo
- výši srážky za odkoupení, je-li s podílovým listem spojeno právo na jeho odkoupení.

ad i) Právo na odkoupení podílového listu na účet fondu

S podílovými listy otevřeného podílového fondu je spojeno právo podílníka na jeho odkoupení na účet podílového fondu. Jedná se o základní charakteristiku otevřeného typu entity určené pro kolektivní investování.⁵⁶ Podílník má právo ke každému obchodnímu dni odkoupit podílové listy za aktuální hodnotu fondového kapitálu určenou k danému obchodnímu dni zpětně. Otevřené podílové fondy investující do likvidních aktiv mají standardně stanoven obchodní den denně. Otevřené podílové fondy, jejichž likvidita je omezená, mají stanoveny obchodní dny měsíčně nebo čtvrtletně. Menší četnost obchodních dnů je v případě otevřených podílových fondů spíše výjimečná, a to s ohledem na skutečnost, že pro nelikvidní aktiva (nemovitosti, pohledávky, kapitálové účasti) jsou vhodné spíše entity uzavřeného typu (právní osoby s výjimkou SICAV a KSIL nebo uzavřený podílový fond).

⁵⁴ Toto právo se uplatní pouze v případě otevřeného podílového fondu.

⁵⁵ Ust. § 120 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁵⁶ Stejně právo je spojeno s investiční akcií akciové společnosti s proměnným základním kapitálem.

Okamžikem, kdy dochází k suspendování práva podílníka na odkoupení podílového listu na účet fondu, je okamžik, kdy obhospodařovatel rozhodne o pozastavení vydávání a odkupování podílových listů.

ad ii) a iii) Právo na podíl na zisku a právo na podíl na likvidačním zůstatku

S podílovým listem může být spojeno právo na výplatu podílu na zisku (tzv. distribuční fondy) nebo se zisk nevyplácí a je reinvestován (tzv. akumulární fondy). V současnosti jsou častější fondy, které zisk nevyplácí, ale reinvestují jej, neboť se jedná o daňově efektivnější řešení. Při výplatě dividendy je dividenda zdaněna srážkovou daní 15 %, zatímco v případě reinvestování je při realizaci zisku tento zisk osvobozen od daně za předpokladu, že investor dodržel tříletý časový test.⁵⁷

S podílovým listem je dále spojeno právo na výplatu podílu na likvidačním zůstatku v případě zrušení podílového fondu s likvidací.

ad iv) Právo podílet se na řízení fondu

S podílovým listem není spojeno právo podílet se na řízení fondu nebo právo rozhodovat v určitých záležitostech. Výjimku tvoří případ, kdy je zřízeno shromáždění podílníků. V případě, že je zřízeno shromáždění podílníků, mají podílníci právo participovat na rozhodnutích týkajících se následujících změn statutu:

- a) investiční strategie, je-li její změna přípustná a nejde-li o změnu podle § 207 písm. a) nebo d) ZISIF,
- b) změny druhu nebo formy podílových listů,
- c) srážek při odkupování podílových listů,
- d) nákladů souvisejících s obhospodařováním a administrací podílového fondu, nebo

⁵⁷ Časový test představuje dobu mezi nabytím cenného papíru a jeho prodejem. Příjem z prodeje cenných papírů je osvobozen od daně z příjmů (bez ohledu na výši příjmů), pokud mezi nabytím a prodejem uplynula doba delší než tři roky. Ust. § 4 odst. 1 písm. w) zákona č. 586/1992, o daních z příjmu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Tento tříletý časový test platí od 1. 1. 2014. Cenné papíry pořízené podle úpravy do 31. 12. 2013 se vztahuje původní šestiměsíční časový test. Tato výjimka však již s ohledem na aktuální datum není relevantní.

- e) způsobu svolávání, způsobu účasti, minimálního kvora, určení většiny, věcné působnosti, způsobu rozhodování shromáždění podílníků nebo jeho zrušení.

Role podílníka v podílovém fondu je tedy ve většině případů spíše pasivní, bez možnosti podílet se na řízení fondu. Jedná se o logické omezení s ohledem na velké množství podílníků a nemožnosti tak zajistit efektivní řízení fondu při umožnění jejich participace. Do určité míry to však snižuje ochranu podílníka, neboť nemůže zasahovat do rozhodnutí obhospodařovatele. Za tímto účelem však zákon stanoví určité limity pro zásahy obhospodařovatele do obhospodařování fondu. Těmito limity jsou zejména:

- nemožnost změny investiční strategie,
- nemožnost změny poplatků spojených s investicí do fondu,
- nemožnost změny subjektů odpovídajících za činnost fondu.

Výše uvedená omezení zajišťují podílníkovi dostatečnou míru ochrany. Je třeba upozornit na skutečnost, že tato omezení se vztahují pouze na fondy kolektivního investování a podílník investující do fondů kvalifikovaných investorů je vystaven na milost obhospodařovateli, pro kterého neplatí výše uvedené zákonné limity. Investor do fondu kvalifikovaných investorů by si tak primárně měl ověřit, zda statut fondu stanoví tyto limity nad rámec zákona, protože pouze v takovém případě je chráněn.

c. Jak je oddělen majetek investiční společnosti a podílového fondu?

Majetek podílového fondu je samostatným souborem jmění, o kterém se sestavuje samostatná účetní závěrka.⁵⁸ To společně s § 1 odst. 2 písm. k) zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů stanoví nade vší pochybnost, že podílový fond je samostatnou účetní jednotkou. Jedná se o poměrně novou praxi, kdy odpověď na otázku, zda je podílový fond samostatnou účetní jednotkou, byla dlouhou dobu nejasná.

⁵⁸ Srov. § 114 ZISIF „O majetkových poměrech podílového fondu, jakož i o dalších skutečnostech, se vede účetnictví tak, aby umožnilo sestavení účetní závěrky za každý jednotlivý podílový fond.“

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, považuje podílový fond za samostatného poplatníka daně z příjmů právnických osob.⁵⁹

Majetek podílového fondu je tak dostatečně oddělen od majetku obhospodařovatele, resp. investiční společnosti, a to minimálně z interního pohledu (z pohledu účtování investiční společnosti o majetku v podílovém fondu). Problém však nastává navenek. Jestliže zvláštní právní předpis nebo právní úkon vyžadují údaj o osobě vlastníka, nahradí se podle § 105 ZISIF údaje o všech podílnících názvem podílového fondu a údaji o obhospodařovateli tohoto fondu. Toto ustanovení ZISIF má zajistit, aby i navenek bylo zřejmé, který majetek je majetkem konkrétního podílového fondu a který majetek je majetkem jiného podílového fondu nebo investiční společnosti.

Většina investičních společností však naráží na administrativní překážky v případě, že chtějí vlastnictví podílového fondu zapsat do veřejných rejstříků. Tyto veřejné rejstříky nejsou často uzpůsobeny zápisu vlastnictví podílového fondu. Typickým příkladem jsou katastry nemovitostí. Stále neexistuje jednotná praxe pro zápis vlastnictví podílového fondu do katastru nemovitostí. V souladu s ustanovením § 105 ZISIF by do katastru nemovitostí mělo být zapsáno označení podílového fondu a údaj o obhospodařovateli tohoto podílového fondu. Praxe jednotlivých katastrálních úřadů se však liší, a zatímco v některých listech vlastnictví je v souladu s § 105 ZISIF uvedeno označení podílového fondu i investiční společnosti, v mnoha jiných případech je uvedeno pouze označení investiční společnosti. Uvedenou situaci může vyřešit pouze stanovisko ČZUK sjednocující praxi jednotlivých katastrálních úřadů (obdobně pro podfondy SICAV viz níže).

⁵⁹ Ust. § 17 odst. 1 písm. c) zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

d. Koho bude podílník žalovat?

Procesní způsobilost investiční společnosti ve vztahu k podílovému fondu není jednoznačná. Podle § 102 odst. 1 ZISIF je podílový fond tvořen jměním a vlastnické právo k majetku v podílovém fondu náleží společně všem podílníkům, a to v poměru podle hodnoty jimi vlastněných podílových listů. Žádný z podílníků však nemůže žádat o oddělení majetku v podílovém fondu, rozdělení podílového fondu nebo zrušení podílového fondu.⁶⁰

Vlastnická práva k majetku v podílovém fondu vykonává vlastním jménem a na účet podílového fondu obhospodařovatel.⁶¹ Pohledávky odpovídající dluhům v podílovém fondu se uspokojují z majetku v tomto podílovém fondu.⁶²

Podle § 19 zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád (dále jen „OSŘ“) má způsobilost být účastníkem řízení před soudem ten, kdo má způsobilost mít práva a povinnosti; jinak jen ten, komu ji zákon přiznává.

Podle § 20 odst. 1 OSŘ každý může před soudem samostatně jednat jako účastník v tom rozsahu, v jakém má způsobilost vlastními úkony nabývat práv a brát na sebe povinnosti.

Z výše uvedeného vyplývá, že podílový fond nemá způsobilost mít práva a povinnosti (právní subjektivitu), jelikož není právnickou osobou a je jen souborem jmění ve vlastnictví podílníků, který obhospodařuje obhospodařovatel na základě komisionářského vztahu mezi ním a podílníky.⁶³ Současně je nepochybné, že vlastníkem

⁶⁰ Srov. s § 6 odst. 2 ZKI, kde byl podílový fond souborem majetku, který náleží všem vlastníkům podílových listů podílového fondu (podílníkům), a to v poměru podle vlastněných podílových listů.

⁶¹ Dle § 7 odst. 3 ZKI, kde z právních úkonů učiněných v souvislosti s obhospodařováním majetku v podílovém fondu je oprávněna a zavázána investiční společnost.

⁶² Ust. § 102 odst. 4 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

⁶³ Srov. § 15 odst. 1 a § 78 odst. 1 ZKI ve spojení s § 37a odst. 6 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, který upravuje nominátní smluvní typ nejbližší smlouvě podle § 78 odst. 1 ZKI.

majetku tvořícího podílový fond jsou podílníci tohoto fondu, jejichž jména se při právním úkonu pro jednoduchost nahrazují jménem jejich zástupce – obhospodařovatele.

Připustíme-li výše uvedené závěry, totiž že vlastníkem majetku v podílovém fondu jsou jeho podílníci a že obhospodařovatel při obhospodařování tohoto majetku tvořícího podílový fond jedná svým jménem na účet podílníků v rámci jejich (nepřímého, komisionářského) zastoupení, je třeba dále řešit, zda pasivně legitimovaným ve sporu týkajícího se majetku ve vlastnictví (podílníků) podílového fondu je zástupce podílníků (obhospodařovatel), tedy nevlastník předmětného majetku, anebo podílníci samotní v pozici vlastníka předmětného majetku, jejichž označení v žalobě má být podle výslovného zákonného ustanovení (§ 105 ZISIF) nahrazeno názvem podílového fondu a údaji o obhospodařovateli tohoto fondu.

Kloním se k řešení, že pasivně legitimovaným je ve sporu týkající se majetku v podílovém fondu obhospodařovatel, resp. investiční společnost. Výkon rozhodnutí by však měl znít do majetku konkrétního podílového fondu. Podílový fond nemůže být pasivně legitimován, neboť nemá právní osobnost. Do právních jednání tak za fond vstupuje investiční společnost. S ohledem na § 102 odst. 4 ZISIF však výkon rozhodnutí musí znít do majetku podílového fondu, nikoli do majetku investiční společnosti. V případě porušení odborné péče ze strany investiční společnosti při obhospodařování podílového fondu mají podílníci právo na náhradu škody vůči investiční společnosti. Toto by však mělo být řešeno samostatnou žalobou, pokud bude v daném případě relevantní.

Vzhledem k tomu, že soudy ve věci sporů týkajících se podílových fondů nesprávně stanoví výrok rozhodnutí, exekutor následně postihuje nesprávný majetek. Tato nedokonalost sebou může přinášet velmi negativní následky v důsledku postihnutí majetku jiných podílových fondů obhospodařovaných stejnou investiční společností.⁶⁴

⁶⁴ Z vlastní činnosti uvádím příklad, kdy výrok rozhodnutí o nákladech soudního sporu týkajícího se majetku v podílovém fondu zněl na investiční společnost. Exekutor na základě tohoto výroku obstavil majetek všech investiční společností obhospodařovaných podílových fondů. V daném případě šlo o kolektivní pochybení soudu, exekutora a depozitáře. Depozitář totiž na žádost exekutora o sdělení majetku investiční společnosti zahrnul i účty vedené na jméno jiných podílových fondů.

Třetí dílčí závěr

Z výše uvedeného lze dovodit, že investování prostřednictvím podílových fondů je jednou z nejrozšířenějších forem investování. Je ale také nejbezpečnější formou? Právní úprava podílových fondů je velmi stručná, obsažená v ZISIF. Podílový fond je ale ve světě tolik rozšířenou a roky existence prověřenou formou investování, že tato entita sama osobě poskytuje jistou míru ochrany investora. Skutečnost, že majetek podílového fondu je oddělen od majetku investiční společnosti, že nad ním dbá depozitář (jak bude popsáno níže) a že vztah investora a investičního fondu je dán statutem, který upravuje práva a povinnosti a může být méně pouze zákonem předepsaným způsobem, představuje dostatečnou míru ochrany. Existují však i nedostatky podílového fondu, resp. jeho formy. Přestože některé zákony se již přizpůsobují této zvláštní formě kolektivního investování, existují stále bariéry, které ochranu investora snižují. Jsou jimi jednak administrativní překážky v případě, že má být vlastnictví podílového fondu zapsáno do veřejných rejstříků. A dále přístup českých soudů a dalších orgánů veřejné moci. Předpokládáme-li, že žijeme v době, kdy by měly soudy přihlížet k věcné stránce a smyslu existence podílového fondu a ne čistě formalisticky rozhodovat o právech a povinnostech, můžeme považovat podílový fond za bezpečnou formu pro investování ze strany investora.

3.2.2 Akciová společnost

Investiční fondy ve formě akciové společnosti jsou významně méně častou formou investičního fondu. K 31. březnu 2018 bylo do seznamu České národní banky zapsáno 126 fondů s domicilem v České republice s právní osobností, z nichž všechny jsou ve formě akciové společnosti.⁶⁵ V České republice tedy k 31. březnu 2018 neexistoval investiční fond ve formě společnosti s ručením omezeným nebo komanditní společnosti.⁶⁶ Existence 126 fondů ve formě akciové společnosti na nevelkém českém kapitálovém trhu naznačuje, že i tato forma má mezi investičními fondy své místo, a to zejména s ohledem na omezení negativních dopadů absence právní osobnosti v případě podílového fondu.

Investiční fond může existovat ve dvou formách akciových společností, a to ve formě klasické akciové společnosti upravené zákonem o obchodních korporacích nebo ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem.⁶⁷ Druhá z forem je specifická pouze pro investiční fondy a jinak než jako investiční fond nemůže být zřízena.

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem je právní formou, která umožňuje spojení výhod plynoucích z vlastní právní subjektivity (např. ochrany majetku akcionářů/investorů, možnosti vyšší míry zapojení do rozhodovacích procesů, pokud jde o zásadní otázky týkající se fondu) s výhodami otevřené formy subjektu kolektivního investování (vysoká likvidita investice, takže je tato forma vhodná i pro retailové investory). Společným rysem této právní formy je ve všech evropských zemích to, že na rozdíl od běžné akciové společnosti zákon nepředepisuje složitou proceduru pro navyšování a snižování základního kapitálu, ale k proměnám základního kapitálu dochází automaticky při vydávání a odkupování investičních akcií.

⁶⁵ Zdroj: Základní seznamy subjektů. ČNB. *Česká národní banka* [online]. [Praha]: Česká národní banka, © 2003-2018 [vid. 16. února 2018]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE

⁶⁶ Zdroj: Základní seznamy subjektů. ČNB. *Česká národní banka* [online]. [Praha]: Česká národní banka, © 2003-2018 [vid. 16. února 2018]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE

⁶⁷ Pro tento typ společnosti je také používáno označení SICAV z francouzského „*Société d'investissement à Capital Variable*.“

Zákonodárce dle mého názoru nešťastně použil pouze úpravu jistých odlišností od existujícího typu obchodní korporace namísto úpravy nového typu obchodní korporace. V důvodové zprávě k ZISIF, kterým byl SICAV do české právní úpravy zaveden, je uvedeno: „Cílem navrhovaného legislativního řešení je při co nejmenším zásahu do úpravy akciové společnosti v zákoně o obchodních korporacích umožnit, aby akciová společnost s proměnným základním kapitálem mohla bez přílišné administrativní zátěže, průtahů a nákladů měnit výši svého základního kapitálu vydáváním a odkupováním akcií. Zároveň se přebírá v zahraniční běžný princip „podfondů“, tj. účetně oddělených souborů majetku v rámci SICAVu. Navrhovaná ustanovení o podfondech vycházejí z obdobné úpravy v zahraničních právních předpisech (zejména v předpisech Lucemburska a Německa). Podfondy umožňují investorům vybírat z nabídky investičních strategií a přesouvat své investice mezi „podfondy“ v rámci jedné entity, tedy s nižšími nebo žádnými poplatky.“⁶⁸

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem je akciová společnost, která vydává akcie, s nimiž je spojeno právo akcionáře na jejich odkoupení na účet společnosti (investiční akcie), a jejíž obchodní firma obsahuje označení „investiční fond s proměnným základním kapitálem“, které může být nahrazeno zkratkou "SICAV" (§ 154 odst. 1 ZISIF).

SICAV vydává dvojí druh akcií (zakladatelské a investiční akcie). Se zakladatelskými akciemi není spojeno právo na odkoupení na účet společnosti, ale je s nimi spojeno právo na řízení společnosti (se zakladatelskými akciemi jsou spojena hlasovací práva na valné hromadě SICAV). S investičními akciemi je spojeno právo na odkoupení na účet společnosti, avšak není s nimi standardně spojeno hlasovací právo na valné hromadě.

Zakladatelské akcie jsou upisovány zakladateli SICAV, kteří se standardně podílejí na řízení SICAV. Do obchodního rejstříku se zapisuje pouze částka vložená do SICAV úpisem zakladatelských akcií. Investiční akcie slouží k nabízení investorům.

⁶⁸ Důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Základním rozdílem oproti běžné akciové společnosti je proměnnost základního kapitálu SICAV. Tato proměnnost (variabilita) spočívá v možnosti tu část základního kapitálu, která je představována investičními akciemi libovolně navyšovat a snižovat. Obdobně, jako v případě podílových listů, mohou být investiční akcie vydávány a odkupovány v neomezeném množství. Ke zvýšení nebo snížení kapitálu představovaného investičními akciemi tak dochází reálně upsáním nebo odkoupením investičních akcií, a to bez tradiční formální cesty zvyšování či snižování základního kapitálu akciové společnosti (včetně absence nutnosti tuto změnu kapitálu registrovat v obchodním rejstříku).

SICAV může vytvářet tzv. podfondy.⁶⁹ Podfond je účetně a majetkově oddělená část jmění SICAV. O majetkových poměrech podfondu, jakož i o dalších skutečnostech, se vede účetnictví tak, aby umožnilo sestavení účetní závěrky za každý jednotlivý podfond (§ 165 odst. 1 ZISIF).⁷⁰ Každý z těchto podfondů může sledovat odlišnou investiční strategii. Vztah SICAV a jím obhospodařovaných podfondů je obdobný vztahu investiční společnosti a jí obhospodařovaných podílových fondů.

S investičními akciemi vydanými k podfondu je spojeno právo podílu na zisku a právo na likvidačním zůstatku (v případě zániku podfondu s likvidací) pouze z hospodaření příslušného podfondu.

V klasické akciové společnosti neměl investor – akcionář prakticky možnost, jak z vlastní vůle bez součinnosti ostatních akcionářů ukončit svou investici. I za součinnosti ostatních se při částečném ukončování musely použít složité procedury snižování základního kapitálu (s ohledem na daňovou neefektivitu výplaty dividend).

⁶⁹ Ust. § 165 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

⁷⁰ Kupříkladu ust. § 5 (1) zákona č. 235/2004 Sb., zákon o dani z přidané hodnoty, ve znění pozdějších předpisů: „Osoba povinná k dani je fyzická nebo právnická osoba, která samostatně uskutečňuje ekonomické činnosti, pokud tento zákon nestanoví v § 5a jinak. Osobou povinnou k dani je i právnická osoba, která nebyla založena nebo zřízena za účelem podnikání, pokud uskutečňuje ekonomické činnosti.“ V otázce DPH plátcovství tak bylo nutné samostatné ust. § 4b (2) *Pro účely tohoto zákona se na svěřenský fond, podílový fond, podfond investičního fondu a organizační složku státu, která je účetní jednotkou, hledí jako na právnickou osobu.*

Níže popíši jednotlivé charakteristiky postavení investora (akcionáře) v investičním fondu ve formě akciové společnosti a zejména v podfondu SICAV.

a. Co dokládá vztah akcionáře k akciové společnosti?

Participace akcionáře na akciové společnosti je vyjádřena akciemi. Akcie může mít listinou formu nebo formu zaknihovanou. Zatímco u podílových fondů jsou standardem zaknihované podílové listy, v případě akciové společnosti klasického typu (tj. uzavřené) jsou standardem listinné akcie. Do uzavřeného typu akciové společnosti nemohou jednoduše vstupovat noví akcionáři, a proto je určena omezenému okruhu investorů, který je často dán již při založení společnosti.

Odlišná situace je však v případě investičních akcií SICAV, kdy se s ohledem na otevřenost této formy dává přednost zaknihovaným akciím (obdobně jako v případě otevřeného podílového fondu).

Akcionářem akciové společnosti s listinnými akciemi je ten, kdo je zapsán na seznamu akcionářů. Pro náležitosti seznamu akcionářů se použije zákon č. 92/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZOK“) tedy standardní právní úprava. Kolize nastává v okamžiku, kdy je třeba určit osobu odpovědnou za vedení seznamu akcionářů. Podle § 264 odst. 1 věta první ZOK, vede seznam akcionářů přímo společnost. Podle § 38 odst. 1 písm. h) ZISIF vede seznam vlastníků cenných papírů vydávaných fondem administrátor. Administrátorem však může být osoba od společnosti odlišná. Pro tento konflikt je dle mého názoru rozhodný speciální vztah ZISIF k ZOK, kdy seznam akcionářů investičního fondu vede administrátor, nikoli společnost.

V případě zaknihovaných akcií je akcionáři otevřen majetkový účet, na kterém je evidován příslušný počet akcií. Pravidla pro vedení evidence zaknihovaných akcií i rizika spojená s evidencí investičních akcií jsou totožná jako v případě podílových listů (viz kapitola č. 4.2.1.a.).

b. Jaká mají akcionáři práva?

Práva akcionářů uzavřené akciové společnosti a práva vlastníků zakladatelských akcií jsou stejná jako akcionářská práva stanovená ZOK. Zvláštní situace však nastává v případě investičních akcií.

S investičními akciemi mohou být spojena následující práva:

- právo na odkoupení na účet fondu, resp. podfondu,
- právo na výplatu podílu na zisku,
- právo na výplatu likvidačního zůstatku,
- právo podílet se na řízení fondu.

I v případě investičních akcií je možné zřizovat různé třídy těchto cenných papírů, se kterými mohou být spojena různá práva (obdobně jako v případě podílových listů, viz kapitola č. 4.2.1.b.).

ad i) Právo na odkoupení investiční akcie na účet fondu, resp. podfondu

Vydávání a odkupování investičních akcií probíhá obdobně jako v případě podílových listů (viz kapitola č. 4.2.1.b.).⁷¹

ad ii a iii) Právo na podíl na zisku a právo na podíl na likvidačním zůstatku

S podílovým listem může být spojeno právo na výplatu podílu na zisku (tzv. dividendové fondy) nebo se zisk nevyplácí a je reinvestován (tzv. růstové fondy). V současnosti jsou častější fondy, které zisk nevyplácí, ale reinvestují jej, neboť se jedná o daňově efektivnější řešení. Při výplatě dividendy je dividenda zdaněna srážkovou daní 15 %, zatímco v případě reinvestování je při realizaci zisku tento zisk osvobozen od daně za předpokladu, že investor dodržel tříletý časový test.⁷²

Právo na výplatu podílu na zisku a právo na výplatu podílu na likvidačním zůstatku je upraveno obdobně jako v případě podílových listů (viz kapitola č. 4.2.1.b.).⁷³

⁷¹ Ust. § 163 odst. 2 ZISIF „Pro vydávání a odkupování investičních akcií se § 130 až 140 použijí obdobně.“

⁷² Časový test představuje dobu mezi nabytím cenného papíru a jeho prodejem. Příjem z prodeje cenných papírů je osvobozen od daně z příjmů (bez ohledu na výši příjmů), pokud mezi nabytím a prodejem uplynula doba delší než tři roky. Ust. § 4 odst. 1 písm. w) zákona č. 586/1992, o daních z příjmu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Tento tříletý časový test platí od 1. 1. 2014. Cenné papíry pořízené podle úpravy do 31. 12. 2013 se vztahuje původní šestiměsíční časový test.

⁷³ Ust. § 164 odst. 3 věta první ZISIF „Práva akcionáře podílet se na zisku a na likvidačním zůstatku, jakož i další majetková práva, spojená s investiční akcií akciové společnosti s proměnným základním kapitálem,

ad iv) Právo podílet se na řízení fondu

S investiční akcií není standardně spojeno hlasovací právo. Zákon přiznává vlastníkům investičních akcií hlasovací právo pouze v případě stanoveném v § 162 odst. 2 ZISIF: „*Vyžaduje-li zákon hlasování na valné hromadě podle druhu akcií, je vlastník investiční akcie bez hlasovacího práva oprávněn na valné hromadě hlasovat.*“ Zákon však výslovně nestanoví, že hlasovací právo s investičními akciemi spojeno není.⁷⁴ Postavení vlastníků investičních akcií je tedy co do možnosti podílet se na řízení fondu na první pohled obdobné s postavením podílníka v podílovém fondu (bez zřízeného shromáždění podílníků).

Jde však o jen zdánlivou podobu. Na rozdíl od podílníka zůstávají vlastníkovu investičních akcií další práva spojená s akciemi plynoucí ze ZOK. I vlastník investičních akcií bez hlasovacího práva tak disponuje následujícími právy:

- právem na vysvětlení,⁷⁵
- právem uplatňovat návrhy a protináměry,⁷⁶
- právem účastnit se na valné hromadě.⁷⁷

kteřá nevytváří podfondy, se vztahují jen k majetku a dluhům z investiční činnosti této společnosti.“ a § 167 odst. 1 věta první ZISIF „Akciová společnost s proměnným základním kapitálem vydává ke každému podfondu investiční akcie, které představují stejné podíly na fondovém kapitálu toho podfondu. S investičními akciemi vydanými k podfondu je spojeno právo týkající se podílu na zisku jen z hospodaření tohoto podfondu a na likvidačním zůstatku jen při zániku tohoto podfondu s likvidací.“

⁷⁴ Toto by mělo být napraveno v rámci připravované novely ZISIF, která je aktuálně v přípravě Ministerstvem financí. K návrhu trhu na výslovnou úpravu omezení hlasovacích práv investičních akcionářů Ministerstvo financí uvedlo, že navrhne upřesnění do nového odstavce § 158 ZISIF, že s investiční akcií není spojeno hlasovací právo, nestanoví-li stanov y jinak. K zajištění jednotného výkladu pojmu „investiční akcie bez hlasovacích práv“ dále navrhuje upravit výslovně, že aplikace § 162 odst. 2 ZISIF nevede k tomu, že by investiční akcie byly považovány za investiční akcie s hlasovacími právy a že investiční akcie s hlasovacími právy jsou pouze takové, u kterých jsou dodatečně smluvně stanovená hlasovací práva.

⁷⁵ Ust. § 357 a násl. zákona č. 90/2012 S., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. ledna 2018].

⁷⁶ Ust. § 361 a násl. zákona č. 90/2012 S., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. ledna 2018].

Zejména právo účastnit se valné hromady je v případě investičních fondů značně nepraktické. Investiční fondy typu SICAV mohou sloužit je shromažďování prostředků od široké veřejnosti. Tato nepraktičnost tedy sebou přináší komplikace při svolávání valné hromady (nemožnost operativního rozhodování valné hromady). Absurdní by pak byla situace, kdy by se valné hromady rozhodli zúčastnit stovky investorů, a to zejména s ohledem na volbu místa ke konání valné hromady.

Postavení vlastníka investičních akcií v SICAV je tak silnější než postavení podílníka v podílovém fondu, neboť vlastník investičních akcií benefituje z úpravy akciové společnosti v ZOK. Tato relativní výhoda pro investora sebou však nese nemožnost obhospodařovatele efektivně spravovat fond.

Dle mého názoru považuje ZOK právo účasti na valné hromadě za neodejmutelné.⁷⁸

Přestože SICAV spojuje výhody podílového fondu a obchodní korporace, skutečnost, že nebyl v řadě jurisdikcí upraven jako samostatná forma obchodní společnosti, ale byla mu přizpůsobena již existující forma společnosti, není SICAV typem fondu, který by konkuroval podílovému fondu.

⁷⁷ Ust. § 353 zákona č. 90/2012 S., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů, In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. ledna 2018].

⁷⁸ Výkon tohoto práva v zásadě akcionářům, kteří závažným způsobem porušili stanovené povinnosti, neodnímá, jak to činí u některých jiných práv inkorporovaných do akcie. Stejná názor lze najít i v odborné literatuře: „*Ač v řadě případů odnímá akcionářům některá práva spojená s akcií, resp. zakazuje jim jejich výkon (ať z důvodu konfliktu zájmů, nebo jako sankční opatření), právo zúčastnit se valné hromady odebírá (spolu se všemi dalšími majetkovými i nemajetkovými právy) jen jako důsledek tak závažného porušení práva, že je třeba buď odejmout akcionáři, který se takového porušení dopustil, všechna akcionářská práva s tím, že toto odnětí je jen předstupněm zbavení postavení akcionáře (§ 526 ve vazbě na § 537 a násl. z. o. k.), nebo že je třeba vnutit osobám, které takové porušení připustily, akcie upsané v rozporu se zákonem a odnětím práv akcionáře je donutit ke splacení jejich emisního kursu (§ 299 odst. 2 z. o. k.). I v těchto případech však zůstávají (dočasně) odejmutá práva, včetně práva účasti na valné hromadě, do akcie inkorporována, a jakmile vlastníci těchto akcií splní vkladovou povinnost či akcie nabudou jiné osoby, mohou tato práva uplatňovat.“ ŠTENGLOVÁ, I. Lze akcionářům odejmout zákonem přiznaná práva, aneb kdy přestává být akcie akcií? Bulletin advokacie, publikováno: 21. 2. 2018. Dostupný z: <http://www.bulletin-advokacie.cz/lze-akcionarum-odejmout-zakonem-priznana-prava-aneb-kdy-prestava-byt-akcie-akcii?browser=mobi>*

c. Jak je oddělen majetek SICAV a podfondu?

Stejně jako v případě podílového fondu se o majetkových poměrech podfondu, jakož i o dalších skutečnostech vede účetnictví tak, aby umožnilo sestavení účetní závěrky za každý jednotlivý podfond. Zatímco majetek podílového fondu je samostatným souborem jmění,⁷⁹ podfond je pouze účetně a majetkově oddělená část jmění SICAV.⁸⁰

Podfond je v souladu s § 1 odst. 2 písm. l) zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, samostatnou účetní jednotkou. Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, považuje podílový fond za samostatného poplatníka daně z příjmu.⁸¹

Obdobně jako v případě podílového fondu je stanoveno, že závazky spojené s činnostmi podfondu jsou hrazeny z majetku tohoto podfondu.⁸²

Majetek v podfondu nelze použít ke splnění dluhu, který není dluhem téhož podfondu. Majetek podfondu není s ohledem na výše uvedené oddělen od majetku SICAV stejným způsobem, jako majetek investiční společnosti a podílového fondu. Majetek podfondu totiž zůstává majetkem SICAV.

Stejný problém jako v případě podílového fondu nastává v případě podfondu navenek. Vyžaduje-li jiný právní předpis nebo právní jednání údaje o vlastníkově, uvede se označení podfondu a údaje o investičním fondu, o jehož podfond se jedná.⁸³

⁷⁹ Srov. § 114 ZISIF „*O majetkových poměrech podílového fondu, jakož i o dalších skutečnostech, se vede účetnictví tak, aby umožnilo sestavení účetní závěrky za každý jednotlivý podílový fond.*“

⁸⁰ Ust. § 165 odst. 1 věta druhá zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

⁸¹ Ust. § 17 odst. 1 písm. d) zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

⁸² Ust. § 165 odst. 4 ZISIF „*K uspokojení pohledávky věřitele nebo akcionáře za akciovou společností s proměnným základním kapitálem vytvářející podfondy, která vznikla v souvislosti s její investiční činností v rámci určitého podfondu, lze použít pouze majetek v tomto podfondu.*“

⁸³ Srov. § 168 a § 105 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [vid. 11. srpna 2017].

V případě veřejných rejstříků je situace obdobná jako v případě podílových fondů. V případě katastru nemovitostí se však podařilo vyjednat sjednocující stanovisko, které pro podílové fondy chybí.⁸⁴

Katastry nemovitostí mají v případě SICAV zohlednit, zda SICAV tvoří podfond jakožto účetně a majetkově oddělenou část jejího jmění. Tato skutečnost musí být zřejmá z obchodního rejstříku s odkazem na ustanovení § 165 odst. 5 ZISIF, podle kterého se do obchodního rejstříku u SICAV zapisuje také údaj o tom, zda společnost může vytvářet podfondy. Naopak samotný podfond se do obchodního rejstříku nezapisuje.

Zahrnutí majetku do podfondu se zapisuje do katastru nemovitostí způsobem obdobným záznamu, neboť se nejedná o změnu vlastnického práva. Majetek, který SICAV zahrne do podfondu, zůstává nadále vlastnictvím této akciové společnosti, byť se na nakládání s ním vztahují určitá specifika. Ke vzniku podfondu se nevyžaduje souhlas České národní banky.

Podle ustanovení § 156 odst. 2 ZISIF připouštějí-li stanovy možnost vytvářet podfondy, určí mimo jiné také pravidla pro jejich vytváření. Majetek zahrnutý do podfondu se do katastru nemovitostí zapíše na základě potvrzení SICAV o zahrnutí části jmění společnosti do podfondu,⁸⁵ které bude obsahovat:

- označení příslušné akciové společnosti (SICAV) údaji podle ustanovení § 14 odst. 1 písm. b) zákona č. 256/2013 Sb., o katastru nemovitostí („**katastrální zákon**“), ve znění pozdějších předpisů,
- označení podfondu, do kterého se část jmění společnosti zahrnuje,
- označení nemovitostí podle ustanovení § 8 katastrálního zákona,
- potvrzení akciové společnosti, že podfond, do něhož se část jmění společnosti zahrnuje, již vznikl, a to v souladu s obecně závaznými právními předpisy a v souladu se stanovami vyčleňující akciové společnosti.

⁸⁴ Stanovisko Českého úřadu zeměměřického a katastrálního, odbor řízení územních orgánů, čj. 18929/2016-22, ze dne 27. 1. 2017. Dostupné ze zdrojů autorky.

⁸⁵ Kód listiny ČZUK 844.

d. Koho bude vlastník investičních akcií podfondu žalovat?

Procesní způsobilost SICAV ve vztahu k podfondu není, stejně jako v případě investiční společnosti a podílového fondu, jednoznačná.

Podle mého názoru není sporu o tom, kdo je pasivně legitimovaný. V případě sporu, jehož předmětem je majetek podfondu SICAV, je pasivně legitimovaný SICAV. Na rozdíl od podílového fondu, kdy majetek tohoto podfondu je samostatným souborem majetku, je však majetek podfondu stále součástí jmění SICAV. Z toho důvodu by tak nemělo být na překážku, aby výkon rozhodnutí zněl na majetek SICAV, kdy rozhodnutím statutárního orgánu SICAV dojde k úhradě z majetku podfondu.

Problém může však opět nastat v případě exekutorů, kteří na základě rozhodnutí, jehož výkon zní do majetku SICAV, mohou obstatit jednak majetek SICAV a jednak majetek všech jím obhospodařovaných podfondů. Proto považuji za nezbytné, aby v daném rozhodnutí byl vždy uveden konkrétní podfond, jehož se výkon rozhodnutí týká.

Čtvrtý dílčí závěr

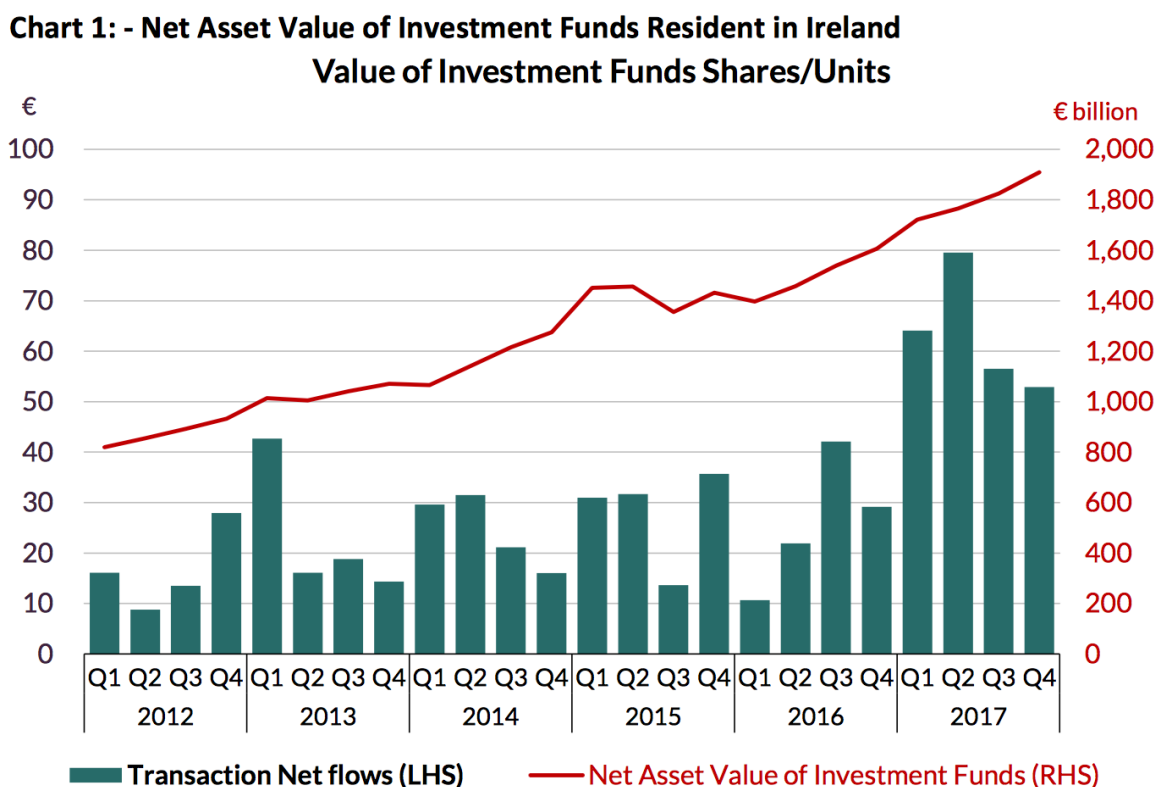
I když nejsou akciové společnosti s proměnným základním kapitálem (SICAV) tak rozšířenou formou investování jako podílové fondy, řada obhospodařovatelů se k jejich založení uchyluje. Důvodem může být jednak atraktivita nové investiční formy pro investory a jednak snaha eliminovat nevýhody podílového fondu. Otázkou však je, jestli právní osobnost SICAV zaručuje eliminaci těchto nedostatků. Podle mého názoru je SICAV s podfondy investiční entitou blízcí se podílovému fondu. Vztah SICAV a podfondu je obdobou vztahu investiční společnosti a podílového fondu. Nedostatky podílového fondu plynoucí z absence právní osobnosti se promítají v případě SICAV do podfondů a jsou totožné. Proto z pohledu ochrany investora není dle mého názoru SICAV lepší volbou. Naopak s sebou může s ohledem na krátkou dobu svého fungování v České republice přinášet řadu nejasností, co do postavení investora a snižovat tak míru jeho ochrany. Může však přinášet jisté výhody pro investora se zkušenostmi v oblasti investování a být vhodnou formou pro úpravu složitějších vztahů mezi investorem a obhospodařovatelem při alternativním investování například v oblasti private equity.

Pro účely této disertační práce však musím uzavřít s tím, že pro retailového investora je vhodnější formou investování podílový fond.

e. Jak je SICAV upraven v zahraničí?

Vzhledem k tomu, že česká právní úprava byla inspirována německou právní úpravou, která není nejlépe zpracovaná, popíšu fungování SICAV v Irsku, kde tato forma investičního fondu podle mého názoru nejlépe odpovídá potřebám investorů a kde obecně mají investiční fondy dlouhou historii a těší se velké oblibě.

Obr. 12 – Hodnota fondového kapitálu investičních fondů se sídlem v Irsku



Zdroj: Statistika Irské Centrální Banky 4Q - 2017⁸⁶

V Irsku existují následující dvě formy podobné českému SICAV:

- Investment Company with Variable Capital - entita založená na standardní korporátní regulaci akciové společnosti (dále jen „ICVC“), jejíž kvality jsou prověřeny časem a poskytuje tak značnou stabilitu pro

⁸⁶ Statistiky Irské centrální banky – Investiční ofndy 4Q – 2017. Central Bank of Ireland [online]. Cit. 18. 1. 2018. Dostupný z <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/statistics/data-and-analysis/other-financial-sector-statistics/investment-funds/information-release-on-investment-funds-statistics---2017-q4.pdf?sfvrsn=4>

zakladatele i investory fondu, a zároveň patří mezi jeden z největších úspěchů irského fondového sektoru.

- b) Irish Collective Asset-management Vehicle – nová struktura, která je právníckou osobou sui generis určená k fungování pouze fondů (dále jen „ICAV“).

Regulace irských fondů je poměrně rozsáhlá.⁸⁷ Jednotlivé právní formy investičních fondů jsou obecně upraveny v právních předpisech.⁸⁸

Kromě těchto právních forem byla přijata také nová právní forma ICAV (Irish Collective Asset-management Vehicle),⁸⁹ která jako pátý typ doplňuje právní formy

⁸⁷ Informace Central Bank of Ireland k AIFMD. AIF Rulebook z 19. července 2013. *Central Bank of Ireland* [online]. [Dublin]: Central Bank of Ireland [vid. 16. února 2018]. Dostupné z: <http://www.centralbank.ie/regulation/industry-sectors/funds/aifmd/Pages/default.aspx>

Informace Central Bank of Ireland k non-UCITS fondům. Introduction to Collective Investment Schemes Other Than UCITS (“NU”) *Central Bank of Ireland* [online]. [Dublin]: Central Bank of Ireland [vid. 18. ledna 2018]. Dostupné z: <http://www.centralbank.ie/regulation/industry-sectors/funds/non-ucits/Pages/default.aspx>

S.I. No. 352/2011 - European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011. Dostupné k 18. 1. 2018 zde:

<http://www.irishstatutebook.ie/2011/en/si/0352.html>

Především se jedná o S.I. No. 420/2015 - The Central Bank (Supervision and Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2015, dostupná k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2015/si/420/made/en/print>

⁸⁸ Těmito předpisy se rozumí:

Unit Trusts Act, 1990 pro trust <http://www.irishstatutebook.ie/1990/en/act/pub/0037/index.html>

Companies Act, 1990 Part XIII pro Investment companies <http://www.irishstatutebook.ie/1990/en/act/pub/0033/index.html>

Investment Limited Partnerships Act, 1994 pro Investment limited partnerships <http://www.irishstatutebook.ie/1994/en/act/pub/0024/index.html> Investment Funds, Companies and

Miscellaneous Provisions Act, 2005 pro Common contractual funds

<http://www.irishstatutebook.ie/2005/en/act/pub/0012/index.html> Irish Collective Asset-management Vehicles Bill 2014 pro ICAV <http://www.oireachtas.ie/viewdoc.asp?DocID=26838&&CatID=59>

způsobilé pro založení investičních fondů v Irsku. ICAV je výsledkem požadavků trhu k vytvoření vhodně daňově posuzované struktury z hlediska jejího nabízení ve Spojených státech amerických, a to tím, že si bude moci vybrat (tzv. “check the box”), zda má být posuzován jako daňově transparentní, nebo netransparentní entita z hlediska zdaňování.

Další výhodou významnou z hlediska fungování fondového sektoru je, že ICAV nemusí dodržovat některé evropské a irské předpisy pro standardní obchodní korporace (týkající se například účetnictví), čímž může lépe sledovat cíle investiční, než standardní korporátní pravidla společností dle Companies Act.⁹⁰

Jako struktura typu SICAV tak mohou být na základě definičních znaků SICAV nahlíženy dvě irské struktury, a to Investment company (ICVC) a ICAV.

⁸⁹ The ICAV is a new corporate vehicle designed for Irish investment funds. It will sit alongside the public limited company (“plc”), which has been the most successful and popular of the existing Irish collective investment fund vehicles to date. The ICAV is expected to be incorporated with the Central Bank of Ireland (the “Central Bank”) and will provide a tailor-made corporate fund vehicle for both UCITS and alternative investment funds (“AIFs”).

The ICAV legislation will modernise the corporate fund structure and is conceived specifically with the needs of investment funds in mind. As a bespoke corporate investment fund vehicle, a fund established as an ICAV will have the advantage that it will not be impacted by amendments to certain pieces of European and domestic company legislation that are targeted at trading companies rather than investment funds.

Informace dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.matheson.com/news-and-insights/article/new-corporate-structure-for-funds-the-icav#sthash.8fVnRSO.dpuf>

⁹⁰ Irish Fund Association: *One of the main highlights of the new Bill is that funds will not have to comply with certain Irish and European company law and accounting requirements, which target trading companies rather than investment funds. This means ICAVs will avoid some of the administrative costs that currently apply to investment companies, such as those incurred by the Companies Act.*

Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <https://www.irishfunds.ie/news-knowledge/newsletter/spring-2015-fund-focus-hong-kong/icav>

Právní osobnost

Na investment company se vztahuje obecná právní úprava společností dle irského práva a dále pak jsou zvláštní náležitosti upraveny v UCITS regulaci.⁹¹ ICVC může být jak standardním fondem (UCITS), tak i alternativním fondem (AIF).

Taková forma investment company musí mít v názvu označení „*investment company with variable capital*”⁹² a je založená prostřednictvím sepsání „Memorandum“ a „Articles of Association“ (stanov) jako Public limited company – obdoba české akciové společnosti. Také je požadováno schválení Centrální bankou Irska⁹³ a vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o korporaci, je vedena i v irském obchodním rejstříku (Irish Companies Registration Office). Právě vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o korporaci, je přiznávána ICAV i právní osobnost stejně jako jiným korporacím tohoto typu.

Na ICAV se nevztahuje Companies Act, proto celá jeho úprava je stanovena v samostatném legislativním předpise (tzv. ICAV Act⁹⁴). Založení probíhá prostřednictvím „*Instrument of Incorporation*”, které plní obdobnou roli jako „Memorandum“ a „Articles of Association“ u ICVC. ICAV tedy nemá právní osobnost i když je korporací.⁹⁵

⁹¹ Ust. Part II bod 6 písm. c) S.I. No. 352/2011, electronic Irish Statute Book (eISB). Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2011/si/352/made/en/pdf>

⁹² Ust. Part XI. Bod 40 odst. 2) S.I. No. 352/2011, electronic Irish Statute Book (eISB). Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2011/si/352/made/en/pdf>

⁹³ Art. 256.(1) Companies Act 1990, electronic Irish Statute Book (eISB). Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/1990/en/act/pub/0033/index.html>

⁹⁴ Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015 (ICAV Act), dostupný k 18. 1. 2018 zde: <https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

⁹⁵ ICAV Act: Section 2 — Definitions: „*In particular it defines the term “ICAV” as meaning an Irish Collective Asset — management Vehicle as the new body corporate type which the Act is designed to allow to be formed and operated.*“ Dostupný k 18. 1. 2018 zde: <https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

Variabilita kapitálu

ICVC má povinnost odkupovat akcie na žádost investora, přičemž je obecně stanoveno, že takovou povinnost má ICVC, když o odkup investor požádá.⁹⁶

ICAV získává kapitál tak, že vydává akcie bez jmenovité hodnoty. Tyto akcie tedy mají hodnotu odvozenou od net asset value (tzv. NAV) společnosti, tedy od hodnoty jejích aktiv očištěných o dluhy.⁹⁷ Je umožněno, aby byl založen jako otevřená i uzavřená struktura a může být tedy stanovena povinnost odkupovat vydané cenné papíry.⁹⁸ K umožnění odkupování vydaných cenných papírů se zavádí možnost ICAV nabývat vlastní cenné papíry.

Struktura fondu

ICVC může vytvářet podfondy,⁹⁹ resp. být založen jako tzv. „umbrella“ střešní fond, tedy se mu umožňuje vytvářet podfondy s odděleným majetkem a s různými investičními strategiemi. Závazky jednoho podfondu neovlivňují závazky jiného podfondu. Kromě podfondů také regulace umožňuje vytvářet různé třídy akcií jak v rámci fondu, tak v rámci podfondů, přičemž se nejedná o vyčleněný majetek, ale o různá nastavení, a to včetně měnového zajištění.¹⁰⁰

ICAV smí vytvářet jak podfondy,¹⁰¹ tak třídy akcií.¹⁰²

⁹⁶ Part XI. čl. 40. (1) S.I. No. 352/2011, electronic Irish Statute Book (eISB). Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2011/si/352/made/en/pdf>

⁹⁷ Čl. 6 odst. 3) písm (e) ICAV Act Dostupný k 18. 1. 2018 zde: <https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

⁹⁸ Čl. 46 odst. 1 ICAV Act., Čl. 6 odst. 3) písm. c) ICAV Act Dostupný k 18. 1. 2018 zde: <https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

⁹⁹ Ust. Part II bod 5 S.I. No. 352/2011, electronic Irish Statute Book (eISB). Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2011/si/352/made/en/pdf>

¹⁰⁰ Ust. čl. 26 S.I. No. 420/2015, electronic Irish Statute Book (eISB). Dostupné k 18. 1. 2018 zde: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2011/si/352/made/en/pdf>

¹⁰¹ Ust. čl. 35 ICAV Act Dostupný k 18. 1. 2018 zde: <https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

V zájmu právní jistoty je také stanoveno, že majetek v ICAV je majetkem ICAV, a nikoliv jeho investorů: „*The assets of an ICAV shall belong exclusively to the ICAV and no shareholder has any interest in the assets of the ICAV.*“¹⁰³

Příkladem, kde se regulace ICVC a ICAV liší v korporátních záležitostech ve prospěch speciální fondové úpravy ICAV, je kromě možnosti samostatného účetnictví pro každý podfond také například možnost změny zakladatelského dokumentu bez schválení tohoto kroku investory za podmínky, že se jedná o nemateriální změnu bez dopadu na zájmy investorů.

Pátý dílčí závěr

V kapitole 4.2.2 jsem popsala fungování SICAV a v závěru uvedla, že český zákonodárce se nevypořádal se zavedením této nové formy investování vhodně. Abych toto své tvrzení podpořila, popsala jsem úpravu obdobné investiční formy v zahraničí, a to v Irsku. Záměrně jsem zvolila Irsko s ohledem na dlouhou tradici, které má investování prostřednictvím investičních fondů v této jurisdikci.

Z popisu je patrné, že i irský zákonodárce nejprve zvolil formu vycházející z již existující obchodní korporace se subsidiárním použitím zavedené právní úpravy. Následně však zavedl novou formu (ICAV), které má samostatnou právní úpravu, nevychází z právní úpravy již existující právní entity a může tak jednoduše upravit fungování investiční entity.

Z pohledu obhospodařovatele tak nabízí daleko vyšší míru flexibility při strukturování i tohoto investičního vehiklu.

Z pohledu ochrany investora je rozhodné, jakým způsobem je v konkrétním případě ICAV strukturován a je tedy nezbytné, aby se investor velmi pečlivě seznámil se zakladatelskými dokumenty. Opět mohu uzavřít s tím, že jakákoli nestandardní forma (tj. forma odlišná od podílového fondu) sebou může přinášet výhody pro zkušeného investora. Pro běžného

¹⁰² Čl. 38 odst 3 ICAV Act Dostupný k 18. 1. 2018 zde:

<https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

¹⁰³ Čl. 38 odst. 4 ICAV Act Dostupný k 18. 1. 2018 zde:

<https://www.oireachtas.ie/documents/bills28/acts/2015/a215.pdf>

(retailového) investora je dle mého názoru z pohledu jeho ochrany nejvhodnější formou podílový fond.

3.3 Nabízení investic do investičních fondů

Způsob nabytí investice má pro ochranu investora zásadní význam. S ohledem na skutečnost, že podílový fond nemá právní osobnost, vstupuje investor do vztahu s investiční společností, nikoli s podílovým fondem. Vztah podílníka a investiční společnosti vzniká ze zákona na základě smlouvy o úpisu nebo jiné obdobné smlouvy, na základě které nabude investor podílové listy fondu. Podrobnosti tohoto vztahu jsou dále upraveny ve statutu fondu. Vztah investora k fondu s právní osobností je jednodušší. Spíš výjimečně však dochází k tomu, že by investor nabýval účastnické cenné papíry přímo od fondu. Účastnické cenné papíry investičního fondu lze nabýt těmito způsoby:

- přímo od administrátora, který je zároveň obhospodařovatelem fondu,
- prostřednictvím administrátora (který není obhospodařovatelem) nebo jiné investiční společnosti, která fond nevytvořila, ale nabízí jej na základě smlouvy s investiční společností, která je obhospodařovatelem,
- prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, který fondy nabízí,
- prostřednictvím investičního zprostředkovatele.

Výše uvedené způsoby nabytí účastnického cenného papíru mají zásadní význam pro ochranu investora, a to s ohledem na rozsah odpovědnosti osoby, která účastnické cenné papíry fondu nabízí. V rámci Evropské unie existují tři režimy regulace nabízení cenných papírů kolektivního investování a ty se odlišují podle subjektu, který tyto cenné papíry nabízí:

a) Režim AIFM¹⁰⁴

Tento režim se vztahuje na nabízení obhospodařovatelem, resp. administrátorem alternativních investičních fondů (speciálních fondů a fondů

¹⁰⁴ Režim podle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD) [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

kvalifikovaných investorů), jejichž domovským státem je členský stát Evropské unie.

b) Režim UCITS¹⁰⁵

Tento režim reguluje nabízení obhospodařovatelem, resp. administrátorem standardních fondů.

c) Režim MiFID¹⁰⁶

Tento režim upravuje nabízení prostřednictvím obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů a za určitých okolností ovlivňuje také nabízení investičních fondů v předchozích režimech.¹⁰⁷

Kombinace osoby, od které investor účastnické cenné papíry nabývá a režimu, kterému tato osoba podléhá, určuje základní pravidla pro nabízení účastnických cenných papírů a tím pádem také stanoví míru ochrany investora.

Jak v režimu UCITS, tak v režimu AIFM může být nabízení ovlivněno režimem MiFID, resp. pravidly stanovenými ZPKT, neboť transpozice MiFID byla provedena tímto zákonem. Režimy AIFM a UCITS stanoví obdobná pravidla pro nabízení alternativních (speciálních fondů a fondů kvalifikovaných investorů) a standardních fondů, proto pro tyto režimy budu dále používat společné označení „režim ZISIF,“ neboť

¹⁰⁵ Režim podle směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (UCITS IV) [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

¹⁰⁶ Režim podle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů (MiFID) [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

¹⁰⁷ Výčet režimů není kompletní, a to s ohledem na skutečnost, že vedle režimů AIFM a UCITS existuje ještě národní úprava vztahující se na obhospodařovatele neoprávněné přesáhnout rozhodný limit. Tito obhospodařovatelé jsou oprávněni obhospodařovat pouze některé fondy kvalifikovaných investorů a tím pádem se jedná o minimální skupinu fondů s nevýznamným dopadem na trh. Proto se jí dále v této disertační práci nebudu věnovat.

transpozice obou těchto směrnic byla provedena tímto zákonem. Pro ochranu investora je tedy rozhodné, jakou mírou ovlivňuje nabízení fondů ZPKT.

Nabízení účastnických cenných papírů je součástí administrace investičního fondu za předpokladu, že administrátor je zároveň obhospodařovatelem investičního fondu. V takovém případě není třeba speciálního povolení k nabízení investičních nástrojů nad rámec povolení k činnosti investiční společnosti. Administrátor, který je zároveň obhospodařovatelem, je tak oprávněn účastnické cenné papíry nabízet ze zákona.¹⁰⁸ V tomto případě jsme stále v režimu ZISIF.

Administrátor, který není obhospodařovatelem fondu, je oprávněn nabízet účastnické cenné papíry pouze, pokud má oprávnění poskytovat hlavní investiční službu přijímání a předávání pokynů podle § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF.¹⁰⁹ Povolení k poskytování hlavní investiční služby s sebou nese povinnost dodržovat pravidla pro nabízení stanovená pro poskytování investičních služeb (tzn. režim ZPKT).

Obchodník s cennými papíry a investiční zprostředkovatelem jsou oprávněni nabízet podílové listy na základě povolení k poskytování hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů.¹¹⁰ V obou těchto případech jsme tedy v režimu ZPKT. Pokud je nabytí účastnických cenných papírů zprostředkováno investičním zprostředkovatelem, jsou povinnosti stanovené ZPKT splňovány částečně investičním zprostředkovatelem přímo a částečně obchodníkem s cennými papíry, který následně obchod provede. Vzhledem ke skutečnosti, že investiční zprostředkovatel nemusí pokyn k provedení obchodu (nákupu podílových listů) předat jen obchodníkovi, ale také investiční společnosti, záleží následně na tom, v jakém režimu investiční společnost funguje (zda v režimu ZISIF nebo ZPKT).

¹⁰⁸ „K provádění administrace investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu osobou s příslušným povolením uděleným Českou národní bankou podle tohoto zákona se jiné oprávnění nevyžaduje“ § 39 odst. 2 první věta zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁰⁹ Ust. § 4 odst. 2 písm. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹¹⁰ Ust. § 4 odst. 2 písm. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Výše uvedené rozdělení má zásadní význam na odpovědnost osoby nabízející účastnické cenné papíry a tudíž na ochranu investora. ZPKT totiž stanoví mnohem přísnější pravidla pro nabízení než ZISIF.

Tento rozdíl se částečně setřel po 7. lednu 2018, kdy došlo k přijetí zákona č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Touto novelou ZISIF došlo k rozšíření povinností administrátora, který je zároveň obhospodařovatelem fondu o povinnost dodržovat pravidla jednání se zákazníky.¹¹¹ Pravidla jednání se zákazníky jsou přitom jednou z povinností, kterou musejí dodržovat osoby nabízející v režimu ZPKT.

Ust. § 39 odst. 5 ZISIF není transpozičním ustanovením. Žádná ze směrnic (UCITS, AIFMD, MiFID) nestanoví povinnost pro obhospodařovatele řídit se při nabízení cenných papírů jím obhospodařovaných fondů pravidly týkajícími se poskytování investičních služeb. V důvodové zprávě k této novele se uvádí: *„Protože k nabízení investic obhospodařovatelem ve vztahu k jím obhospodařovaným fondům se nevyžaduje oprávnění k poskytování investičních služeb, je vhodné vztáhnout i na tuto činnost pravidla jednání podle ZPKT, obdobně podle § 33 ZISIF. Zejména se bude jednat o povinnost provést test přiměřenosti (appropriateness test).“*¹¹²

Postavení administrátora fondu při nabízení jím obhospodařovaného fondu a při nabízení fondu třetí strany (obhospodařovatel s povolením podle § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF) však není totožné. Zatímco na obhospodařovatele s povolením podle § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF se použije většina ustanovení jako na obchodníka s cennými papíry a investičního zprostředkovatele a jejich postavení je tak téměř totožné (viz srovnání níže), na obhospodařovatele nabízejícího vlastní fond se použijí obdobně pouze pravidla jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky týkající se poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů.

¹¹¹ Ust. § 39 odst. 5 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění účinném do 12. 8. 2017. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 19. února 2018].

¹¹² Důvodová zpráva k zákonu č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Srovnání povinností osob nabízející cenné papíry kolektivního investování plynoucích ze ZPKT:

	Administrátor		Obchodník s cennými papíry	Investiční zprostřed.*
	bez povolení k poskytování inv. služby	s povolením k poskytování inv. služby		
pravidla obezřetnosti	NE	ANO	ANO	ANO
pravidla pro pověření jiného	NE	ANO	ANO	ANO
pravidla kapitálové přiměřenosti	NE	ANO	ANO	NE
deník obchodníka s cennými papíry	NE	ANO	ANO	ANO
odbornost osob	NE	ANO	ANO	ANO
jednání se zákazníky	ANO	ANO	ANO	ANO
vázané zástupce	NE	ANO	ANO	ANO
garanční fond obchodníků s cennými papíry	NE	NE	ANO	NE
informační povinnosti	NE	ANO	ANO	ANO

*tyto povinnosti plní sám nebo prostřednictvím subjektu, kterému pokyny předává, blíže viz kapitola IV.

Přestože se jedná fakticky o výkon jedné činnosti, je tato činnost regulována různou měrou, což sebou nese i rozdílnou míru ochrany investora. Je však třeba upozornit na skutečnost, že ZISIF také stanoví povinnosti pro obhospodařovatele fondů, které se zdají být svým obsahem velmi podobné těm stanoveným v ZPKT. Reálně se však jejich obsah liší, a to s ohledem na skutečnost, že nabízení investičních fondů je od nabízení jiných investičních nástrojů odlišné.¹¹³ Rozdílný režim povinností je tak ospravedlnitelný a

¹¹³ Investiční fondy mají na rozdíl od jiných investičních nástrojů pouze jedno převodní místo, kterým je investiční společnost nebo investiční fondy vydávající vydávající účastnické cenné papíry.

dvojí režim, který se na osoby nabízející účastnické cenné papíry fondů vztahuje, je pouze matoucí a vnáší podstatnou míru nejistoty.

Šestý dílčí závěr

Přes značnou komplikovanost dělení způsobů nabytí účastnických cenných papírů vydávaných investičními fondy, je zřejmé, že nejbezpečnější formou s ohledem na ochranu investora je nabytí prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, protože pouze na něj se vztahu v nejširší možné míře právní úprava ZPKT, tzn. pravidla MiFID.

I obhospodařovatel, resp. administrátor investičního fondu musí při nabízení dodržovat určitou míru těchto pravidel. Která ustanovené se přesně na obhospodařovatele, resp. administrátora vztahují, však není jasné a přináší to velkou míru nejistoty zejména do pravidel jednání se zákazníkem (investorem).

Z pohledu ochrany investora je dle mého názoru nabytí účast v investičním fondu prostřednictvím osoby, která poskytuje investiční služby (více viz část IV.)

Přesto k nabytí prostřednictvím obhospodařovatele, resp. administrátora může docházet například s ohledem na nižší konečnou cenu této služby (neplatí se za distribuci prostřednictvím obchodníka s cennými papíry), a proto se dále zaměřím na to, jaké jsou právními předpisy poskytovány garance ve vztahu k osobě obhospodařovatele a administrátora a v neposlední řadě také deponitáře, který je odpovědný za majetek v investičním fondu.

3.4 Osoby odpovědné investorovi za peněžní prostředky v investičním fondu

Aby bylo možné popsat ochranu investora při investování do investičních fondů, je nezbytné vymezit, které subjekty ve vztahu k investičním fondům vystupují, jaké jsou na ně kladeny regulatorní nároky a zejména stanovit rozsah jejich odpovědnosti, která je klíčová pro uplatnění nároků ze strany investora.

Subjekty, bez kterých nemůže investiční fond vykonávat svou činnost, resp. subjekty poskytující investičnímu fondu určité služby nebo vykonávající určité činnosti pro investiční fond jsou následující:

- a) obhospodařovatel (blíže viz kapitola 3.4.1),
- b) administrátor (blíže viz kapitola 3.4.2),
- c) deponitář (blíže viz kapitola 3.4.3).

3.4.1 Obhospodařovatel

V případě výběru investičního fondu by měl investor nejprve zhodnotit osobu obhospodařovatele, neboť této osobě svěruje prostřednictvím fondu své peněžní prostředky.

Osobou spravující majetek investičního fondu je obhospodařovatel. Pojem obhospodařovatel je novým pojmem zavedeným ZISIF. Zákonodárce přistoupil k zavedení tohoto pojmu poté, co směrnice AIFMD začala ve vztahu k investičním fondům rozlišovat dvě činnosti, a to obhospodařování a administraci.¹¹⁴

Do účinnosti ZISIF se jedinou činností prováděnou ve vztahu k investičnímu fondu rozumělo obhospodařování.¹¹⁵ ZISIF však po vzoru směrnice AIFMD začal

114 Viz příloha I směrnice AIFMD.

115 Blíže viz § 5a zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů a § 14 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů, ve srovnání s § 5 a § 38 ZISIF.

rozdílet mezi obhospodařováním¹¹⁶ a administrací investičního fondu. Subjektem oprávněným obhospodařovat majetek uvnitř investičního fondu je obhospodařovatel, který spravuje majetek tohoto fondu a řídí rizika spojená s investováním.¹¹⁷

Obhospodařovatelem investičního fondu je statutární orgán tohoto fondu. To je nová konstrukce, kterou přinesl ZISIF. Do účinnosti ZISIF mohl být obhospodařovatelem buď statutární orgán fondu, jednalo-li se o samosprávný fond, nebo investiční společnost (nesamosprávný fond).¹¹⁸ V takovém případě měl fond vlastní statutární orgán, který se podle ZKI nesměl podílet na rozhodování o investicích, neboť jeho osoby neměly příslušné povolení České národní banky. Vznikala tak patová situace, kdy statutárním orgánem byly osoby, které dle ZKI neměly oprávnění obchodně vést fond, avšak byly dne splatné soukromoprávní úpravy odpovědné za obchodní vedení tohoto fondu.

Česká národní banka jako orgán dohledu dokonce ve své odpovědi na kvalifikovaný dotaz tvrdila, že *„jednou z klíčových (zbytkových) funkcí představenstva nesamosprávného investičního fondu je na základě povinnosti péče řádného hospodáře, trochu paradoxně k exekutivní povaze tohoto orgánu, kontrola řádného obhospodařování majetku investiční společnosti. Kontrola dozorčí rady by pak měla spočívat v dohlížení na kontrolní činnost představenstva při výkonu podnikatelské činnosti (§ 197 odst. 1 ObchZ), nikoliv v kontrole činnosti investiční společnosti při obhospodařování majetku samotné, jinak totiž dozorčí rada přebírá exekutivní funkce a oslabuje svou kontrolní roli.“*¹¹⁹

116 Směrnice AIFMD používá pojem správa, namísto obhospodařování, které používá ZISIF. Správou se pak pro účely ZISIF rozumí užší činnost, konkrétně investiční rozhodování ve vztahu k majetku fondu.

117 Viz ust. § 5 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

118 Ust. § 4 odst. 6 ZKI *„Investiční fond může svěřit obhospodařování svého majetku investiční společnosti na základě smlouvy o obhospodařování majetku investičního fondu podle § 17 (dále jen "smlouva o obhospodařování").“*

119 Odpověď České národní banky na kvalifikovaný dotaz *„K možnosti nesamosprávného investičního fondu ovlivňovat rozhodování obhospodařující investiční společnosti,“* ze dne 17. 5. 2011 [online]. Česká národní banka [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z:

V praxi tak docházelo k udělování širokých plných mocí,¹²⁰ na základě kterých investiční společnosti obhospodařovaly majetek ve fondu a mnohdy bylo těžké určit, co ještě spadá do obhospodařování a o čem by si měl již statutární orgán rozhodovat sám.

Z pozice investora pak bylo velmi těžké určit, na kterou osobu se má obrátit v případě porušení povinnosti při obhospodařování majetku. ZISIF tak spojil odpovědnost statutárního orgánu a odpovědnost obhospodařovatele v jedné osobě. Zároveň bylo postaveno najisto, že

- 1) „Každý investiční fond může mít pouze jednoho obhospodařovatele“¹²¹ a
- 2) „Všechny podfondy jednoho investičního fondu musí mít téhož obhospodařovatele.“¹²²

a. Předpoklady pro výkon činnosti obhospodařovatele

Z pohledu ochrany investora je zásadní, že obhospodařovatelem, tedy osobou odpovědnou za správu majetku fondu, resp. investorova majetku, může být pouze osoba s povolením uděleným Českou národní bankou.¹²³ Předpoklady pro udělení povolení obhospodařovatele jsou s ohledem na ochranu investora zejména:¹²⁴

- a) sídlo a skutečné sídlo je nebo má být v České republice,

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/stanoviska_a_odpovedi/pdf/k_moznosti_nesam_ospravneho_investicniho_fondu.pdf

¹²⁰ Bylo nepraktické zastupovat fond na základě smlouvy o obhospodařování ve smyslu § 17 ZKI.

¹²¹ Ust. § 6 odst. 1 druhá věta zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹²² Ust. § 6 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹²³ Ust. § 5 ZISIF „Obhospodařovat investiční fond nesmí nikdo bez povolení uděleného Českou národní bankou podle tohoto zákona, nestanoví-li tento zákon nebo jiný právní předpis jinak.“

¹²⁴ Ust. § 479 ZISIF ve spojení s § 480 ZISIF a vyhláškou č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.

- b) společnost je důvěryhodná,
- c) společnost má věcné, organizační a personální předpoklady pro výkon takové činnosti,
- d) základní kapitál je splacen, počáteční kapitál včetně základního kapitálu má průhledný a nezávadný původ a nevznikají důvodné obavy, že nebude mít společnost průhledný a nezávadný původ kapitálu, a to ve výši, která umožňuje řádné obhospodařování investičních fondů nebo zahraničních investičních fondů,
- e) úzké propojení s jinou osobou nebrání výkonu dohledu nad společností,
- f) u fondů nebo korporací, které obhospodařuje nebo hodlá obhospodařovat, nevznikají důvodné obavy, že nebude zpřístupňovat investorům zákonné údaje,
- g) kvalifikovanou účast na společnosti budou mít pouze osoby splňující zákonné předpoklady.

Výše uvedené předpoklady mají být zárukou dostatečného kapitálu pro krytí případných nároků ze strany investora (kapitálová přiměřenost viz kapitola 4.4.2.a. i) níže), důvěryhodnosti a odborné způsobilosti osob, které fakticky řídí činnost obhospodařovatele (vedoucí osoby viz kapitola 4.4.2.a. iii) níže), důvěryhodnosti osob, které obhospodařovatele vlastní (kvalifikovaná účast viz kapitola 4.4.2.a. ii) níže) a dostatečného věcného, organizačního a personálního vybavení pro výkon činnosti obhospodařovatele (věcné, organizační a personální předpoklady viz kapitola 4.4.2.a. iv) níže).

i. Kapitálová přiměřenost

Pro externího obhospodařovatele (investiční společnost) je minimální výše počátečního kapitálu¹²⁵ stanovena na částku odpovídající 125 000 EUR, jde-li o počáteční kapitál. Počáteční kapitál interního obhospodařovatele (samosprávný investiční fond) musí

¹²⁵ Úprava vychází z čl. 7 odst. 1, 10 odst. 1 a 29 odst. 1 UCITS IV a z čl. 9 AIFMD, které odkazují na čl. 57 směrnice 2006/48/ES a na čl. 21 směrnice 2006/49/ES (obě souhrnně označované jako CRD). ZKI používal pojem „vlastní kapitál.“ Byla však sjednocena terminologie se zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a zaveden termín „počátečním kapitálu“ (initial capital).

činit alespoň částka odpovídající 300 000 EUR. Nižší požadavky jsou stanoveny pro tzv. podlimitní obhospodařovatele,¹²⁶ kteří musí dosáhnout počátečního kapitálu ve výši alespoň částce odpovídající 50 000 EUR.

Aby plnil počáteční kapitál svou základní funkci, tj. garanci solventnosti obhospodařovatele ve vztahu k investorovi, musí být po celou dobu existence obhospodařovatele průběžně doplňován,¹²⁷ umístěn pouze do likvidní věci v právním smyslu, jejíž přeměna na peněžní prostředky je možná v krátké době, přičemž tato věc neobsahuje spekulativní prvek¹²⁸ a zvýšen, pokud objem obhospodařovaného majetku dosáhne určité hranice.¹²⁹

¹²⁶ Podlimitním obhospodařovatelem je obhospodařovatel, který není oprávněn přesáhnout tzv. rozhodný limit. Toto oprávnění je uvedeno v povolení k činnosti konkrétního obhospodařovatele a určuje, které povinnosti se na obhospodařovatele vztahují. Určité typy fondů je oprávněn obhospodařovat pouze obhospodařovatel oprávněn přesáhnout rozhodný limit. V souladu s § 16 odst. 1 ZISIF Přesazení rozhodného limitu nastává, jakmile hodnota majetku všech investičních fondů a zahraničních investičních fondů a majetku podle § 15 odst. 1 právně nebo fakticky obhospodařovaných nebo spravovaného jednou osobou, překročí částku odpovídající

a) 100 000 000 EUR, nebo

b) 500 000 000 EUR,

1. není-li žádná část tohoto majetku nabyta s využitím pákového efektu a

2. k vyplacení nebo rozdělení tohoto majetku osobě, od níž byly shromážděny peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci do tohoto majetku, nemůže dojít dříve než po uplynutí 5 let ode dne jejich shromáždění.

¹²⁷ Ust. § 30 odst. 3 ZISIF „*Kapitál investiční společnosti, samosprávného investičního fondu a zahraniční osoby s povolením podle § 481 nesmí po celou dobu jejího nebo jeho trvání klesnout pod minimální výši počátečního kapitálu stanovenou v § 29 odst. 1, 2 nebo 3.*“

¹²⁸ Tento požadavek neplatí pro samosprávný investiční fond, neboť jeho majetek se používá pro zajištění faktické činnosti fondu. V tomto případě existuje rozpor mezi důvodovou zprávou k zákonu č. 240/2013 Sb. a komentářem k němu. Kdy důvodová zpráva stanoví, že „*Požadavky na počáteční kapitál jsou vyšší, to je ale kompenzováno tím, že na rozdíl od počátečního kapitálu investiční společnosti, lze tento majetek volně investovat podle uvážení obhospodařovatele, protože zde neexistují žádná omezení na to, jak smí zakladatel investovat majetek vložený při založení.*“ Komentář na druhou stranu uvádí, že počáteční kapitál odpovídající minimálnímu požadavku na něj by neměl být umístěn v aktivech se spekulativním prvkem (viz komentář k §

Sledování rizika poklesu počátečního kapitálu patří do základních činností řízení rizik, které je součástí řídicího a kontrolního systému obhospodařovatele. Obhospodařovatel se dopustí správního deliktu tím, že došlo k poklesu počátečního kapitálu a on této situaci mohl předejít.¹³⁰

Problém může nastat při výkladu pojmu počáteční kapitál ve vztahu k akciové společnosti s proměnným základním kapitálem.

Dle § 29 odst. 2 písm. b) ZISIF má mít samosprávný fond oprávněný přesáhnout rozhodný limit počáteční kapitál ve výši 300 000 EUR. Dle ust. § 29 odst. 4 písm. a) ZISIF zahrnuje počáteční kapitál mimo jiné "splacený základní kapitál (zapisovaný základní kapitál)." Směrnice AIFMD odkazuje co do výkladu pojmu počáteční kapitál na čl. 57 písm. a) a b) směrnice 2006/48/ES, ta v daném ustanovení odkazuje na čl. 22 směrnice 86/635/EHS, toto ustanovení definuje počáteční kapitál následujícím způsobem: „*Tato položka zahrnuje bez ohledu na konkrétní označení všechny částky, které jsou na základě právní formy předmětné instituce považovány ve smyslu vnitrostátních právních předpisů za vlastní kapitál.*“

Vzhledem k tomu, že právní úprava akciové společnosti s proměnným základním kapitálem (SICAV) vychází z jurisdikcí, ve které SICAV nemá žádný zapisovaný základní kapitál, resp. SICAV nemá zakladatelské akcie ve smyslu ZISIF, považujeme za nevhodné omezit počáteční kapitál SICAV v § 29 odst. 4 písm. a) ZISIF na zapisovaný základní kapitál.

32 ZISIF). Osobně bych k této problematice přistupovala s využitím principu proporcionality s ohledem na rizikovost investiční strategie investičního fondu a objem majetku v tomto fondu a po zohlednění těchto dvou faktorů bych udržovala část počátečního kapitálu v likvidních aktivech po vzoru investiční společnosti.

¹²⁹ Obhospodařovatel zvýší počáteční kapitál alespoň o částku, která se rovná 0,02 % ze součtu hodnot majetků jí obhospodařovaných investičních fondů a zahraničních investičních fondů převyšujícího částku odpovídající 250 000 000 EUR, nejvýše však na částku odpovídající 10 000 000 EUR.

¹³⁰ Nejvyšší správní soud toto judikoval ve vztahu k obchodníkovi s cennými papíry a tento případ se dá vztáhnout na obhospodařovatele analogicky (rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 17. 3. 2013, čj. 8 AfS 17/2012 – 375, publikováno ve sbírce NSS č. 6/2013, pod číslem 2822).

Dle mého názoru by ustanovení § 29 odst. 4 písm. a) ZISIF mělo být vykládáno tak, že počátečním kapitálem fondu je základní kapitál. Základním kapitálem SICAV je pak v souladu s § 155 odst. 1 ZISIF jeho fondový kapitál.

V souladu s § 29 odst. 2 písm. b) ZISIF musí mít samosprávný investiční fond oprávněný přesáhnout rozhodný limit počáteční kapitál ve výši 300 000 EUR. V souladu s § 30 odst. 3 ZISIF *„Kapitál investiční společnosti, samosprávného investičního fondu a zahraniční osoby s povolením podle § 481 nesmí po celou dobu jejího nebo jeho trvání klesnout pod minimální výši počátečního kapitálu stanovenou v § 29 odst. 1, 2 nebo 3.“*

ZISIF tedy rozlišuje mezi počátečním kapitálem a kapitálem (tj. majetkem, který musí fond udržovat po dobu své existence).

Pro výpočet počátečního kapitálu dokládaného před povolením k činnosti platí § 29 odst. 4 ZISIF, který stanoví, že: *„Počátečním kapitálem se pro účely tohoto zákona rozumí součet*

- a) splaceného základního kapitálu (zapisovaného základního kapitálu),*
- b) splaceného emisního ážia,*
- c) povinných rezervních fondů,*
- d) ostatních rezervních fondů vytvořených ze zisku po zdanění, s výjimkou rezervních fondů účelově vytvořených, a*
- e) rozdílu nerozděleného zisku z předchozích období, uvedeného v účetní závěrce ověřené auditorem a schválené valnou hromadou, o jehož rozdělení valná hromada nerozhodla, a neuhrazené ztráty z předchozích období včetně ztráty za minulá účetní období.*

Na základě výše uvedeného se do počátečního kapitálu nezapočítává majetek z investiční činnosti (tzn. majetek představovaný investičními akciemi). Po dobu existence fondu se pro výpočet použije § 30 odst. 4 ZISIF, který stanoví, že *„Základem pro určení výše kapitálu pro účely určení toho, zda výše kapitálu odpovídá požadavkům podle odstavců 1 a 3, je splacený základní kapitál, ke kterému se přičítají zejména povinné rezervní fondy, emisní ážio a nerozdělený zisk z předchozích období a od kterého se odečítá zejména hodnota nehmotného majetku a neuhrazená ztráta z předchozích období.“*

Zde už je uveden základní nikoli zapisovaný základní kapitál. Základním kapitálem se podle § 155 ZISIF rozumí fondový kapitál.

Na základě výše uvedeného se po udělení povolení k činnosti fondu do požadavků na kapitál samosprávného investičního fondu započítává i majetek představovaný investičními akciemi (tzn. také majetek v podfondech). Obdobný názor je uveden i v komentáři k § 29 odst. 2 „*Jde-li o akciovou společnost s proměnným základním kapitálem (SICAV), pak se do počátečního kapitálu započítává pouze splacený zapisovaný základní kapitál, tj. kapitál plynoucí z úpisu zakladatelských akcií...Naopak do own funds se v souladu s § 30 odst. 4 bude započítávat s ohledem na § 155 celý fondový kapitál (NAV) bez ohledu na to, zda jde o tzv. provozní majetek vymezený v § 16 n.v.i.t. nebo o investiční majetek, tj. do čeho investuje.*“¹³¹

ii. Kvalifikovaná účast

Nabývání, zvyšování, pozbývání kvalifikované účasti na obhospodařovateli je regulováno (Česká národní banka uděluje předchozí souhlas k jejímu nabytí), čímž jsou poskytovány další záruky pro investora. Kvalifikovanou účastí se v souladu s čl. 4 odst. 1 písm. ah) směrnice č. 2011/61/EU rozumí „*přímá nebo nepřímá účast na správci představující nejméně 10 % základního kapitálu podniku nebo hlasovacích práv v souladu s články 9 a 10 směrnice 2004/109/ES při zohlednění podmínek týkajících se sčítání účastí stanovených v čl. 12 odst. 4 a 5 uvedené směrnice, nebo umožňující uplatňovat podstatný vliv na řízení správce, jehož se daná účast týká.*“¹³²

Kvalifikovanou účastí se v souladu s českým právním řádem rozumí „*přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech právnické osoby nebo jejich součet, který představuje alespoň 10 % nebo umožňuje uplatňovat významný vliv na*

¹³¹ ŠOVAR, Jan, KRÁLÍK, Aleš, BERAN, Jiří, DOLEŽALOVÁ, Daniela, aj. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech (č. 240/2013 Sb.) – Komentář. Praha : Walters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-783-6, str. 113.

¹³² Ust. čl. 4 odst. 1 písm. ah) směrnice AIFMD.

její řízení. Pro účely výpočtu kvalifikované účasti se nepřihlíží k investičním akciím bez hlasovacích práv.“¹³³

Výše uvedená definice kvalifikované účasti se dostala do této podoby novelou, zákonem č. 204/2017 Sb., kterým byla přidána poslední věta „Pro účely výpočtu kvalifikované účasti se nepřihlíží k investičním akciím bez hlasovacích práv.“¹³⁴ Zákodárce v důvodové zprávě uvádí, že „Investiční akcie neslouží k řízení společnosti, ale k investování, neměly by být tedy pro účely kvalifikované účasti zohledňovány.“¹³⁵ Důvodová zpráva tak říká jasně to, co text zákona bohužel nereflektuje. S investičními akciemi by neměla být spojena nikdy kvalifikovaná účast, a to bez ohledu na to zda jsou s nimi spojena hlasovací práva či nikoli. Vůči komu tedy ochrana investora směřuje? Jsou investory i investiční akcionáři, kteří požívají plnou míru ochrany, avšak u nich dochází k udělování předchozího souhlasu s nabytím kvalifikované účasti a tím se od nich předpokládá aktivita v případě problémů fondu, které mohou být vyvolané obhospodařovatelem?

S investiční akcií jsou spojena určitá hlasovací práva vždy, neboť v souladu s § 162 odst. 2 ZISIF „vyžaduje-li zákon hlasování na valné hromadě podle druhu akcií, je vlastník investiční akcie bez hlasovacího práva oprávněn na valné hromadě hlasovat.“

Podle názoru autorky je spojení kvalifikované účasti s investičními akciemi nemožné z následujících důvodů:

Účelem udělování předchozího souhlasu k nabytí kvalifikované účasti je zajistit, že osoba, která nabude kvalifikovanou účast, je vhodná s ohledem na nutnost

¹³³ Ust. § 624 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹³⁴ Ust. § 624 odst. 2 věta druhá zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹³⁵ Aktualizovaná důvodová zpráva k části desáté, čl. XII (změna ZISIF) bod 60 (§ 624 odst. 2 ZISIF) k zákonu č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

zajistit řádné a obezřetné řízení správce.¹³⁶ V rámci povolovacího řízení je třeba České národní bance zejména doložit, že osoby s kvalifikovanou účastí jsou důvěryhodné a mají dostatečný kapitál s nezávadným původem.

Při posouzení finančního zdraví¹³⁷ navrhovaného nabyvatele musí vzít cílový orgán dohledu v úvahu povahu navrhovaného nabyvatele, jakož i míru vlivu, jež navrhovaný nabyvatel bude mít na cílový podnik po navrhovaném nabytí. Musí zahrnovat také schopnost navrhovaného nabyvatele poskytnout další kapitál cílovému podniku ve střednědobém horizontu, pokud by to bylo nutné, a jeho deklarované záměry, pokud jde o to, zda by tento dodatečný kapitál poskytl.

Cílový orgán dohledu musí posoudit schopnost cílového podniku vyhovět v době navrhovaného nabytí a nadále vyhovovat i po nabytí všem obezřetnostním požadavkům, včetně kapitálových požadavků, požadavků na likviditu a omezení velké angažovanosti, jakož i požadavků souvisejících s mechanismy pro správu a řízení, vnitřní kontrolou, řízením rizik a dodržováním předpisů. Obezřetnostní posuzování navrhovaného nabyvatele musí zahrnovat také jeho schopnost podpořit přiměřenou organizaci cílového podniku v rámci jeho nové skupiny. Jak cílový podnik, tak skupina musí mít jasné a transparentní mechanismy správy a řízení a přiměřenou organizaci.

Cílový orgán dohledu by měl rovněž zvážit, zda navrhovaný nabyvatel bude moci poskytnout cílovému podniku finanční podporu, kterou může potřebovat pro daný typ činnosti, jež uskutečňuje nebo plánuje uskutečňovat, nový kapitál, který cílový podnik může potřebovat pro budoucí růst své činnosti a zavedení jakýchkoliv jiných vhodných

¹³⁶ Ust. čl. 8 odst. 1 písm. d) AIFMD. Z anglického znění směrnice: „*the shareholders or members of the AIFM that have qualifying holdings are suitable taking into account the need to ensure the sound and prudent management of the AIFM*“; pojem „sound“ zde není v překladu správně reflektován. Jeho smyslem je zajistit finanční zdraví osoby, nikoli řádný výkon řízení.

¹³⁷ Orgán dohledu musí určit, zda je navrhovaný nabyvatel dostatečně zdravý z finančního hlediska tak, aby bylo zajištěno řádné a obezřetné řízení cílového podniku v dohledné budoucnosti (obvykle tři roky), a to s přihlédnutím k povaze navrhovaného nabyvatele i nabytí.

řešení, aby byly uspokojeny potřeby cílového podniku v oblasti dodatečného vlastního kapitálu.¹³⁸

V případě entit s proměnlivým kapitálem (podílový fond, akciová společnost s proměnným kapitálem) je vysoce nepraktické, aby docházelo k udělování předchozího souhlasu k nabývání kvalifikované účasti. Účast na entitě se totiž mění v čase v závislosti na tom, jak dochází k vydávání / odkupování účastnických cenných papírů.

Česká národní banka udělí předchozí souhlas k nabytí kvalifikované účasti, pokud jsou splněny následující předpoklady:¹³⁹

- a) osoba, která má nabýt kvalifikovanou účast na obhospodařovateli, je důvěryhodná a má dostatečné finanční zdroje, jejichž původ je nezávadný,
- b) vedoucí osoby právnické osoby, která má nabýt kvalifikovanou účast na obhospodařovateli, jsou důvěryhodné,
- c) osoba, která má nabýt kvalifikovanou účast, není majetkově ani personálně propojena s osobami, které by mohly bránit výkonu dohledu.

Tyto předpoklady mají být zárukou důvěryhodnosti a finančního zdraví osob, které vůči obhospodařovateli uplatňují významný vliv na řízení obhospodařovatele.

iii. Vedoucí osoby

Vedoucí osobou obhospodařovatele je osoba, která fakticky řídí činnost obhospodařovatele.¹⁴⁰

¹³⁸ Bod 8.4 a 13.4 až 13.8 Společných obecných pokynů k obezřetnostnímu posuzování nabývání nebo zvyšování kvalifikované účasti, https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Guidelines/JC_QH_GLs_CS.pdf

¹³⁹ Ust. § 522 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁴⁰ Ust. § 624 odst. 1 ZIFIF definuje vedoucí osobu takto: „*Vedoucí osobou se pro účely tohoto zákona rozumí statutární orgán, člen statutárního orgánu, ředitel právnické osoby nebo osoba, která jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby. Je-li statutárním orgánem nebo členem statutárního orgánu právnická*

Každá vedoucí osoba musí mít k výkonu své funkce předchozí souhlas České národní banky. Česká národní banka udělí souhlas pouze osobě:

- a) která dosáhla věku 18 let,
- b) která nemá omezenou svéprávnost,
- c) u níž nenastala skutečnost, která je překážkou provozování živnosti podle zákona upravujícího živnostenské podnikání,
- d) která je důvěryhodná,
- e) která je odborně způsobilá, přičemž má dostatečné znalosti a zkušenosti pro řádný výkon této funkce,
- f) která je vhodná z hlediska řádného a obezřetného výkonu činností obhospodařovatele,
- g) které v řádném výkonu funkce nebrání její profesní, podnikatelská nebo jiná obdobná činnost, například činnost u osoby s obdobným předmětem podnikání, a
- h) která má dostatečné zkušenosti se správou majetku, na který je zaměřena investiční strategie obhospodařovaného investičního fondu.

Výše uvedené předpoklady mají být zárukou důvěryhodnosti a odborné způsobilosti osob, které fakticky řídí činnost obhospodařovatele a zároveň mají zajistit předcházení vzniku střetu zájmů u těchto osob (§ 516 odst. 1 písm. g) ZISIF).

Předcházení vzniku střetu zájmů vedoucích osob zajišťuje i speciální úprava zákazu konkurence ve vztahu k ZOK. Jednání, kterým by se vedoucí osoba mohla dostat do kolize se zájmy investičního fondu, jehož je statutárním orgánem, se podmiňují souhlasem společníků.¹⁴¹ Vedoucí osoba má zároveň povinnost nevyvíjet žádnou aktivitu

osoba, vedoucí osobou se rozumí fyzická osoba, která je touto právníkou osobou zmocněna, aby jí ve statutárním orgánu zastupovala.“ Jedná se o transpozici článku 3 odst. 4 písm. ai) směrnice Evropské komise 2010/43/EU.

¹⁴¹ Ust. § 278 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

směrem k potenciálnímu cíli investice investičního fondu, tedy aby sám nebo na základě jeho rady jiný nezískal vztah k potenciálnímu cíli investice s cílem „předběhnout“ samotný investiční fond a profitovat z následného provedení investice tímto fondem.¹⁴²

Pro účely posouzení splnění podmínek stanovených v § 516 odst. 1 písm. f) a g) ZISIF se podle dlouhodobé a zavedené praxe ČNB posuzují případné negativní dopady působení navrhované osoby ve větším počtu společností, jakož i případné negativní dopady výkonu práce této osoby u různých zaměstnavatelů na řádný výkon funkce vedoucí osoby investiční společnosti, včetně posouzení těchto skutečností z hlediska řádného a obezřetného výkonu činnosti regulovaného subjektu.

Řádnému výkonu funkce může bránit zejména působení ve větším počtu společností nebo výkon práce u jiných zaměstnavatelů, neboť zde vzniká riziko časové vytíženosti těchto osob, které by mohlo vést k ohrožení výkonu řádné funkce v samosprávném investičním fondu. Při posuzování se zohledňuje i skutečnost, zda tyto společnosti budou s investičním fondem tvořit koncern.

Důvěryhodnost a odborná způsobilost jsou dalším předpokladem výkonu funkce vedoucí osoby, který má zajistit ochranu investora.¹⁴³ Odborná způsobilost představuje jednak znalosti a jednak zkušenosti s investováním do majetku, na který je zaměřena investiční strategie fondu. Obecně je vyžadováno vysokoškolské vzdělání a zkušenosti v rozsahu minimálně tří let. Přitom je relevantní praxe pouze v posledních 10 letech.

Zkušenosti se správou majetku se ve vztahu ke konkrétnímu zaměstnání dokládají následujícími informacemi:

- a) objem majetku pod správou,
- b) procentuální podíl, kterým se konkrétní vedoucí osoba podílela na správě majetku,

¹⁴² Další změnou je, že Česká národní banka nebude při posuzování řádného výkonu funkce přihlížet k tomu, zdali je osoba členem koncernu, jedná-li se o tzv. non-executive directors.

¹⁴³ Věstník České národní banky částka 13/2013 ze dne 6. prosince 2013 „Úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost“ dostupné na http://www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2013/download/v_2013_13_21413560.pdf

- c) typ majetku, o který šlo,
- d) reference,
- e) nejdůležitější transakce, na kterých se vedoucí osoby podílely.

V případě, že má navrhovaná osoba vykonávat funkci vedoucí osoby samosprávného investičního fondu, musí tato doložit, vedle dostatečných zkušeností se správou majetku, na který je zaměřena investiční strategie investičního fondu, také přiměřenou (alespoň dvouletou) manažerskou praxi. Při posuzování manažerské praxe Česká národní banka zohledňuje zejména rozsah pravomocí a náplň řídicí činnosti posuzované osoby ve funkcích, které posuzovaná osoba vykonávala v rámci své dosavadní praxe; a předmět činnosti posuzované osoby v konkrétní funkci, kterou posuzovaná osoba hodlá vykonávat. Česká národní banka posuzuje manažerskou praxi s přihlédnutím k ostatním podmínkám odborné způsobilosti.

Česká národní banka posuzuje znalosti osob případ od případu, a to vždy s přihlédnutím k ostatním podmínkám odborné způsobilosti (délce relevantní manažerské praxe a odborné praxe na finančním trhu).

iv. Věcné, organizační a personální předpoklady

Skutečnost, zda bude obhospodařovatel řádně plnit svou funkci vůči fondu, je dále dokládána dostatečným věcnými, organizačními a personálními předpoklady pro výkon této činnosti.

Podle § 480 odst. 1 písm. b) ve spojení s § 479 odst. 1 písm. c) ZISIF udělí ČNB povolení k činnosti samosprávného investičního fondu pouze tehdy, jestliže nejsou důvodné obavy, že taková společnost nebude mít v rozsahu, v jakém žádá o povolení k činnosti, ke dni zahájení činnosti věcné, organizační a personální předpoklady pro výkon takové činnosti umožňující naplnění plánu obchodní činnosti, a především je zřejmé, jakým způsobem bude zajišťováno operativní řízení, plnění investiční strategie, zajišťování compliance a vnitřní audit, řízení rizika, provádění finanční kontrola, řízení peněžní toky atd. K zajištění řádného a obezřetného výkonu činností obhospodařovatel investičního fondu dle § 19 ZISIF zavede, udržuje a uplatňuje řídicí a kontrolní systém. Kvalitativní kritéria řídicího a kontrolního systému jsou stanovena v § 20 ZISIF. Zákon také ukládá

obhospodařovateli investičního fondu udržovat a uplatňovat postupy a pravidla podle § 22 odst. 2 a odst. 3 ZISIF.

Základním dokumentem je v tomto ohledu plán obchodní činnosti, který pro licenční řízení připravují vedoucí osoby. Plán obchodní činnosti má jednak detailně obeznámit Českou národní banku s obchodním záměrem obhospodařovatele a zároveň prokázat, že osoby, které jsou navrhovány do funkce vedoucích osob, mají představu a zkušenosti s činností obhospodařování. Součástí plánu obchodní činnosti je také predikce finančních výkazů na tři účetní období (v rozsahu údajů účetní závěrky) spolu s komentářem k jednotlivým položkám. Plán má obsahovat základní východiska, na nichž je postaven, a popis způsobu zajištění vykonávaných činností v plánovaném rozsahu, včetně zaměření investiční strategie obhospodařovaných investičních fondů.

Dalším podkladem, který má prezentovat způsob zajištění jednotlivých činností ze strany obhospodařovatele, je jeho předpisová základna, která by měla pokrývat následující oblasti:

- a. řídicí a kontrolní systém,
- b. pravidla jednání při výkonu činnosti a při poskytování jiných služeb,
- c. pravidla a rozsah zpřístupňování informací a údajů investorům.

Výše uvedené oblasti jsou standardně popisovány v následujících vnitřních předpisech:

- a) Systém vnitřních předpisů,
- b) Organizační řád,
- c) Pracovní řád,
- d) Statut investičního výboru,
- e) Statut interního auditu,
- f) Metodika interního auditu,
- g) Podpisový řád,
- h) Spisový, archivační a skartační řád,
- i) Pravidla obezřetného podnikání,
- j) Pravidla pověření jiného,

- k) Účetní postupy,
- l) Vnitřní zásady k předcházení legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu,
- m) Pravidla jednání,
- n) Metodika oceňování,
- o) Pravidla pro obsluhu a správu informačního systému,
- p) Řízení rizik,
- q) Ochrana dat.

Sedmý dílčí závěr

Právními předpisy jsou poskytovány poměrně silné garance ve vztahu k osobě obhospodařovatele investičního fondu. Už samotná skutečnost, že obhospodařovatelem smí být pouze osoba s příslušným povolením České národní banky nebo zahraničního orgánu dohledu.

Z pohledu ochrany investora lze prostředky zajišťující schopnost obhospodařovatele dostát svým závazkům vůči investorovi rozdělit do dvou kategorií. Jednak prostředky zajišťující dostatečné finanční zázemí obhospodařovatele a jednak prostředky zajišťující dostatečné odborné zázemí obhospodařovatele. Ve druhé skupině jsou to pak požadavky kladené na odbornost osob, prostřednictvím kterých obhospodařovatel svou činnost vykonává (personální předpoklady zahrnující jednak požadavky na vedoucí osoby a dále požadavky na další osoby využívané obhospodařovatelem) a v neposlední řadě prostředky, které zajišťují výkon činnosti obhospodařovatele po věcné a technické stránce.

Finanční stability zajištěná kapitálovými požadavky, které musí být pravidelně reportovány a jsou tedy na pravidelné bázi ze strany České národní banky kontrolovány se zdá být dostatečná. Česká národní banka se však musí spoléhat na správnost údajů, které jí obhospodařovatel poskytne a ověření této správnosti neprobíhá ve všech případech, ale pouze ad hoc při kontrole na místě. O to větší pozornost by měla být vynaložena při schvalování osob s kvalifikovanou účastí, neboť tyto osoby mají zajistit finanční zdraví obhospodařovatele.

Neméně důležité jsou osoby fakticky vykonávající činnost obhospodařovatele. Těmi jsou jednak vedoucí osoby (standardně členové statutárního orgánu) a dále další osoby (vedoucí zaměstnanci a další pracovníci). I na ně jsou kladeny poměrně vysoké nároky ohledně jejich znalostí a zkušeností, které musí tyto osoby prokázat před udělením předchozího souhlasu k výkonu takové funkce (pro vedoucí osoby). Vedoucí osoby pak odpovídají za to, že vyberou dostatečně znalé a zkušené pracovníky pro výkon dalších činností obhospodařovatele.

Průběh licenčního řízení by tak měl zaručit, že investorovi budou poskytnuty dostatečná záruky v podobě osobě obhospodařovatele.

b. Odpovědnost obhospodařovatele

Obhospodařovatel odpovídá za správu majetku jím obhospodařovaného fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním.

Obhospodařovatel je povinen výše uvedené činnosti vykonávat s odbornou péčí.¹⁴⁴ V případě, že tak nečiní, je odpovědný za škodu takto vzniklou. Pojem odborná péče je definován v § 5 NOZ: „*Kdo se veřejně nebo ve styku s jinou osobou přihlásí k odbornému výkonu jako příslušník určitého povolání nebo stavu, dává tím najevo, že je schopen jednat se znalostí a pečlivostí, která je s jeho povoláním nebo stavem spojena. Jedná-li bez této odborné péče, jde to k jeho tíži. Proti vůli dotčené strany nelze zpochybnit povahu nebo platnost právního jednání jen proto, že jednal ten, kdo nemá ke své činnosti potřebné oprávnění, nebo komu je činnost zakázána.*“ Zákon tak pro obhospodařovatele stanoví vyšší míru odpovědnosti, než pro statutární orgán obchodní společnosti, který je povinen jednat s péčí řádného hospodáře.¹⁴⁵ Zákon spojuje s profesionalitou vyšší míru odpovědnosti, protože taková osoba má obecnou povinnost odborné péče. Jestliže taková osoba nevytvoří odbornou péči, uplatní se domněnka nedbalosti (§ 2912 odst. 2 NOZ). Soud nemůže takové osobě snížit povinnost k náhradě škody. Obecný zákaz zneužití postavení podnikatele stanoví § 433 NOZ. Postavení podnikatele podle § 420 NOZ není závislé napříště na veřejnoprávním oprávnění k podnikání, ale na systematickém výkonu činnosti. Z tohoto hlediska tedy nebude možno uplatnit proti smluvním partnerům nedostatky veřejnoprávního charakteru. Celým tímto kontextem se výrazně zvyšuje ochrana dobré víry.¹⁴⁶

„Řádný hospodář reprezentuje dostatečně rozumnou, vzdělanou, zkušenou a pečlivou osobu. Nemusí disponovat profesionálními znalostmi, schopnostmi a zkušenostmi

¹⁴⁴ Viz § 18 ZISIF „Obhospodařovatel investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu je povinen obhospodařovat tento fond s odbornou péčí.“

¹⁴⁵ Srov. § 51 a násl. ZOK „jedná s péčí řádného hospodáře ten, kdo jedná pečlivě a s potřebnými znalostmi a zároveň při podnikatelském rozhodování, v němž mohl v dobré víře rozumně předpokládat, že jedná informovaně a v obhajitelném zájmu obchodní korporace; to ovšem neplatí, pokud nejde o rozhodování učiněné s nezbytnou loajalitou k obchodní korporaci.“

¹⁴⁶ PELIKÁNOVÁ, I., PELIKÁN, R. NOZ v praxi: Odborná péče (§ 5). Bulletin advokacie, publikováno: 3. 6. 2014. Dostupný z: <http://www.bulletin-advokacie.cz/noz-v-praxi-odborna-pece-5>

*z oblasti práva, ekonomie, výroby, jež jsou při provozování daného podniku nezbytné. Není povinován odbornou péčí. Nevážou ho standardy lege artis. Musí ale umět včas rozpoznat, ve kterých případech a ve které fázi rozhodovacího procesu je třeba vyhledat pomoc profesionála.*¹⁴⁷

Odborná péče a péče řádného hospodáře společně stanoví povinnost členů statutárních orgánů zabránit způsobení škody na spravovaném majetku obchodní korporace. Zásadní je, že řádný hospodář nemusí být odborníkem na obor svého podnikání, postačí, pokud je odborníkem na správu společnosti a její řízení. Ke znalostem a odbornosti člena orgánu Nejvyšší soud ČR judikoval, že chybí-li orgánu potřebné znalosti, je povinen si je obstarat (sp. zn. 29 Cdo 2531/2008¹⁴⁸). Pokud ale takovými znalosti disponuje, je povinen je člen orgánu využít, jinak nejedná loajálně (sp. zn. 29 Cdo 1356/2011¹⁴⁹). Vidíme, že v osobě odborně erudovaného člena orgánu se povinnost péče prolíná s povinností loajality. Kdo nejedná odborně, ač může a je disponován, jedná neloajálně.

Z výše uvedeného plyne, že obhospodařovatel je odpovědný jednat s odbornou péčí, což přináší investorovi vyšší míru jistoty, než investice do standardní obchodní společnosti. To, společně se regulatorními požadavky na osobu obhospodařovatele (viz kapitoly 4.4:2.a.), zajišťuje investorovi řádově vyšší míru ochrany, než svěřením prostředků jakékoli jiné osobě mimo kapitálový trh.

Obhospodařovatel se nezabývá odpovědností ani delegací výkonu své činnosti nebo některé ze svých činností na třetí osobu tzv. pověřením jiného podle § 23 ZISIF). Pověřením jiného výkonem činnosti se obhospodařovatel nezabývá odpovědností za její řádný výkon, a tak je i nadále právě on povolán k náhradě případné újmy způsobené třetím osobám.

Asi nejvyšší garancí pro investora je povinnost obhospodařovatele udržovat kapitálovou přiměřenost, ze které by měl být obhospodařovatel schopen hradit újmu investorovi. Tato povinnost je kontinuální a s hodnotou aktiv pod správou se požadovaná výše kapitálu zvyšuje. „*Při překročení hodnoty obhospodařovaného majetku v částce 250 mil. EUR,*

¹⁴⁷ ČECH, P. Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. Právní rádce. 2007, č. 3, s. 4 an.

¹⁴⁸ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 30. 10. 2008, sp. zn. 29 Cdo 2531/2008.

¹⁴⁹ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 22. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 1356/2011.

a to maximálně na 10 mil. EUR. Ve vztahu k navýšení kapitálu se navrhuje využít diskrece obou směrnic a umožnit pokrytí z 50 % zárukou banky nebo pojišťovny. Dle směrnic se upřesňuje, že outsourcing nemá vliv na výpočet obhospodařovaného majetku (tj. započítávají se i fondy, které na základě pověření obhospodařuje jiná osoba, a naopak se nezapočítávají fondy, které obhospodařovatel obhospodařuje na základě pověření). AIFMD navíc vyžaduje i dodatečný kapitál k pokrytí odpovědnosti za škodu, který lze nahradit adekvátním pojištěním této odpovědnosti. UCITS IV toto nevyžaduje. Bližší podmínky stanovuje prováděcí nařízení k AIFMD (čl. 14 až 17 dle návrhu Evropské komise).¹⁵⁰

Osmý dílčí závěr

Z výše uvedeného plyne, že obhospodařovatel je odpovědný jednat s odbornou péčí, což přináší investorovi vyšší míru jistoty, než investice do standardní obchodní společnosti. To, společně se regulatorními požadavky na osobu obhospodařovatele (viz předchozí závěr), zajišťuje investorovi řádově vyšší míru ochrany, než svěření prostředků jakékoli jiné osobě mimo kapitálový trh.

¹⁵⁰ Revidovaná důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb. s. 30; Dostupné z: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Duvodova-zprava_2013_Duvodova-zprava-k-zakonu-240-2013.pdf s. 36

3.4.2 Administrátor

Obhospodařovatel může být zároveň administrátorem investičního fondu nebo činnost spočívající v administraci investičního fondu může vykonávat třetí osoba. Administrátorem může být právnická osoba, která má povolení pouze k administraci (tj. „hlavní administrátor“),¹⁵¹ nebo investiční společnost, která má povolení k obhospodařování i k administraci investičního fondu. Dále bude možné, aby administraci fondu prováděl zahraniční správce, pokud fond zároveň i obhospodařuje. Ve vyspělých zahraničních fondových úpravách (Irsko, Lucembursko) naopak není běžné, aby administrátorem fondu mohl být subjekt z jiného členského státu. Administrátorem v těchto státech vždy musí být osoba se sídlem v tomto státě.

Volba osoby administrátora má zásadní vliv na odpovědnost ve vztahu k investorovi. Za činnosti spočívající v obhospodařování je ve vztahu k investorovi odpovědný vždy obhospodařovatel, a to i v případě, že obhospodařováním nebo některou z činností spočívajících v obhospodařování pověří třetí osobu. Za činnosti spočívající v administraci je ve vztahu k investorovi odpovědný obhospodařovatel za předpokladu, že investiční fond také administruje (je administrátorem investičního fondu), a to i v případě, pokud touto činností nebo některou z jejích částí pověří třetí osobu. *„Předpokládá se, že administrátor bude hlavním kontaktním místem pro investory, včetně potenciálních investorů. Naopak nebude obhospodařovat majetek investičních fondů. Proto u něj téměř nehrozí, že by manipuloval s trhem nebo zneužil vnitřní informace v obdobném rozsahu, jako v případě obhospodařovatele (byť to zcela vyloučit nelze). Na druhou stranu, zatímco obhospodařovatel jedná v nejlepším zájmu investorů jím obhospodařovaných investičních fondů pouze zprostředkovaně, a to tím, že jedná v nejlepším zájmu jím obhospodařovaných investičních fondů, tak administrátor přichází do kontaktu s investory, a proto je u něj třeba klást o to větší*

¹⁵¹ Viz § 41 ZISIF. V Důvodové zprávě k ZISIF se uvádělo „Předpokládá se vznik specifického subjektu nazvaného hlavní administrátor, který se bude specializovat na administraci investičních fondů a který nebude oprávněn investiční fondy obhospodařovat.“ Tento předpoklad však nebyl naplněn. Pět let po platnosti ZISIF neexistuje v České republice jediný hlavní administrátor. Důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

*důraz na jednání v nejlepším zájmu těchto investorů. Neměl by jim proto například nabízet nevhodné produkty nebo poskytovat nepravdivé informace.*¹⁵²

V případě, že obhospodařovatel fond neadministruje a administrátorem je třetí osoba, je investorovi z administrace odpovědná tato třetí osoba nikoli obhospodařovatel. Toto neplatí v případě standardního fondu, kdy administrátorem takového fondu může být pouze jeho obhospodařovatel.¹⁵³

Administrace je vedle obhospodařování činností vykonávanou ve vztahu k investičnímu fondu. Administrace představuje činnost spočívající zejména v zajištění fungování fondu po procesní stránce. Činnosti, jež ji představují lze rozdělit do následujících oblastí:

- **Činnosti související s hodnotou majetku fondu** (§ 38 odst. 1 písm. a), e) a f) ZISIF)
 - vedení účetnictví,
 - oceňování majetku a dluhů fondu,
 - výpočet aktuální hodnoty cenného papíru a zaknihovaného cenného papíru vydávaného fondem.
- **Oznamovací, informační a komunikační činnost** (§ 38 odst. 1 písm. g), n) a o) ZISIF)
 - plnění povinností vztahujících se k daním, poplatkům nebo jiným obdobným peněžitým plněním,
 - uveřejňování, zpřístupňování a poskytování údajů a dokumentů podílníkům, obmyšleným nebo společníkům fondu a jiným osobám,
 - oznamování údajů a poskytování dokumentů, zejména České národní bance nebo orgánu dohledu jiného členského státu.

¹⁵² Revidovaná důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb. s. 39; Dostupné z: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Duvodova-zprava_2013_Duvodova-zprava-k-zakonu-240-2013.pdf

¹⁵³ Viz § 40 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

- **Kontrolní a poradenské činnosti** (§ 38 odst. 1 písm. b), c), d) a p) ZISIF)
 - poskytování právních služeb,
 - compliance a vnitřní audit,
 - vyřizování stížností a reklamací investorů,
 - výkon jiné činnosti související s hospodařením s hodnotami v majetku fondu, například
 - i. výkon poradenské činnosti týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek osobám, na nichž má fond majetkovou účast,
 - ii. poskytování služeb týkajících se přeměn obchodních společností nebo převodu obchodních závodů osobám, na nichž má fond majetkovou účast, a
 - iii. údržba jednotlivé věci v majetku fondu.
- **Distribuce a příprava dokumentů fondu** (§ 38 odst. 2 písm. b) a § 38 odst. 1 písm. k), l) a m) ZISIF)
 - nabízení investic do fondu,
 - vyhotovení a aktualizace výroční zprávy a pololetní zprávy fondu,
 - vyhotovení a aktualizace sdělení klíčových informací fondu nebo srovnatelného dokumentu podle práva cizího státu a provádění jeho změn,
 - vyhotovení propagačního sdělení týkajícího se fondu.
- **Činnosti související s cennými papíry vydanými fondem („transfer agency“)** (§ 38 odst. 1 písm. h), i), j), q) a r) a § 38 odst. 2 písm. a) ZISIF)
 - vedení seznamu vlastníků cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů vydávaných fondem,
 - rozdělování a vyplácení výnosů z majetku fondu,

- zajišťování vydávání, výměny a odkupování cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů vydávaných fondem,
- rozdělování a vyplácení peněžitých plnění v souvislosti se zrušením fondu,
- vedení evidence o vydávání a odkupování cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů vydávaných fondem,
- úschova cenných papírů a vedení evidence zaknihovaných cenných papírů vydávaných fondem.

Za další činnost administrátora (v zákoně neuvedenou) by se dala považovat komunikace s depozitářem fondu. Osobou, kterou primárně komunikuje s depozitářem fondu je administrátor (z titulu výpočtu NAV, oceňování, vydávání / odkupování cenných papírů fondu). Depozitář nicméně také dohlíží nakládání s majetkem fondu a je otázkou, jestli v takovém případě je to administrátor, přes kterého by měla probíhat komunikace s depozitářem nebo, zda má komunikovat s depozitářem jednotlivé transakce obhospodařovatel. Vzhledem k tomu, že administrátor standardně ve vztahu k fondu vykonává ty činnosti, které fond odlišují od klasické obchodní společnosti „*obecným pravidlem je to, že s investory a s Českou národní bankou komunikuje administrátor, zatímco obhospodařovatel se věnuje zejména samotné správě majetku. Klíčovou osobou však zůstává obhospodařovatel, který určuje obsah statutu investičního fondu a uzavírá smlouvu s depozitářem, hlavním podpůrcem a administrátorem tohoto fondu.*“¹⁵⁴ Obhospodařovatel tak určuje investiční zaměření fondu a má na starosti investiční rozhodová a řízení rizik s ním spojených a ve vztahu k hlavní činnosti fondu je tak klíčovou osobou. Ve vztahu k činnostem, které však fond odlišují od běžné obchodní společnosti je klíčovou osobou administrátor a proto je třeba zamezit se na administrátora i z hlediska ochrany investora.

¹⁵⁴ KRÁLÍK, A., Umožnění provádění administrace investičního fondu osobou odlišnou od obhospodařovatele tohoto fondu, *Obchodněprávní revue* č. 5/2013, s. 145.

a. Předpoklady pro výkon činnosti administrátora

Administrátorem fondu může být pouze osoba s povolením České národní banky. I jednotlivé činnosti, které jsou součástí administrace, může vykonávat pouze osoba mající pouze příslušné podnikatelské oprávnění a splňuje předpoklady stanovené zákonem.¹⁵⁵

Investičního fondu má povinnost mít pouze jednoho administrátora a v případě standardního fondu jím může být pouze obhospodařovatel.

Stejně, jako obhospodařovatel i administrátor musí dodržovat při výkonu činností ve vztahu k fondu následující principy:

- jedná s odbornou péčí,
- jedná řádně a obezřetně, k tomu udržuje a uplatňuje řídicí a kontrolní systém,
- má dostatečné personální vybavení přiměřené povaze, rozsahu a složitosti činnosti jím vykonávané,
- jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu podílníků, společníků a obmyšlených osob tohoto fondu,
- dodržuje pravidla pověření jiného.

i. Kapitálová přiměřenost

Vykonává-li administraci investičního fondu investiční společnost, musí dodržovat předpoklady pro kapitálovou přiměřenost stanovené pro investiční společnost, resp. obhospodařovatele. Vykonává-li administraci investičního fondu hlavní administrátor, musí mít tato osoba v souladu s § 57 odst. 1 ZISIF počáteční kapitál ve výši alespoň 50 000 EUR. Kapitál v této výši je hlavní administrátor povinen dodržovat po celou dobu své existence.

¹⁵⁵ Ust. § 50 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Z toho je patrné, že kapitálové požadavky na administrátora jsou podstatně nižší než na obhospodařovatele. Zákon neomezuje způsob nakládání s počátečním kapitálem, resp. s prostředky, které jej představují (povinnost obhospodařovatele umístit základní kapitál do likvidních prostředků). To je logické s ohledem na skutečnost, že významná škoda na majetku investora může, vzniknou ze špatného investičního rozhodnutí, které je v působnosti obhospodařovatel. Z činnosti administrátora samozřejmě může škoda investorovi vzniknout také, avšak pouze ve výjimečných případech bude mít fatální následky ve vztahu k celkové hodnotě investice (např. v případě nesprávného ocenění).

ii. Kvalifikovaná účast

Na posuzování osob s kvalifikovanou účastí jsou v souladu s § 482 písm. g) ZISIF stanoveny stejné nároky, jako v případě obhospodařovatele.

iii. Vedoucí osoby

Stejně tak jsou stanoveny obdobné požadavky na vedoucí osoby administrátora. Kdy stejně, jako obhospodařovatel musí mít administrátor dvě vedoucí osoby, které splní předpoklady stanovené v § 516 odst. 1 ZISIF. Existují zde však odlišnosti s ohledem na prokazování znalostí a zkušeností. V případě administrátora nemusí mít vedoucí osoby prokazovat dostatečné zkušenosti se správou majetku, na který je zaměřena investiční strategie obhospodařovaného investičního fondu, ale bude se po nich požadovat prokázání dostatečných znalostí a zkušeností ve vztahu k výkonu činnosti administrace. Na trhu aktuálně (k 25. 5. 2018) působí celkem 51 obhospodařovatelů a pouze 23 z nich má povolení provádět také administraci fondů. Osoby, které obhospodařují fond a nemá oprávnění jej administrovat tak tuto činnost musí zajistit prostřednictvím jiné k tomu oprávněné osoby. Touto osobou může být investiční společnost (aktuálně je oprávněno provádět administraci investičních fondů 23 investičních společností) nebo hlavní administrátor (existuje pouze jedna společnost s oprávněním k výkonu činnosti hlavního administrátora, tj. společnost RSJ Custody s.r.o.).

Tab. 2 - Investiční společnosti a pobočky zahraničních investičních společností

Stav k 25. 5. 2018, celkem nalezeno subjektů [31]:

IČO	Název instituce nebo označení osoby	Ulice	Město, obec	PSČ	Země	Datum od	Povolení k administraci
49241699	AKRO investiční společnost, a.s.	Slunná 547/25	Praha	16200	CZ	08.10.1993	ANO
27437558	AMISTA investiční společnost, a.s.	Pobřežní 620/3	Praha	18600	CZ	20.09.2006	ANO
28495349	AMISTA Trust Funds, investiční společnost, a.s.	Opletalova 1015/55	Praha	11000	CZ	29.01.2010	ANO
60196769	Amundi Czech Republic, investiční společnost, a.s.	Dlouhá 713/34	Praha	11000	CZ	01.05.1994	ANO
07048637	APRIN investiční společnost a.s.	Rohanské nábřeží 671/15	Praha	18600	CZ	15.12.2017	NE
03651185	Art of Finance investiční společnost, a.s.	Rohanské nábřeží 671/15	Praha	18600	CZ	19.12.2014	NE
27590241	AVANT investiční společnost, a.s.	Rohanské nábřeží 671/15	Praha	18600	CZ	04.04.2007	ANO
64579018	AXA investiční společnost a.s.	Lazarská 13/8	Praha	12000	CZ	22.09.2006	ANO
04113721	CARDUUS Asset Management, investiční společnost, a.s.	náměstí 14. října 642/17	Praha	15000	CZ	26.05.2015	NE
06876897	CODYA investiční společnost, a.s.	Poňava 135/50	Lelekovice	66431	CZ	10.02.2018	ANO
24837202	Conseq Funds investiční společnost, a.s.	Rybná 682/14	Praha	11000	CZ	11.05.2011	ANO
25677888	ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost	Radlická 333/150	Praha	15000	CZ	01.07.1998	ANO
03232051	DELTA Investiční společnost, a.s.	Americká 340/31	Praha	12000	CZ	24.07.2014	ANO
04107128	Erste Asset Management GmbH, pobočka Česká republika	Budějovická 1518/13a	Praha	14000	CZ	19.11.2015	NE
06704441	Fio investiční společnost, a.s.	V celnici 1028/10	Praha	11000	CZ	09.11.2017	ANO
43873766	Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s.	Na Pankráci 1720/123	Praha	14000	CZ	28.01.1992	ANO
04158911	INVESTIKA, investiční společnost, a.s.	Švédská 635/8	Praha	15000	CZ	11.06.2015	ANO
03890333	Jet Investment, a.s.	Hlinky 49/126	Brno	60300	CZ	16.03.2015	NE
47672684	J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s.	Pobřežní 297/14	Praha	18600	CZ	20.11.1992	ANO
24716006	Partners investiční společnost, a.s.	Türkova 2319/5b	Praha	14900	CZ	19.11.2010	ANO
05154197	Patria investiční společnost, a.s.	Jungmannova 745/24	Praha	11000	CZ	09.06.2016	ANO
26857791	PROSPERITA investiční společnost, a.s.	Nádražní 213/10	Ostrava	70200	CZ	21.06.2005	ANO
07007841	Proton investiční společnost, a.s.	Klimentská 1216/46	Praha	11000	CZ	02.02.2018	NE
27911497	QI investiční společnost, a.s.	Rybná 682/14	Praha	11000	CZ	17.05.2007	ANO
29146739	Raiffeisen investiční společnost a.s.	Hvězdova 1716/2b	Praha	14000	CZ	09.04.2013	ANO
24244601	REDSIDE investiční společnost, a.s.	V celnici 1031/4	Praha	11000	CZ	29.04.2013	ANO
27567117	REICO investiční společnost České spořitelny, a.s.	Antala Staška 2027/79	Praha	14000	CZ	27.11.2006	ANO
05357225	RSJ Investments investiční společnost a.s.	Na Florenci 2116/15	Praha	11000	CZ	20.12.2017	NE
27647188	TESLA investiční společnost, a.s.	Břehová 43/3	Praha	11000	CZ	10.05.2007	NE
60192445	WOOD & Company investiční společnost, a.s.	náměstí Republiky 1079/1a	Praha	11000	CZ	14.10.1993	ANO
24252654	ZFP Investments, investiční společnost, a.s.	Antala Staška 2027/79	Praha	14000	CZ	22.01.2013	ANO

Zdroj: Seznam subjektů vedený Českou národní bankou upravený autorkou

Za dostatečné zkušenosti s výkonem činností nezbytných pro řádný výkon funkce vedoucí osoby administrátora investičního fondu a zahraničního investičního fondu

považuje Česká národní banka „alespoň tříletou praxi v odborných funkcích, statutárních, dozorčích nebo správních orgánech především investiční společnosti, investičního fondu, penzijní společnosti, penzijního fondu nebo zahraniční osoby zabývající se obhospodařováním podle § 5 odst. 1 ZISIF nebo administrací podle § 38 odst. 1 až 3 ZISIF, případně výkon činnosti investičního makléře u obchodníka s cennými papíry, který zajišťoval provádění pokynů pro investiční společnost nebo investiční fond, nebo též výkon činnosti obhospodařovatele portfolia u obchodníka s cennými papíry, který zajišťoval obhospodařování majetku pro investiční společnost nebo investiční fond nebo u jiných osob, u nichž se dá nabýt obdobných zkušeností pro vedení obhospodařovatele nebo administrátora investičního fondu a zahraničního investičního fondu.“¹⁵⁶ S ohledem na omezený okruh osob, které aktuálně na trhu administraci vykonávají, je obtížné získat příslušné znalosti a zkušenosti. Navíc znalosti a zkušenosti ve vztahu k obhospodařování lze nabýt i výkonem činností pro klasické obchodní korporace, které daná aktiva nakupují do svého majetku. To je důvodem skutečnosti, že povolení k administraci fondů není aktuálně jednoduché získat a že většina investičních společností, které tímto oprávněním disponují, jej získali, nikoli jako samostatné oprávnění, ale v souvislosti s přechodnými ustanoveními zákona ZISIF. Na základě § 642 ZISIF „Povolení k činnosti investiční společnosti udělené podle dosavadních právních předpisů investiční společnosti, která ke dni nabytí účinnosti tohoto zákona obhospodařuje investiční fond, se ode dne nabytí účinnosti tohoto zákona považuje za povolení k činnosti investiční společnosti udělené podle tohoto zákona opravňující investiční společnost a) obhospodařovat investiční fondy a b) provádět administraci v rozsahu činností podle § 38 odst. 1.“

iv. Věcné, organizační a personální předpoklady

V souladu s § 482 písm. c) ZISIF udělí Česká národní banka povolení k činnosti hlavního administrátora obchodní společnosti, jestliže nejsou důvodné obavy, že hlavní administrátor nebude mít v rozsahu, v jakém žádá o povolení k činnosti, ke dni zahájení činnosti věcné, organizační a personální předpoklady pro výkon činnosti

¹⁵⁶ Úřední sdělení České národní banky ze dne 3. prosince 2013 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost Věstník ČNB částka 13/2013 ze dne 6. prosince 2013.

umožňující naplnění plánu obchodní činnosti a především je zřejmé, jakým způsobem bude zajišťováno operativní řízení, zajišťována compliance a vnitřní audit a kontrolována činnost osob, které hodlá pověřit výkonem některé činnosti, kterou zahrnuje administrace investičního fondu.

Co do věcných, organizačních a personálních předpokladů jsou na administrátora kladeny obdobné nároky, jako na obhospodařovatele. Platí tedy, že administrátor by měl mít:

Řídicí a kontrolní systém administrátora je vymezen v § 47 ZISIF. V případě, že je administrátor zároveň obhospodařovatelem fondu, rozšíří svůj řídicí a kontrolní systém také o požadavky uvedené v § 20 ZISIF. Řídicí a kontrolní systém je po formální stránce představován vnitřními předpisy administrátora, které by měly dostatečným způsobem popisovat postupy a procesy při výkonu administrace. Prakticky je pak řídicí a kontrolní systém realizován dodržováním těchto postupů a procesů ze strany administrátora, jeho statutárního orgánu, zaměstnanců a dalších osob, které se podílí na činnosti administrátora.

Vnitřní předpisy administrátora by měly pokrývat stejné oblasti, jako vnitřní předpisy obhospodařovatele.

I když zákon výslovně nestanoví, jako součást řídicího a kontrolního systému měl by administrátor upravit také oblast opatření proti praní špinavých peněz a stanovit vnitřní zásady k předcházení legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu (AML).

Devátý dílčí závěr

Právními předpisy jsou poskytovány ve vztahu k osobě administrátora investičního fondu obdobné garance, jako ve vztahu k obhospodařovateli. Stejně, jako obhospodařovatelem i administrátorem smí být pouze osoba s příslušným povolením České národní banky nebo zahraničního orgánu dohledu.

Rozdíl je v tom, že ve vztahu k administrátorovi je kladen větší důraz na věcné, technické a personální vybavení, namísto požadavků na finanční stabilitu. To je logické, neboť administrátor na rozdíl od obhospodařovatele nečiní investiční rozhodnutí a jeho pochybení tak majetek investora může ohrozit pouze nepřímo.

Činnost administrátora spočívá především v doplňkových činnostech, které však nejsou nevýznamné. Například oceňování a výpočet aktuální hodnoty fondového kapitálu jsou jednou z nejdůležitějších činností administrátora a zároveň jsou z pohledu ochrany investora nejvíce rizikové. Proto se jedná o oblast, kterou subsidiárně dohlíží i depozitář investičního fondu (viz následující kapitola).

Vzhledem k tomu, že administrátorem může být pouze osoba s patřičným povolením, měl by průběh licenčního řízení zaručit, že investorovi budou poskytnuty dostatečná záruky v podobě osobě administrátora.

b. Odpovědnost administrátora

Odpovědnost administrátora ve vztahu k investorovi za předpokladu, že administrátor je zároveň obhospodařovatelem je totožná s odpovědností obhospodařovatele popsané v kapitole 3.4.1.b.

V případě, že administrátor není zároveň obhospodařovatelem fondu je třeba podívat se na rozdělení činností mezi obhospodařovatelem a administrátorem. V případě, že má fond vlastního administrátora rozdílného od obhospodařovatele se totiž nejedná o pověření ze strany obhospodařovatele a obhospodařovatel tak za výkon činností administrace investorovi neodpovídá. Odpovědný investorovi je v takovém případě přímo administrátor. Administrátor má stejně jako obhospodařovatel povinnost jednat s odbornou péčí.

Administrátor je odpovědný za široký okruh činností vymezený výše, a to přímo investorovi. Obhospodařovatel by byl odpovědný pouze za předpokladu, že by uzavřel smlouvu o výkonu činnosti administrace s osobou, která nemá k takové činnosti příslušné oprávnění.

Existují však některé oblasti činností, kde se prolíná odpovědnost obhospodařovatele a administrátora. Otázkou jsou například informační a oznamovací povinnosti, které zákon svěřuje přímo obhospodařovateli – má je plnit obhospodařovatel nebo administrátor? Výkon této činnosti je vhodné upravit do smlouvy mezi obhospodařovatelem a administrátorem.

Za výkon některých činností pak administrátor odpovídá pouze v případě, že si to výslovně sjedná ve smlouvě s obhospodařovatelem (jinak jsou tyto činnosti součástí obhospodařování).¹⁵⁷

Dále existují činnosti, které sice spadají do administrace, avšak fakticky spadají do činnosti obhospodařovatel. Jedná se například o vyhotovení propagačního sdělení týkajícího se fondu. Administrátor sice odpovídá za obsah veškerých marketingových

¹⁵⁷ Například výkon poradenské činnosti týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek osobám, na nichž má fond majetkovou účast, poskytování služeb týkajících se přeměn obchodních společností nebo převodu obchodních závodů osobám, na nichž má fond majetkovou účast, a údržba jednotlivé věci v majetku fondu.

materiálů týkajících se fondu (např. za obsah webových stránek fondu, materiály předkládané investorům nebo jinak prezentované), avšak tvůrcem těchto materiálů je standardně obhospodařovatel. Ve vztahu k činnostem, které fakticky spadají do činnosti obhospodařovatele, avšak odpovědnost za ně ze zákona nese administrátor, je třeba si ve smlouvě mezi obhospodařovatelem a administrátorem jasně vymezit postup pro schvalování, předávání podkladů a veškerou součinnost nezbytnou k řádnému výkonu činností administrátorem.

Administrátorovi nelze než doporučit, aby si v takovém případě sjednal do smlouvy s obhospodařovatelem odpovědnost za škodu v případě porušení sjednaných ustanovení a regres k pokrytí případných nároků ze strany investorů.

Desátý dílčí závěr

Z výše uvedeného plyne, že administrátor je vůči investorovi samostatně odpovědný. Je také povinný jednat s odbornou péčí. To, společně se regulatorními požadavky na osobu administrátora (viz předchozí závěr), zajišťuje investorovi řádově vyšší míru ochrany, než svěřením prostředků jakékoli jiné osobě mimo kapitálový trh.

3.4.3 Depozitář

Jedním z dalších subjektů, který dohlíží na trh kolektivního investování, je tzv. depozitář. Je to osoba, jež je právně i majetkově oddělena od investičního fondu a administrátora. Je na nich nezávislá ve své činnosti depozitáře.¹⁵⁸

K 25. 5. 2018 byli do seznamu České národní banky zapsáni celkem čtyři depozitáři.

Obr. 13 – Výpis ze seznamu depozitářů vedeném Českou národní bankou



Depozitáři investičních fondů (stav ke dni 25.05.2018)

<< První stránka < Předchozí stránka > Následující stránka > Poslední stránka >>

Stav k 25.05.2018, celkem nalezeno subjektů [4]:

IČO	Obchodní název subjektu	Kontaktní adresa subjektu				Datum od
	Příjmení jméno / (tituly)	Ulice	Město, obec	PSČ	Země	
45244782	Česká spořitelna, a.s.	Olbrachtova 1929/62	Praha	14000	CZ	30.12.1991
00001350	Československá obchodní banka, a. s.	Radlická 333/150	Praha	15000	CZ	21.12.1964
45317054	Komerční banka, a.s.	Na příkopě 969/33	Praha	11000	CZ	05.03.1992
64948242	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	Želetavská 1525/1	Praha	14000	CZ	01.01.1996

Zobrazeny záznamy od 1. do 4. (z celkových 4 záznamů).
Download sestavy subjektů ve formátu XML
Download sestavy subjektů ve formátu Excel

Zdroj: Seznamy bank a dalších subjektů finančních trhu vedené Českou národní bankou

Depozitářem investičního fondu je osoba, která je na základě depozitářské smlouvy oprávněna

- mít v opatrování majetek investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu,
- zřídit a vést peněžní účty a evidovat pohyb veškerých peněžních prostředků náležících do majetku investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu a
- evidovat a kontrolovat stav jiného majetku investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu než majetku, který má v opatrování.¹⁵⁹

¹⁵⁸ Ust. § 61 ZISIF. K neslučitelnosti funkce depozitáře a obhospodařovatele, dále také Revidovaná důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb. s. 40-41; Dostupné z: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Duvodova-zprava_2013_Duvodova-zprava-k-zakonu-240-2013.pdf

Neslučitelnost funkce depozitáře a obhospodařovatele investičních fondů je jedním ze základních předpokladů ochrany majetku investora. Původně byla neslučitelnost těchto dvou funkcí povinná pouze pro standardní fondy. Nově jsou ale i speciální fondy a fondy kvalifikovaných investorů povinny mít depozitáře, který není zároveň obhospodařovatelem fondu.

Neslučitelnost funkcí funguje obousměrně. Nejen obhospodařovatel nesmí vykonávat funkci depozitáře (tedy opatrovat, kontrolovat a vést účty s peněžními prostředky), ale ani depozitář nesmí zasahovat do činnosti obhospodařovatele (podílet se na investičním rozhodování. *„Depozitář nesmí v žádném případě vykonávat nebo ovlivňovat činnosti jako je správa portfolia či řízení rizik fondu, což jsou základní činnosti obhospodařovatele. Proto depozitář zásadně vykonává kontrolu činnosti obhospodařovatele ex post, nezasahuje nijak do realizace investiční strategie fondu například formou ex ante kontroly příkazů, které od obhospodařovatele dostává. Pokud si přesto v rámci depozitářské smlouvy nějakou formu ex ante kontroly obhospodařovatel a depozitář mezi sebou nastaví, nesmí při ní docházet k „směšování“ obou funkcí (obhospodařovatele a depozitáře) například byť částečným přenosem výkonu některé ze základních činností obhospodařovatele na depozitáře.“*¹⁶⁰

Výše uvedený princip ex post kontroly depozitáře byl však v praxi překlenut výkladem České národní banky, která ve svém vyjádření uvedla, že *„kontrolní funkce depozitáře podle § 73 odst. 1 písm. f) a povinnost provádět pokyny za podmínek § 73 odst. 2 ZISIF se uplatňují ex ante na principu proporcionality, který umožňuje v případech, kdy kontrolu nelze provést předem nebo jen za nákladů neúměrných podstupovanému riziku pro fond a jeho investory, využít ex post přístupu.“*

¹⁵⁹ Ust. § 60 odst. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁶⁰ Důvodová zpráva k § 61 Z zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

Výklad České národní banky se opíral o §73 odst. 2. ZISIF, který stanoví povinnost depozitáře provádět příkazy obhospodařovatele fondu v souladu se statutem fondu a v souladu s depozitářskou smlouvou.

Výklad české národní banky však vychází z nepochopení smyslu tohoto ustanovení. Účelem tohoto ustanovení nemá být ex ante kontrola nakládání s majetkem fondu. Kontrola má směřovat vůči jiným pokynům než pokynům k nakládání s majetkem například *„alternativní investiční fond nebo správce jednající jménem alternativního investičního fondu musí dát depozitáři pokyn, aby pověřil úschovou finančních nástrojů místní subjekt.“*

Pokud by ustanovení § 73 odst. 2 ZISIF mělo směřovat ke kontrole nakládání s majetkem, měl by být jeho text v souladu s § 73 odst. 1 písm. f) ZISIF, kde je výslovně uvedeno, že *„...jsou prováděny příkazy obhospodařovatele směřující k nabytí nebo zcizení majetkových hodnot v majetku tohoto fondu.“*

V souvislosti s výkladem depozitáře se v červenci 2015 členové Asociace pro kapitálový trh ČR prostřednictvím této Asociace domluvili na níže uvedeném postupu:

- vytvoření best practice v rámci AKAT, který by shrnoval minimální standardy depozitářské kontroly v reakci na stanovisko ČNB (konkrétní nastavení by mělo být vždy na depozitáři a investiční společnosti, resp. fondu);
- formulace dotazu na ESMA, jehož cílem by bylo ověřit soulad výkladu ČNB s evropskou legislativou (s vědomím ČNB); do doby získání reakce ESMA postupovat dle best practice.

Tímto ustanovením by mělo být i jasně rozlišeno mezi odpovědností obhospodařovatele a depozitáře. Depozitář nesmí v žádném případě vykonávat nebo ovlivňovat činnosti jako je správa portfolia či řízení rizik fondu, což jsou základní činnosti obhospodařovatele. Proto depozitář zásadně vykonává kontrolu činnosti obhospodařovatele ex post, čímž nezasahuje nijak do realizace investiční strategie fondu.

Při výkonu činnosti depozitáře by měl depozitář přistupovat k jednotlivým činnostem na základě principu proporcionality. Proporcionalita se týká jak hodnoty transakce, podílu na majetku fondu, tak i dalších, jednoduše zjiřitelných okolností. Není např. proporcionální, pokud depozitář vůbec neprověřuje ocenění v případech, kdy mu je

předložen posudek znalce, bez ohledu na silné indicie, že ocenění neodpovídá reálné hodnotě nebo že se jeho hodnota změnila zcela účelově (např. pokud se hodnota účasti na obchodní společnosti výrazně mění během několika měsíců nahoru či dolů, aniž by se významně změnila okolnosti a aniž by posudek znalce takové výkyvy vysvětlil).

Výjimkou z ex post kontroly je kontrola procesů obhospodařovatele, které depozitář zkontroluje ex ante a objemově větších operací (nad běžný rámec činnosti fondu, které si obhospodařovatel a depozitář vyspecifikují)

Jeho funkcí je zajišťovat úschovu majetku a plnit příkazy investiční společnosti (fondu), které se týkají dispozic s majetkem investorů. Dohled provádí pomocí kontroly těchto příkazů a oddělenou úschovou celého majetku investorů na svém účtu.

Depozitář tedy představuje jakousi preventivní ochranu ještě před případným provedením nežádoucí operace. Již ze samotného důvodu, aby depozitář mohl řádně plnit svou funkci, je obecně povoleno, aby investiční společnost (fond) měla pouze jednoho depozitáře. Je tak zajištěno, aby pod dohledem byl všechn majetek a depozitář měl celkový přehled o dění ve společnosti.

Depozitář je soukromoprávní osobou, není veřejným subjektem, žádným orgánem státu. Především je jím banka, která má k této činnosti speciální povolení. Tato činnost je podnikáním na základě smlouvy mezi bankou a investiční společností (fondem).

Základní funkce depozitáře lze tedy dělit na:

- kontrolní funkce a
- evidenční funkce.

Pro fungování kontroly má zásadní vliv bankovní účet investičního fondu, který je veden depozitářem. Skrze tento účet se provádí kontrolní a evidenční činnost. Na tomto účtu se eviduje veškerý majetek investičního fondu, zjišťuje se, zda je správně vypočtena aktuální hodnota podílového listu či akcie investičního fondu apod.

Depozitář potřebuje ke své činnosti množství informací. Ty získává jak vedením bankovního účtu, tak i z dalších informací, které má za povinnost obhospodařovatel a administrátor depozitáři poskytovat.

Dle povahy zjištěných případných nedostatků má depozitář za povinnost buď určitý příkaz neprovést a konzultovat tuto situaci s obhospodařovatelem a administrátorem či v případě hrubého porušení neprodleně informovat státní orgán dohledu.

a. Předpoklady pro výkon činnosti depozitáře

Pro činnost depozitáře se nevydává speciální povolení. Je však stanoven okruh osob, které jsou oprávněny vykonávat depozitářskou činnost a tyto osoby se v souladu s § 596 odst. 1 písm. e) ZISIF zapisují do seznamu vedeného Českou národní bankou.

Depozitářem fondu kolektivního investování může být pouze

- a) banka se sídlem v České republice,
- b) zahraniční banka, která má pobočku umístěnou v České republice,
- c) obchodník s cennými papíry, který není bankou a který
 - je povinen dodržovat kapitálovou přiměřenost podle § 8a odst. 1 ZPKT a
 - má povolení k poskytování investiční služby úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb, nebo
- d) zahraniční osoba, která:
 - má povolení orgánu dohledu jiného členského státu k poskytování investiční služby úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb,
 - poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím pobočky obchodního závodu a
 - je povinna dodržovat kapitálovou přiměřenost srovnatelně podle § 8a odst. 1 ZPKT.

Výše uvedené osoby však nesmí vykonávat činnost depozitáře bez dalšího. Depozitář musí mít vytvořeny předpoklady k plnění svých povinností vůči investičnímu fondu. Tyto povinnosti ověřuje Česká národní banka předtím, než zapíše depozitáře do

seznamu. Aby Česká národní banka zapsala depozitáře do seznamu, musí depozitář mimo jiné doložit:

- a) záměr žadatele ve vztahu k výkonu činností depozitáře a, je-li žadatelem osoba podléhající dohledu České národní banky, též předpokládané dopady výkonu činností depozitáře do obchodního plánu žadatele,
- b) věcné a organizační předpoklady žadatele k zajištění činností depozitáře, zejména povinností souvisejících se zajištěním jednotlivých služeb, které má žadatel jako depozitář poskytovat,
- c) životopis obsahující údaje o vzdělání a o odborné praxi
 - vedoucí osoby organizačního útvaru, do jehož kompetence spadá činnost depozitáře, je-li žadatel právnickou osobou, nebo
 - žadatele, je-li fyzickou osobou, a
 - dalších osob, které budou zabezpečovat činnosti depozitáře,
- d) vnitřní předpisy upravující postupy k řízení a omezování střetu zájmů podle § 64 ZISIF a oddělení výkonu jiné činnosti od výkonu činnosti depozitáře podle § 65 ZISIF,¹⁶¹
- e) návrh smlouvy o pověření jiné osoby výkonem činností, pokud žadatel, který má být depozitářem investičního fondu, hodlá pověřit výkonem činností uvedených v § 71 odst. 1 ZISIF jinou osobu, a postupy pro kontrolu výkonu činností, kterými má být tato osoba pověřena, a
- f) další doklady prokazující splnění předpokladů k plnění povinnosti depozitáře vyplývající ze zákona a z přímo použitelných předpisů Evropské unie, pokud se tyto předpisy na depozitáře vztahují.¹⁶²

¹⁶¹ Jisté výjimky lze uplatnit v případě použití tzv. konceptu čínských zdí, což jsou „*nehmotné bariéry na šíření informací v rámci jedné finanční instituce*“ JÍLEK, J.: Finanční trhy a investování. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4, str. 111 an.

¹⁶² Ust. § 29 vyhlášky č. 247/2013 Sb.

Za určitých okolností může být depozitářem fondu kvalifikovaných investorů také notář. AIFMD stanovila možnost národní diskrece pro možnost stanovit notáře fondům obhospodařovaným správcem, který není oprávněn přesáhnout rozhodný limit. Možnost stanovit, že depozitářem některých fondů kvalifikovaných investorů může být i jiná osoba než banka nebo obchodník s cennými papíry, konkrétně například notář, advokát nebo registrátor (soukromá osoba, na niž byla zákonem delegována působnost vést veřejný rejstřík). Český zákonodárce využil diskrece dané AIFMD pouze částečně, a to ve vztahu k notářům a k fondům kvalifikovaných investorů. Notář, který je depozitářem fondu kvalifikovaných investorů musí mít vytvořeny předpoklady k plnění povinností depozitáře fondu kvalifikovaných investorů vyplývajících ze ZISIF. Notář přitom může být depozitářem pouze fondů, které investují do zákonem daného okruhu aktiv, a to s ohledem na skutečnost, aby mohl tato aktiva uschovávat. Využit notáře je tak možné pouze v případě fondů investujících do kapitálových účastí. Cenné papíry představující takovou kapitálovou účast potom notář přijímá do své úschovy.

Jedenáctý dílčí závěr

Vcelku lze říct, že depozitář hraje důležitou roli na poli ochrany investorů. Jeho hlavní výhodou je přímá a každodenní kontrola prováděná zejména díky bankovnímu účtu, na němž je veden majetek investiční fondu. I v případě, že prostředky fondu jsou uloženy u jiného subjektu (bankovní účet otevřený v jiné bance nebo aktiva jiná než peněžní prostředky), vykonává depozitář kontrolu jinými prostředky (například přístupy k účtům v jiné bance, kontrola veřejných registrů a podobně).

Existence depozitáře tak nade vši pochybnost zvyšuje míru ochrany investora. V České republice jsou pak povinnosti depozitáře rozsáhlejší v porovnání se zbytkem Evropské unie, a to zejména s ohledem na skutečnost, že díky výkladu České národní banky je kontrola depozitáře vykonávána v některých případech ex ante.

Sice se neztotožňuji s výkladem České národní banky a dle mého názoru jde nad rámec zákona a je v rozporu s Evropskou legislativou, z pohledu ochrany investora jde však o významný prvek. Depozitář může zabránit nakládání s majetkem fondu, se kterým nebude souhlasit. Otázka je, zda má depozitář dostatečné znalosti a zkušenosti na to, aby mohl posoudit vhodnost takového zásahu. V žádném případě by neměl zasahovat do investičních

rozhodnutí obhospodařovatele, neboť v takovém případě by mohl být zásah depozitáře spíše na škodu.

b. Odpovědnost depozitáře

Depozitář odpovídá investorům za škodu způsobenou porušením povinností depozitáře. Rozsah povinností depozitáře je přitom dán zákonem (ZISIF). Pokud v důsledku ujednání mezi fondem a depozitářem v depozitářské smlouvě dojde k omezení rozsahu povinností depozitáře, dojde tím i k odpovídajícímu omezení rozsahu odpovědnosti depozitáře za škodu. Odpovědnost vůči investorům tak v plném rozsahu ponese pouze obhospodařovatel a nebo administrátor.

Odpovědnost depozitáře byla značně posílena v souvislosti s transpozicí směrnic AIFMD a UCITS V. Odpovědnost depozitáře je v některých případech absolutní, a to zejména v případě ztráty investičních nástrojů, které má depozitář v opatrování. Podle § 81 ZISIF *„Dojde-li ke ztrátě investičních nástrojů, které má depozitář fondu kolektivního investování v opatrování podle § 71 odst. 1 písm. a) části věty před středníkem nebo úschově investičních nástrojů podle § 71 odst. 1 písm. b), depozitář nahradí tomuto fondu bez zbytečného odkladu újmu z toho vzniklou; přitom nerozhoduje, zda depozitář pověřil výkonem některé činnosti jiného.“* Depozitář se může vyvinít pouze v zákonem daných případech.

K odpovědnosti depozitáře se v minulosti vyjádřila i judikatura. Ta sice vycházela z původního zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Některé závěry však lze použít i dnes.

„Soud poukázal na ustanovení § 415 a § 420 odst. 1 a 3 zákona č.40/1964 Sb., občanského zákoníku (dále též jen „obč. zák.“) a na ustanovení § 31 a § 32 zákona č. 248/1992 Sb., s tím, že zásadní otázkou sporu je otázka, zda depozitáře lze činit odpovědným za škodu, která měla vzniknout výběrem finančních prostředků z účtu podílového fondu vedeného u depozitáře a výběrem finančních prostředků v hotovosti z pokladny investiční společnosti, respektive zda v takovém případě existuje příčinná souvislost mezi jednáním depozitáře a případnou škodou. Přitom soud uzavřel, že depozitář investičního fondu neměl ze zákona povinnost „úplné kontroly majetku v

podílovém fondu“. Neměl totiž k dispozici ani žádné zákonné prostředky k tomu, aby mohl provádět kontrolu výše finančních prostředků v pokladně investiční společnosti. Ani při výběru finančních prostředků v hotovosti u depozitáře nemohl depozitář činit dotazy k jakému účelu se tak děje a taková povinnost mu neplynula ani z uzavřené smlouvy. ¹⁶³

Odvolací soud uzavřel s tím, že „Povinností depozitáře není kontrolovat ty prostředky, které neprocházely účty vedenými depozitářem pro investiční společnost a investiční fond (§ 31 zákona č. 248/1992 Sb.).“ ¹⁶⁴ Žalobce dovozoval povinnost „úplné kontroly majetku v podílovém fondu“, a to z ustanovení § 17 a násl. a § 23 a násl., ve spojení s § 32 zákona č. 248/1992 Sb. V těchto částech zákona (část pátá a šestá) byla stanovena pravidla pro hospodaření s majetkem fondů (jak podílového, tak investičního) a investiční společností uloženy povinnosti, jejichž smyslem je ochrana podílníků a akcionářů. Se závěry odvolacího soudu se ztotožňuji. Otázkou je, jak by žalobce uspěl za účinnosti ZISIF.

Dle mého názoru co do kontroly má depozitář povinnost absolutní kontroly o majetku. Depozitář je absolutně odpovědný za majetek, který má mít v opatrování a zároveň je odpovědný za kontrolu majetku, který v opatrování nemá. Ve druhém případě již nejde o absolutní odpovědnost, ale o povinnost nastavit takové pravidla kontroly, která dostatečným způsobem zajistí nezcižení majetku, resp. nakládání s ním v souladu se statutem fondu.

Dvanáctý dílčí závěr

Depozitář není vůči investorovi objektivně odpovědný za ztrátu veškerého majetku fondu, ale pouze takového majetku, který má mít v opatrování. Depozitář za ztrátu v takovém případě neodpovídá, prokáže-li, že ke ztrátě došlo vlivem vnějších okolností, které nemohl adekvátně ovlivnit, a jejichž důsledky by byly nevyhnutelné navzdory veškeré péči, kterou lze rozumně požadovat, aby ke škodě nedošlo. Související recitál stanovuje pouze toto: „V

¹⁶³ Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky sp.zn. 29 Cdo 1627/2011, ze dne 25.7.2013/ K odpovědnosti depozitáře za škodu.

¹⁶⁴ Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky sp.zn. 29 Cdo 1627/2011, ze dne 25.7.2013/ K odpovědnosti depozitáře za škodu.

tomto ohledu by depozitář neměl mít možnost se odvolávat na některé interní situace, jako je podvodný čin zaměstnance, aby se zprostil odpovědnosti. ¹⁶⁵

V ostatních případech je depozitář subjektivně odpovědný fondu nebo jeho investorům za veškeré jiné ztráty, které jim vzniknou v důsledku toho, že z nedbalosti nebo úmyslně neplnil řádným způsobem své povinnosti vyplývající ze ZISIF.

¹⁶⁵ Recitál 44 věta druhá a třetí AIFMD.

Oblast investičních služeb je úzce spojena s oblastí investičních fondů a je společně s investováním do fondů nejčastějším způsobem investice na kapitálovém trhu.

Aby mohl investor zainvestovat, musí využít některou z investičních služeb, a to bez ohledu na své znalosti a zkušenosti. V průběhu svého investování minimálně jednu z investičních služeb využije. Investiční služby jsou definované v ZPKT. Ust. § 4 ZPKT obsahuje taxativní výčet investičních služeb, které jsou děleny na hlavní a vedlejší:

Hlavními investičními službami jsou:

- a) přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů,
- b) provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka,
- c) obchodování s investičními nástroji na vlastní účet,
- d) obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání,
- e) investiční poradenství týkající se investičních nástrojů,
- f) provozování mnohostranného obchodního systému,
- g) provozování organizovaného obchodního systému,
- h) upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání,
- i) umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.

Doplňkovými investičními službami jsou:

- a) úschova a správa investičních nástrojů pro zákazníka, včetně opatrování a souvisejících služeb, s výjimkou vedení účtů centrálním depozitářem nebo zahraničním centrálním depozitářem,
- b) poskytování úvěru nebo zápůjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo zápůjčky podílí,

- c) poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností, převodů obchodních závodů nebo nabytí účasti v obchodní korporaci,
- d) investiční výzkum a finanční analýza nebo jiné formy obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji,
- e) devizové služby související s poskytováním investičních služeb,
- f) služby související s upisováním investičních nástrojů,
- g) služba obdobná investiční službě, která se týká věci, k níž je vztažena hodnota investičního nástroje a která souvisí s poskytováním investičních služeb.

Investiční služba je vždy poskytována ve vztahu ke konkrétnímu investičnímu nástroji. Při udělování povolení k poskytování investičních služeb je vždy uvedeno, ve vztahu k jakým investičním nástrojům je osoba s povolením oprávněná konkrétní služby vykonávat (viz Obr. 14 níže).

Obr. 14 - Příklad rozsahu povolení vydaného obchodníkovi s cennými papíry

Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu	Investiční nástroje (§3 odst. 1)											
	a) investiční CP	b) CP kolektivního investování	c) nástroje peněžního trhu	d) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. d)	e) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. e)	f) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. f)	g) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. g)	h) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. h)	i) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. i)	j) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. j)	k) deriváty podle § 3 odst. 1 písm. k)	l) povolenky na emise stíenkových plynů
Hlavní investiční služby (§4 odst. 2)												
a) přijímání a předávání pokynů týkajících se IN	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) provádění pokynů týkajících se IN na účet zákazníka	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) obchodování s investičními nástroji na vlastní účet	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d) obhospodařování majetku zákazníka	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e) investiční poradenství týkající se IN	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f) provozování mnohostranného obchodního systému	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
g) provozování organizovaného obchodního systému	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
h) upisování nebo umíst'ování IN se závazkem jejich upsání	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
i) umíst'ování IN bez závazku jejich upsání	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Doplňkové investiční služby (§4 odst. 3)												
a) úschova a správa IN pro zákazníka	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) poradenská činnost týkající se struktury kapitálu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d) investiční výzkum a finanční analýza	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e) devizové služby související s poskytováním investičních služeb	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f) služby související s upisováním IN	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
g) služba obdobná investiční službě, která se týká věci, k níž je vztahena hodnota IN dle § 3 odst. 1 písm. g) až k)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Zdroj: Seznamy bank a dalších subjektů finančních trhu vedené Českou národní bankou

Investičními nástroji jsou:

- a) investiční cenné papíry, kterými jsou zejména:
 - i. akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na právnické osobě,
 - ii. dluhopisy nebo obdobné cenné papíry, s nimiž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky,

- iii. depozitní poukázky představující vlastnické právo k cenným papírům uvedeným v písmenech i) a ii),
 - iv. cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení investičních cenných papírů uvedených v písmenech i) a ii),
 - v. cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.
- b) cenné papíry kolektivního investování,
 - c) nástroje peněžního trhu (nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu, zejména pokladniční poukázky, vkladní listy a komerční papíry),
 - d) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, povolenkám na emise skleníkových plynů, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání věci, k níž se jejich hodnota vztahuje,
 - e) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika,
 - f) finanční rozdílové smlouvy,
 - g) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, nejde-li o vypořádání v penězích z důvodu selhání jedné ze stran derivátu nebo z jiného důvodu předčasného ukončení derivátu,
 - h) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, a se kterými se obchoduje na evropském regulovaném trhu nebo v

mnohostranném obchodním systému popřípadě v organizovaném obchodním systému, s výjimkou velkoobchodních energetických produktů podle čl. 2 bodu 4 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1227/2011 o integritě a transparentnosti velkoobchodního trhu s energií obchodovaných v organizovaném obchodním systému, z nichž vyplývá povinnost dodání této komodity,

- i) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke komoditám a z nichž vyplývá právo na dodání této komodity, které nejsou uvedené v písmenu h), nejsou určeny pro obchodní účely a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů,
- j) opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke klimatickým ukazatelům, přepravním tarifům nebo míře inflace a dalším ekonomickým ukazatelům uveřejněným na úseku oficiální statistiky, a z nichž vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo alespoň jedné strany zvolit, zda si přeje vypořádání v penězích, nejde-li o vypořádání v penězích z důvodu selhání jedné ze stran derivátu nebo z jiného důvodu předčasného ukončení derivátu,
- k) nástroje, jejichž hodnota se vztahuje k věcem, právům, dluhům, indexům nebo kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, které nejsou uvedené v písmenech a) až j) a mají znaky jiných derivátových investičních nástrojů; zejména jde o ty, které jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému, nebo v organizovaném obchodním systému, a
- l) povolenky na emise skleníkových plynů.

Z výše uvedených investičních nástrojů se investor dostane nejčastěji do styku s investičními cennými papíry (jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu) nebo cennými papíry kolektivního investování (cenné papíry představující podíl na investičních fondech nebo zahraničních investičních fondech). Platí, že jeden investiční nástroj může podle svých vlastností vykazat znaky více druhů investičních nástrojů (například akcie je investičním cenným papírem a zároveň může být cenným papírem kolektivního investování, pokud jí vydávají investiční fondy ve formě akciové společnosti).

Investiční služby poskytuje zejména obchodník s cennými papíry (popř. investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce) na základě povolení České národní banky. Každý obchodník s cennými papíry musí mít povolení alespoň k jedné hlavní investiční službě. Součástí povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry je vymezení, které hlavní a které doplňkové investiční služby může obchodník s cennými papíry poskytovat.

Poskytovat investiční služby může pouze právnická osoba, která má povolení České národní banky. „*Cílem je, aby povolení k činnosti získaly pouze firmy, které splňují náročné požadavky na odbornost, disponují adekvátním organizačním a technickým zázemím a také přiměřeným kapitálovým vybavením.*“¹⁶⁶

Vybrané jednodušší činnosti mohou na základě registrace u České národní banky vykonávat i investiční zprostředkovatelé nebo vázaní zástupci, které je třeba odlišovat od obchodníků s cennými papíry. Tyto osoby jsou oprávněny poskytovat pouze investiční službu spočívající v přijímání a předávání pokynů k nákupu nebo prodeji investičních nástrojů, a to výhradně ve vztahu k osobě oprávněné poskytovat služby na území České republiky.

4.1 Aktuální vývoj legislativy v oblasti investičních služeb

Vzhledem k tomu, že právní předpisy týkající se poskytování investičních služeb prošly v nedávné době (leden 2018) velkou novelou, která podstatně mění postavení investora z hlediska jeho ochrany, zaměřím se na úvod této kapitoly detailněji na regulaci poskytování investiční služeb v České republice i na úrovni Evropské Unie.

Oblast investičních služeb je regulována zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZPKT“). Právní úprava investičních služeb byla před tímto zákonem soustředěna převážně do zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů. „*Podoba zákona o cenných*

¹⁶⁶ Informace pro veřejnost k oprávnění osob poskytovat služby na finančním trhu, [online], Česká národní banka [vid. 31. srpna 2017]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/upozorneni_pro_verejnost/20130802_upozorneni_info_sluzby_fintrh.html

*papírech byla ovlivněna dobou jeho vzniku, kdy v českém právním řádu chyběla úprava cenných papírů a smluv o cenných papírech. V té době byla přijata koncepce, že tato problematika bude upravena v zákoně o cenných papírech společně s veřejnoprávní regulací služeb poskytovaných na kapitálovém trhu.*¹⁶⁷

Zákon o cenných papírech byl po četných novelách¹⁶⁸ značně nesourodý a vzhledem k tomu, že úprava kapitálového trhu byla roztržena ještě po mnoha dalších předpisech,¹⁶⁹ bylo obtížné se v ní celkově orientovat. Postupem času se původní koncepce zákona o cenných papírech ukazovala být čím dál více nevyhovující pro změny směřující k plné harmonizaci s unijními právními předpisy.

Hlavními cíli zákonodárce při přípravě ZPKT tak kromě komplexnosti bylo:

¹⁶⁷ Čl. 1.2.1 Důvodové zprávy k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁶⁸ Během deseti let byl celkem třináctkrát novelizován v závislosti na aktuálních potřebách vyvíjejícího se kapitálového trhu a potřebách jeho regulace.

¹⁶⁹ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Některá ustanovení vztahující se na oblast služeb poskytovaných na kapitálovém trhu jsou obsažena dále v těchto zákonech: zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 191/1950 Sb., směnečný a šekový, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví), ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 588/1992 Sb., o dani z přidané hodnoty, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a o změně a doplnění souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 140/1961 Sb., trestní zákon, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů.

- dosažení plné slučitelnosti s právními akty Evropských společenství (dále jen "ES"),
- zkvalitnění fungování kapitálového trhu v České republice tak, aby mohl efektivně generovat a alokovat kapitál důležitý pro rozvoj ekonomiky,
- zvýšení ochrany zejména drobných investorů (neprofesionálů).¹⁷⁰

ZPKT byl několikrát novelizován. Zásadní změny přinesla však až novela zákonem 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. Tímto zákonem došlo k implementaci směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (dále jen „**MiFID I**“). Abychom lépe pochopili aktuální dopady 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 (dále jen „**MiFID II**“), je třeba podívat se na legislativní půdu, kterou pro ni připravila směrnice MiFID I.

Hlavními cíli směrnice MiFID I bylo prohloubit integraci evropského kapitálového trhu a posílit jeho konkurenceschopnost. Směrnice MiFID I značně rozšířila působnost směrnice o investičních službách z roku 1993.¹⁷¹ Jejím cílem je postihnout regulované trhy¹⁷² stejně jako poskytovatele investičních služeb.

¹⁷⁰ Úvod důvodové zprávy k zákonu č. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁷¹ Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů. Účelem této směrnice bylo stanovit podmínky, za kterých by povolené investiční podniky a banky mohly poskytovat zvláštní služby nebo zřizovat pobočky v jiných členských státech na základě povolení a pod dohledem domovské země. Proto směrnice usilovala o harmonizaci požadavků na investiční podniky, pokud jde o počáteční povolení a provoz, včetně pravidel chování. Rovněž stanovila harmonizaci některých podmínek pro fungování regulovaných trhů.

¹⁷² Pro organizátory regulovaných trhů zavádí směrnice MiFID tzv. jednotný pas, na základě kterého bude moci organizátor regulovaného trhu licencovaný v jednom členském státě (domovském) usnadnit přístup osobám z tohoto státu přístup na trh v jiném členském státě (hostitelském). Jedná se vlastně o obdobnou konstrukci jako u jednotného evropského pasu, založeného směrnicí o investičních službách, kdy i pravidlo dohledu domovského státu zůstává zachováno.

S rozvojem ekonomiky začaly postupně vznikat nové tržní platformy a nové produkty, které ovšem směrnicí o investičních službách z roku 1993 nebyly podchyceny. Jedním z hlavních cílů směrnice MiFID I bylo sjednotit pravidla pro obchodování na regulovaném trhu s ostatními tržními platformami a vytvořit tak jednotný rámec se shodnými podmínkami. Mezi hlavní cíle, které směrnice MiFID I sleduje, patří vytvoření příznivějších podmínek pro všechny zúčastněné subjekty na trhu.

Směrnice MiFID I se zaměřovala především na ochranu investorů (konkrétně retailových zákazníků - investorů), kterým poskytla značnou míru ochrany oproti původní úpravě: *„MiFID představuje především dobrou zprávu pro zákazníky, kteří tak budou mít díky MiFID mnohem širší výběr mezi poskytovateli investičních služeb, a budou tak moci těžit z daleko vyššího standartu a kvality služeb než dosud. Větší výběr mezi poskytovateli investičních služeb přinese také vyšší míru konkurence mezi nimi, čímž je donutí nabízet zákazníkům kvalitnější služby za příznivější cenu. Zákazníkům tak bude umožněno vybírat si co nejlepší službu za co nejlepší cenu. Větší výběr služeb a investičních produktů, které budou moci zákazníci využívat, dává možnost zlepšení životní úrovně pro miliony lidí v celé Evropě. Zákazníci budou moci požívat vysoký stupeň ochrany, který je zabezpečený především povinností obchodníka s cennými papíry provádět pokyny zákazníka za nejlepších podmínek a to bez ohledu na to, zda zákazník investuje prostřednictvím domácího či zahraničního obchodníka s cennými papíry. Na prvním místě má být vždy zájem zákazníka (zásada „know your customer“), a tak obchodník s cennými papíry musí vybírat jednak mezi jednotlivými investičními nástroji a jednak mezi jejich cenou. Vyššímu konkurenčnímu prostředí tedy i zkvalitnění poskytovaných služeb má přispět také zavedení více míst²⁵ pro obchodování a tím pádem odstranění monopolů evropských burz.“¹⁷³*

Lhůta pro transpozici směrnice MiFID I do vnitrostátního práva členských států byla stanovena do 30. dubna 2006. Dodržení této lhůty ze strany jak evropského, tak následně českého zákonodárce se však v praxi ukázalo jako nereálné.

¹⁷³ Investment services: entry into force of MiFID a boon for financial markets and investor protection. [online]. European union: News. 29. 10. 2007. [cit. 30. dubna 2017]. Dostupný na http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-1625_en.pdf.

V mezidobí byla přijata prováděcí směrnice ke směrnici MiFID I,¹⁷⁴ a tak byla lhůta pro transpozici prodloužena do ledna 2007 a lhůta pro účinnost byla stanovena na 1. listopadu 2007. V České republice nabyla novela ZPKT, kterou došlo k implementaci směrnice MiFID I, účinnosti 1. 7. 2008. Směrnice MiFID I vychází z principu tzv. maximální harmonizace.¹⁷⁵

Přestože se k návrhu novely vyjadřovali jak profesionálové z řad trhu, tak široká veřejnost,¹⁷⁶ představovalo přijetí novely velký šok pro řadu subjektů působících na kapitálovém trhu.

Směrnice MiFID I je významná především tím, že se dotýká celé oblasti kapitálového trhu, na rozdíl od svých předchůdců. To můžeme nejlépe pozorovat na ZKPT, který se transpozicí směrnice MiFID I změnil téměř ze dvou třetin. ZKPT ale nebyl

¹⁷⁴ Směrnice Evropské Komise č. 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. Prováděcí směrnice k MiFID stanovila podrobná pravidla pro outsourcing investičních služeb a pravidla pro nakládání s majetkem zákazníka. Stanovila také požadavky na vnitřní kontrolní systém včetně compliance, vnitřního auditu a risk managementu nebo řízení o střetu zájmů. Klade také velký důraz na odbornost.

Směrnici MiFID I dále provádí nařízení Evropské komise č. 1287/2006, ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

¹⁷⁵ To znamená, že členské státy při její transpozici nesmějí ukládat přísnější opatření, než stanoví samotná směrnice, s výjimkou těch ustanovení, která to výslovně připouštějí.

¹⁷⁶ Veřejnost měla možnost se k transpozici vyjádřit skrze konzultační materiály, které byly vydány Ministerstvem financí. Tyto konzultační materiály byly rozděleny podle okruhu záležitostí, kterých se týkaly do čtyř skupin a svou strukturou sledovaly strukturu MiFID. Ministerstvo se v nich zaměřilo především na sporné otázky, kde přímo vyzívalo zúčastněné, aby se k dané problematice vyjádřily. Na konzultační materiály reagovala svými stanovisky také ČNB, která se tak významně participovala na proces transpozice MiFID. Cílem je, aby transpoziční proces probíhal transparentně, tj. seznámit budoucí adresáty právní normy s principy nové právní úpravy a tedy především s tím, co se změní oproti stávajícímu stavu, před tím, než se jim dostane do rukou konečná verze zákona.

jediným zákonem, který bylo v souvislosti s transpozicí MiFID nutné upravit. Implementace směrnice MiFID I se dotkla více než desítky předpisů.¹⁷⁷

Jak je z výše uvedeného patrné, již směrnice MiFID I přinesla do úpravy kapitálových trhů na našem území naprosto zásadní změny a dala české právní úpravě regulující kapitálový trh podobu evropských předpisů. Díky tomu implementace směrnice MiFID II nepředstavovala pro právní řád ČR tak zásadní koncepční změny. Směrnicí provádí nařízení o trzích finančních nástrojů (dále jen „**MiFIR**“).¹⁷⁸ Nařízení MiFIR upravuje oblasti, ve kterých by případná nekonzistentní implementace v rámci jednotlivých členských států představovala největší riziko zejména:

- zveřejňování informací o obchodování,
- hlášení obchodů příslušným orgánům,
- povinné obchodování derivátů na organizovaných trzích,
- některé pravomoci orgánů dohledu ve vztahu k obchodování finančních nástrojů (např. možnost zakázat nabízení určitých investičních nástrojů ohrožujících stabilitu na finančních trzích),
- upravuje nově zejména před obchodní a po obchodní transparentnost pro obchodní systémy non-equity nástrojů, tj. dluhopisů a derivátů.

¹⁷⁷ Zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách, ve znění pozdějších předpisů; zákona č. 40/1964, občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů; zákon č. 254/2000 Sb., o auditorech, ve znění pozdějších předpisů a zákona č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů.

¹⁷⁸ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (MIFIR).

Společně s touto právní úpravou byly implementovány i další evropské předpisy upravující kapitálový trh.¹⁷⁹

Lhůta pro implementaci směrnice MiFID II byla o 1 rok odložena a tato směrnice začala platit od 3. ledna 2018. Jedná se tak o velmi aktuální úpravu.

Směrnice MiFID II ve vztahu k regulaci kapitálového trhu zejména:

- a) upřesňuje a zpřísňuje:
 - stávající pravidla pro poskytování investičních služeb,
 - fungování obchodních platform pro investiční nástroje,
- b) zavádí regulaci v dosud neregulovaných oblastech:
 - nový investiční nástroj emisní povolenky a jejich deriváty,
 - nová obchodní platforma organizovaný obchodní systém (Organised Trading Facility, tzv. OTF),
 - nová hlavní investiční služba provozování organizovaného obchodního systému,
 - nově upravuje podmínky používání algoritmického obchodování,
 - nově vyžaduje licenci také pro poskytování některých informačních služeb na kapitálovém trhu,
 - poskytování konsolidovaných tržních dat,
 - schváleného mechanismu pro plnění informačních povinností a
 - systému pro zveřejňování tržních informací,

¹⁷⁹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2003/6/ES a směrnic Evropské komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (dále jen „**MAR**“) a směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu, **CSMAD**). Dále nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry (**CSD**), které reguluje evidenci investičních nástrojů a vypořádací systémy.

- c) harmonizuje:
- správní sankce (a výrazně zvyšuje některé horní hranice výše pokuty),
 - přístup k poskytovatelům služeb se sídlem mimo Evropskou unii.

4.2 Míra ochrany investora v závislosti typu zákazníka

Investiční služby jsou poskytované vždy konkrétnímu investorovi (zákazníkovi). Charakter zákazníka určuje povinnosti, které má vůči němu poskytovatel investiční služby dodržovat. ZPKT dělí zákazníky na:¹⁸⁰

- **neprofesionální zákazníci** (všichni, kteří nejsou profesionálním zákazníkem) a
- **profesionální zákazníci**, kterými jsou:
 - a) banka,
 - b) spořitelní a úvěrní družstvo,
 - c) obchodník s cennými papíry,
 - d) pojišťovna,
 - e) zajišťovna,
 - f) investiční společnost,
 - g) investiční fond,
 - h) penzijní společnost,
 - i) jiná osoba, která vykonává svou podnikatelskou činnost na finančním trhu na základě povolení uděleného orgánem dohledu nad finančním trhem nebo na základě zápisu do registru provedeného orgánem dohledu nad finančním trhem, zejména platební instituce, instituce elektronických peněz, vydavatel elektronických peněz malého rozsahu, poskytovatel platebních služeb malého rozsahu, nebankovní poskytovatel spotřebitelského úvěru, hlavní administrátor, investiční zprostředkovatel, pojišťovací agent, pojišťovací makléř, samostatný zprostředkovatel spotřebitelského úvěru, samostatný likvidátor pojistných událostí,

¹⁸⁰ Ust. § 2a zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

provozovatel platebních systémů s neodvolatelností zúčtování, provozovatel vypořádacího systému s neodvolatelností vypořádání a centrální depozitář, avšak s výjimkou vázaného zástupce investičního zprostředkovatele, vázaného zástupce podle zákona o spotřebitelském úvěru, vázaného zástupce obchodníka s cennými papíry, vázaného zástupce penzijní společnosti, vázaného pojišťovacího zprostředkovatele, podřízeného pojišťovacího zprostředkovatele a výhradního pojišťovacího agenta,

- j) osoba, která jako svou rozhodující činnost provádí sekuritizaci,
- k) osoba, která obchoduje na vlastní účet s investičními nástroji za účelem snížení rizika (hedging) z obchodů s investičními nástroji a tato činnost patří mezi její rozhodující činnosti,
- l) osoba, která obchoduje na vlastní účet s investičními nástroji nebo komoditami a tato činnost patří mezi její rozhodující činnosti,
- m) právnická osoba, která je příslušná hospodařit s majetkem státu při zajišťování nákupu, prodeje nebo správy jeho pohledávek nebo jiných aktiv, anebo při restrukturalizaci obchodních společností nebo jiných právnických osob s majetkovou účastí státu,
- n) zahraniční osoba s obdobnou činností jako některá z osob uvedených v písmenech a) až m),
- o) stát nebo členský stát federace,
- p) Česká národní banka, zahraniční centrální banka nebo Evropská centrální banka a
- q) Světová banka, Mezinárodní měnový fond, Evropská investiční banka nebo jiná mezinárodní finanční instituce.

Profesionálním zákazníkem může dále být:¹⁸¹

¹⁸¹ Ust. § 2a zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

- právnická osoba založená za účelem podnikání, která podle poslední účetní závěrky splňuje alespoň 2 ze 3 kritérií nebo taková zahraniční osoba, kterými jsou

1. aktiva celkem odpovídající částce alespoň 20 000 000 EUR,
2. roční úhrn čistého obratu odpovídající částce alespoň 40 000 000 EUR,
3. vlastní kapitál odpovídající částce alespoň 2 000 000 EUR.

Profesionálním zákazníkem se může stát i zákazník výše neuvedený, a to na vlastní žádost.¹⁸² Aby mohl zákazník požádat o kategorizaci, jako profesionální zákazník, musí splňovat následující alespoň 2 z těchto 3 kritérií:

- provedla za každé z posledních čtyř po sobě jdoucích čtvrtletí v příslušné oblasti finančního trhu obchody s investičním nástrojem, jehož se žádost týká, ve významném objemu a v průměrném počtu alespoň 10 obchodů za čtvrtletí,
- objem jejího majetku tvořeného peněžními prostředky a investičními nástroji odpovídá částce alespoň 500 000 EUR,
- vykonávala po dobu nejméně jednoho roku nebo vykonává v souvislosti s výkonem svého zaměstnání, povolání nebo funkce činnost v oblasti finančního trhu, která vyžaduje znalost obchodů nebo služeb, jichž se žádost týká.

Kategorizace zákazníků byla zavedena už MiFID I a je jedním z klíčových nástrojů při poskytování investičních služeb s ohledem na ochranu investora.

Před poskytnutím každé investiční služby je nutné nejprve provést kategorizaci zákazníka. Přitom zákon jasně stanoví způsob, jakým kategorizaci provádět a udává podrobná pravidla při hodnocení investičních služeb a investičních nástrojů vhodných pro klienta v dané kategorii.¹⁸³

¹⁸² Ust. § 2b zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁸³ Prostřednictvím investičního dotazníku (viz níže).

Kategorizace zákazníků je rozhodující také pro uplatnění pravidel jednání se zákazníky (tzn. jaké informace má osoba poskytující investiční služby od zákazníků zjišťovat, jakým způsobem má zákazníka informovat, jak nakládat s pokyny zákazníka, jak je zpracovávat apod.).

Neprofesionálními zákazníky jsou téměř všichni investoři (fyzické osoby a právnické osoby, jejichž výše aktiv, základního kapitálu nebo čistého ročního obrátu nedosahuje takové výše, aby mohly být zařazeny do kategorie profesionálních zákazníků, nebo nejsou zjednodušeně řečeno finanční institucí).¹⁸⁴

Neprofesionálním zákazníkům je zajištěn nejvyšší stupeň ochrany při poskytování investičních služeb.

Třináctý dílčí závěr

Kategorizace zákazníků představuje zásadní nástroj ochrany investora na kapitálovém trhu. Díky tomuto instrumentu je předcházeno argumentům ze strany poskytovatelů investičních služeb směřujících k tomu, že zákazník si měl být vědom, do čeho investuje a zejména s investicí spojených rizik. Dělením na profesionální a neprofesionální zákazníky dochází k jasnému vymezení skupiny zákazníků bez potřebných znalostí a zkušeností. Vzhledem k náročným podmínkám kategorizace zákazníka jako profesionálního zákazníka (včetně profesionálního zákazníka na žádost), je zajištěno, že naprostá většina investorů bude kategorizována, jako neprofesionální zákazník a bude jim tak poskytována nejvyšší míra ochrany ze strany právních předpisů.

¹⁸⁴ MiFID II přinesla rozšíření profesionálních zákazníků. Mezi profesionální zákazníky ze zákona patří nově také další osoby vykonávající podnikatelskou činnost na finančním trhu, včetně poskytovatelů platebních služeb malého rozsahu, nebankovních poskytovatelů spotřebitelského úvěru, investičních zprostředkovatelů, pojišťovacích agentů a makléřů (ne však vázaní zástupci či podřízení pojišťovací zprostředkovatelé. Profesionální zákazník nelze nově kategorizovat jako neprofesionální bez dohody s nimi (§ 2a ZPKT).

4.3 Míra ochrany investora v závislosti na druhu investiční služby

V kapitole 2.3, kde popisují obecně investování prostřednictvím investičních služeb, uvádím dvě základní investiční služby, které jsou investory využívány, a to obhospodařování (investiční služba uvedená v § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT) a obstarání (investiční služba uvedená v § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT). Obstarání pak ještě bývá kombinováno s investiční službou investiční poradenství (investiční služba uvedená v § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT).

Jak je z výčtu uvedeného v úvodu části IV. patrné, nejedná se o jediné investiční služby. Vzhledem k tomu, že zbylé investiční služby nejsou investory v hojně míře využívány nebo jsou úzce spojeny s obhospodařováním a obstaráním (např. investiční služba úschova a správa nebo investiční služba provádění pokynů), popíši dále ochranu investora ve vztahu k již uvedenému obhospodařování, obstarání a investiční poradenství.

I v případě, že investor rozhodne o investičním nástroji sám, určí si převodní místo a cenu, potřebuje právě poskytovatele investiční služby (převodní místo), aby investici realizoval (nakoupil konkrétní investiční nástroj). Daleko častější však je situace, kdy investor neví, jaký investiční nástroj má nakoupit a nechá plně úvahu na obchodníkovi. Nejčastěji využívané typy investičních služeb tak lze rozdělit následujícím způsobem:

- obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání (investiční služba uvedená v § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, dále jen „**obhospodařování**“),
- přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů (investiční služba uvedená v § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, dále jen „**obstarání**“),
- investiční poradenství týkající se investičních nástrojů (investiční služba uvedená v § 4 odst. 2 písm. e) ZPKT, dále jen „**investiční poradenství**“).

4.3.1 Obhospodařování

Obhospodařování¹⁸⁵ je investiční službou, na základě které se poskytovatel investiční služby zavazuje na základě vlastní úvahy obhospodařovat pro investora portfolio investičních nástrojů.

Investiční služba obhospodařování spočívá v tom, že investor svěřil poskytovateli investiční služby určitý objem prostředků, pro něž poskytovatel investiční služby vybere vhodnou investiční strategii (na základě investorem vyplněného investičního dotazníku) a sám v rámci takto získaného investičního profilu rozhoduje, které investiční nástroje do portfolia investora nakoupí a které z něj prodá. Obhospodařování spočívá v aktivním nakupování a prodeji investičních nástrojů v mezích daných investičním profilem investora a podle aktuální situace na trhu.

Obhospodařování často volí investoři, kteří nemají znalosti a zkušenosti s investováním a chtějí svěřit určitý obnos peněžních prostředků (jednorázová investice) nebo si chtějí pravidelně investovat (investice s trvalým pokynem). Investice spojená s trvalým pokynem bývá často investory zaměňována se spořením na klasický bankovní účet, což sebou přináší vysokou míru rizika.

Obhospodařování je investiční službou, kterou může vykonávat pouze obchodník s cennými papíry. Jedná se totiž o investiční službu s největší mírou diskrece pro poskytovatele investičních služeb. Investor v tomto případě nechává poskytovateli investičních služeb volný mandát k nakládání s prostředky investora.

Aby bylo zajištěno, že poskytovatel investiční služby zvolí investiční strategii, která bude vyhovovat individuálním potřebám daného investora, musí poskytovatel získat dostatečné množství informací o investorovi. To se děje prostřednictvím investičního dotazníku. Poskytovatel má ze zákona povinnost pro poskytnutí investiční služby provést tzv. **test vhodnosti**.

¹⁸⁵ Pojem obhospodařování používá i ZISIF, avšak v tom případě se jedná o obhospodařování majetku fondu, nikoli majetku individuálního investora. Pro odlišení těchto dvou typů obhospodařování se často používá označení „*kolektivní obhospodařování*“ nebo „*kolektivní správa*“ a „*individuální obhospodařování*“ nebo „*individuální správa*“.

Poskytovatel je povinen v případě investiční služby obhospodařování získat od zákazníka informace o odborných znalostech a zkušenostech, finančním zázemí a investičních cílech a vyhodnotit, zda je poskytnutí investiční služby obhospodařování nebo provedení obchodu v rámci investiční služby obhospodařování pro zákazníka vhodné, tj. v souladu s jeho znalostmi, zkušenostmi, zázemím a cíli.¹⁸⁶ Poskytovatel má postupovat jednoznačně, aby nedocházelo k nejasnostem ohledně odpovědnosti poskytovatele v tomto procesu, a jasně a srozumitelně informuje zákazníky, že důvodem posuzování vhodnosti je umožnit poskytovateli jednat v nejlepším zájmu zákazníka. Poskytovatel si vyžádá takové informace, které bude potřebovat k tomu, aby porozuměl podstatným skutečnostem o zákazníkovi a získal přiměřený základ pro stanovení, že konkrétní obchod, který má být uzavřen v rámci investiční služby obhospodařování, odpovídá investičním cílům zákazníka vč. rizikové tolerance, zákazník dokáže finančně unést investiční rizika odpovídající jeho investičním cílům a zákazník má potřebné znalosti a zkušenosti, aby porozuměl rizikům spojeným se správou jeho portfolia a obchodům v rámci ní prováděným.¹⁸⁷

Pokud poskytovatel od zákazníka nezíská dostatečné informace, investiční službu obhospodařování zákazníkovi nedoporučí.¹⁸⁸ Pokud na základě vyhodnocení investičního dotazníku dojde poskytovatel k závěru, že žádná investiční služba ani investiční nástroj není pro zákazníka vhodný, poskytovatel je v rámci poskytování investiční služby v podobě investiční služby obhospodařování nedoporučí ani nerozhodne o obchodování s nimi.¹⁸⁹

¹⁸⁶ Ust. § 15h zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁸⁷ čl. 54 odst. 1 a 2 MiFIR.

¹⁸⁸ čl. 54 odst. 8 MiFIR.

¹⁸⁹ čl. 54 odst. 10 MiFIR.

4.3.2 Obstarání

Obstarání je investiční službou, na základě které poskytovatel investiční služby přijme pokyn k nákupu nebo prodeji investičního nástroje a předá ho osobě oprávněné jej provést, tzn. nakoupit nebo prodat tento investiční nástroj.

Tato investiční služba spočívá v samotném zprostředkování nákupu nebo prodeje konkrétního investičního nástroje, který zvolí sám investor. Zatímco v případě investiční služby obhospodařování nerozhoduje investor sám o tom, jaký investiční nástroj bude nakoupen nebo prodán, v případě investiční služby obstarání je to investor, který určuje konkrétní nástroj.

Na poskytovateli investiční služby je vybrat konkrétní převodní místo, kde dojde k nákupu / prodeji investičního nástroje, tj. k provedení pokynu. Provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka je přitom samostatnou investiční službou uvedenou v § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT).

Investiční službu obstarání je oprávněný poskytovat jak obchodní s cennými papíry, tak investiční zprostředkovatel. I v případě této investiční služby se objevuje určitá míra diskrece poskytovatele a to ve vztahu k subjektu, kterému pokyn investora předá. Poskytovatel přitom má vybrat vždy takové převodní místo, které nabízí nejlepší podmínky s ohledem na celkové náklady, které zahrnují cenu investičního nástroje a náklady spojené s provedením pokynu.

Obstarání často volí investoři, kteří mají určitou představu, do jakých investičních nástrojů chtějí investovat. Prostřednictvím obstarání investují investoři nejčastěji do investičních fondů. Investor zvolí sice investiční službu obstarání, avšak dostane obhospodařování, nikoli však na úrovni individuální správy, ale kolektivní správy (jeho prostředky budou obhospodařovány na úrovni fondu).

Aby bylo zajištěno, že poskytovatel investiční služby vybere vhodné místo k převodu a že investor si je vědom rizik spojených s investicí do investičního nástroje, který si vybral, je i v případě této investiční služby stanovena povinnost poskytovatele získat od investora určité informace. Tyto informace jsou získávány také prostřednictvím investičního dotazníku, nikoli však formou testu vhodnosti, ale **testu přiměřenosti**.

Poskytovatel je povinen u investiční služby obstarání požádat zákazníka o informace o jeho odborných znalostech a zkušenostech v rozsahu, který mu umožní vyhodnotit, zda poskytnutí investiční služby nebo provedení obchodu s investičními nástroji v rámci investiční služby odpovídá odborným znalostem a zkušenostem zákazníka potřebným pro pochopení souvisejících rizik. Pokud vyhodnotí, že nikoliv, upozorní zákazníka na takové zjištění.¹⁹⁰ Poskytovatel má povinnost vést záznamy o provedeném posuzování přiměřenosti, které zahrnují

- výsledek posouzení,
- každé upozornění zákazníkovi, pokud byl nákup služby nebo produktu posouzen jako nepřiměřený pro zákazníka nebo pokud zákazník neposkytl dostatečné informace, zda zákazník žádal, aby byl obchod proveden i přes toto upozornění, a zda poskytovatel akceptoval zákazníkův požadavek provést obchod.¹⁹¹

¹⁹⁰ Ust. § 15i zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

¹⁹¹ čl. 56 MiFIR.

4.3.3 Investiční poradenství

Investiční poradenství je jednou z hlavních investičních služeb. Vedle obchodníka s cennými papíry je oprávněn tuto službu poskytovat také investiční zprostředkovatel. Vzhledem k tomu, že investiční zprostředkovatel je oprávněn poskytovat pouze investiční službu obstarání a investiční službu investičního poradenství, panovala vždy na trhu diskuse o tom, jaké je hranice mezi těmito službami. Hlavním důvodem jsou odlišné regulatorní požadavky kladené na výkon těchto činností.

Zatímco v případě obstarání si investor sám vybere investiční nástroj, v případě investičního poradenství se investor pro konkrétní investiční nástroj rozhoduje na základě rady udělené poskytovatelem investiční služby.

V tomto případě se tedy dostáváme na hranici obhospodařování a obstarání. Poskytovatel investičního poradenství sice není oprávněn na základě vlastní úvahy nakupovat a prodávat investiční nástroje na účet investora, ale je oprávněn investorovi radit, které investiční nástroje má nakoupit a prodat a investor na základě těchto rad následně realizuje nákup nebo prodej příslušného investičního nástroje.

Obr. 15 - Míra participace investora při poskytování investičních služeb



Zdroj: Vlastní tvorba autorky

Podle § 2 odst. 1 písm. f) ZPKT se investičním poradenstvím rozumí poskytnutí individualizovaného doporučení zákazníkovi ohledně obchodu s konkrétním investičním nástrojem, a to bez ohledu na to, zda je poskytováno z podnětu zákazníka nebo potenciálního zákazníka. Investičním poradenstvím je tedy poskytování osobních doporučení zákazníkovi buď na jeho žádost, anebo z podnětu investičního podniku ohledně

jednoho či více obchodů týkajících se investičních nástrojů.¹⁹² Za osobní doporučení je považováno doporučení učiněné osobě v postavení investora či potenciálního investora nebo v postavení jeho zmocněnce. Doporučení je prezentováno jako vhodné pro danou osobu nebo vychází z uvážení poměrů dané osoby a představuje doporučení k učinění následujícího kroku či následujících kroků: koupit, prodat, upsat, vyměnit, splatit, držet nebo převzít určitý finanční nástroj, anebo uplatnit nebo neuplatnit jakékoli právo koupit, prodat, upsat, vyměnit nebo splatit investiční nástroj, které zákazníkovi dává určitý finanční nástroj. Doporučení není považováno za osobní doporučení, je-li vydáno výlučně pro veřejnost.

V současné době je většina investičních zprostředkovatelů registrována pouze k poskytování investiční služby obstarání. Často však dochází k tomu, že v rámci této investiční služby je investorovi poskytnuta rada, čímž dochází k obcházení zákona. Česká národní banka se na tuto problematiku v posledních letech při dohledu zaměřila, z čehož následně vyplynula změna obchodního modelu nebo žádost o registraci další investiční služby ze strany několika subjektů.¹⁹³

Většina investičních zprostředkovatelů se poskytování investičního poradenství brání, neboť za takovou činnost následně nese odpovědnost. Riziko investice v tomto případě, tak může být do jisté míry přeneseno na poskytovatele investiční služby, a to za předpokladu, že investorovi doporučil investici, která pro něj není vhodná. Pro investiční poradenství se stejně, jako pro obhospodařování vyžaduje **test vhodnosti**.

Odpovědností investičního zprostředkovatele při poskytnutí investiční služby investičního poradenství se zabýval i Nejvyšší soud, který judikoval, že *„poskytne-li investiční zprostředkovatel investiční poradenství v souladu s požadavky odborné péče, po provedení testu vhodnosti a za dodržení informačních povinností (zejména § 15a zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu), není možné dovodit případné porušení jeho povinností ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Dojde-li však k*

¹⁹² Čl. 4 odst. 1 bod 4 směrnice MiFID II.

¹⁹³ Partners jako jediná velká společnost na trhu poskytuje investiční poradenství. Tiskové zprávy společnosti Partners. <https://www.partners.cz/cs/media/tiskove-zpravy/korporatni/partners-jako-jedina-velka-spolecnost-na-trhu-poskytuje-investicni-poradenstvi/>

*porušení povinnosti, je třeba zkoumat, zda zjištěné porušení povinnosti bylo způsobilé ovlivnit rozhodnutí zákazníka takovým způsobem, který zakládá právo k náhradě škody ze zmařené investice, neboť ne každé porušení povinností stanovených zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu může mít takovou intenzitu.*¹⁹⁴

Z výše uvedeného je patrné, že zejména kvalitní test vhodnosti zabrání následné odpovědnosti investičního zprostředkovatele.

Zajímavou otázkou potom je, zda je investičním poradenstvím i doporučení uzavřít smlouvu o obhospodařování. K této problematice se vyjádřila i Česká národní banka: „Podle bodu 89 preambule Nařízení (EU) 2017/565 „na doporučení či žádost nebo radu správce portfolia zákazníkovi v tom smyslu, aby zákazník tomuto správci dal nebo změnil pověření, v němž jsou vymezeny limity správcova volného uvážení, je třeba pohlížet jako na doporučení uvedené v čl. 25(2) [MiFID II]“.

Podle čl. 25(2) MiFID II „při poskytování investičního poradenství nebo správě portfolia získá investiční podnik nezbytné informace o znalostech a zkušenostech zákazníka nebo potenciálního zákazníka v oblasti investic, pokud jde o specifický druh produktu nebo služby, o jeho finanční situaci, včetně schopnosti nést ztráty, a o jeho investičních cílech, včetně jeho rizikové tolerance, aby tak mohl zákazníkovi nebo potenciálnímu zákazníkovi doporučit investiční službu a finanční nástroje, které jsou pro něj vhodné, a zejména jsou v souladu s jeho rizikovou tolerancí a schopností nést ztráty. Členské státy zajistí, aby v případě, že investiční podnik poskytuje investiční poradenství, při němž je doporučován určitý balíček služeb nebo produktů ...byl celkový balíček vhodný.“

Tato ustanovení nejsou zcela nová, ale jsou v zásadě shodná s dosavadní právní úpravou, když bod 89 preambule nařízení odpovídá bodu 60 preambule Prováděcí směrnice MiFID I a čl. 25(2) MiFID II odpovídá ve svém prvním pododstavci článku 19(4) MiFID I.

K bodu 60 preambule prováděcí směrnice MiFID I již v minulosti zaujal postoj CESR (Committee of European Securities Regulators) v konzultačním dokumentu

¹⁹⁴ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 10. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013, uveřejněný pod číslem 91/2016 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, část občanskoprávní a obchodní.

*k vymezení investiční rady. Zde se k otázce, zda doporučení stát se klientem určitého obchodníka s cennými papíry je investičním poradenstvím, mimo jiné uvádí, že rada využívat služeb konkrétního správce portfolia by se musela vztahovat k jednomu či více konkrétním investičním nástrojům, aby mohla být považována za investiční službu investičního poradenství, a dále se vyjadřuje k obsahu bodu 60 preambule tak, že preambule staví na jisto, že rada ve vztahu k pověření pro správu portfolia podléhá požadavkům na posouzení vhodnosti, i když taková rada není nutně osobním doporučením.*¹⁹⁵

Lze dovodit, že doporučení uzavřít obhospodařovatelskou smlouvu s určitými předpokládanými limity alokace investic je poskytováním investiční služby s poradenským prvkem, pokud budou naplněny další předpoklady této investiční služby (zejm. pokud by míru detailu stanovení limitů bylo možno vyhodnotit jako radu vztahující se k jednomu či více konkrétním finančním nástrojům).

Čtrnáctý dílčí závěr

Na kapitálovém trhu je poskytována řada investičních služeb. Ze strany investorů jsou nejčastěji využívanými investičními službami obhospodařování, obstarání a investiční poradenství. Tyto investiční služby se navzájem liší mírou diskrece, kterou uplatňuje poskytovatel investiční služby ve vztahu k majetku investora. S nejvyšší mírou diskrece je spojeno obhospodařování. Při poskytování této investiční služby musí poskytovatel získat nejvíc informací o investorovi, aby mu mohl poskytnout maximálně individualizovanou službu (provede test vhodnosti). Poskytovatel nenese ani v jednom případě riziko ztráty investice v důsledku pohybů na trhu. Pouze v případě, že investorovi nebyly poskytnuty dostatečné informace nebo kdy poskytovatel nezískal od investora dostatečné informace a investice tak byla pro investora nevhodná, může být poskytovatel odpovědný i za ztrátu investice. Z toho je patrné, že zejména kvalitní test vhodnosti zabrání následné odpovědnosti poskytovatele investiční služby.

¹⁹⁵ Soubor odpovědí na otázky související s novým režimem MiFID 2 / MiFIR [online], Česká národní banka [vid. 31. ledna 2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/stanoviska_a_odpovedi/pdf/soubor_odpovedi_cnb_k_aplikaci_mifid_ii.html

4.4 Osoby odpovědné investorovi za poskytování investičních služeb

Osobami poskytující investiční služby jsou:

- obchodník s cennými papíry (viz kapitola 4.4.1),
- investiční zprostředkovatel (viz kapitola 4.4.2),
- vázaný zástupce (viz kapitola 4.4.3).

Výše uvedeno osoby se liší, co do rozsahu investičních služeb, které jsou oprávněny poskytovat i co do rozsahu investičních nástrojů, vůči kterým mohou tyto investiční služby nabízet.

Z pohledu ochrany investora je tak rozhodující, zda osoba, která mu investiční službu poskytuje, má příslušné oprávnění. Všechny výše uvedené subjekty mají při poskytování služeb povinnost jednat s odbornou péčí, jednat kvalifikovaně, čestně, spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků. V rámci těchto povinností je však stanoven různý obsah jejich plnění.

V rámci plnění předšmluvních povinností jsou poskytovatelé povinni investorovi mimo jiné sdělit informace o poskytovaných investičních službách a o oprávnění je vykonávat. Investor si takové oprávnění může zkontrolovat na webu České národní banky v aplikaci Seznamy regulovaných a registrovaných subjektů, kde Česká národní banka uveřejňuje seznam všech licencovaných osob, které poskytují či zprostředkovávají investiční služby, tj. všech obchodníků s cennými papíry a osob s registrací České národní banky.

V případě, že investor využije nabídky služeb nebo produktů od osob, které nejsou oprávněny k jejich poskytování, potom

- se dostává do obchodních vztahů s osobami, které nejsou vázány pravidly obezřetného chování, odborné péče ve vztahu k zákazníkům a tedy ani povinností starat se řádně o svěřené finanční prostředky,
- pokud tato osoba není schopna dostát svým finančním závazkům, nevzniká za ztrátu svěřených finančních prostředků nárok na odškodnění z příslušných garančních fondů, který by bylo možno u legálně

poskytovaných služeb či produktů v zákonem stanovených případech uplatnit,

- pravděpodobnost rizika ztráty finančních prostředků svěřených neoprávněné osobě a obtížnost jejich zpětného získání je několikanásobně vyšší než při realizaci obdobných obchodů s osobami, které jsou k této činnosti oprávněny.¹⁹⁶

4.4.1 Obchodník s cennými papíry

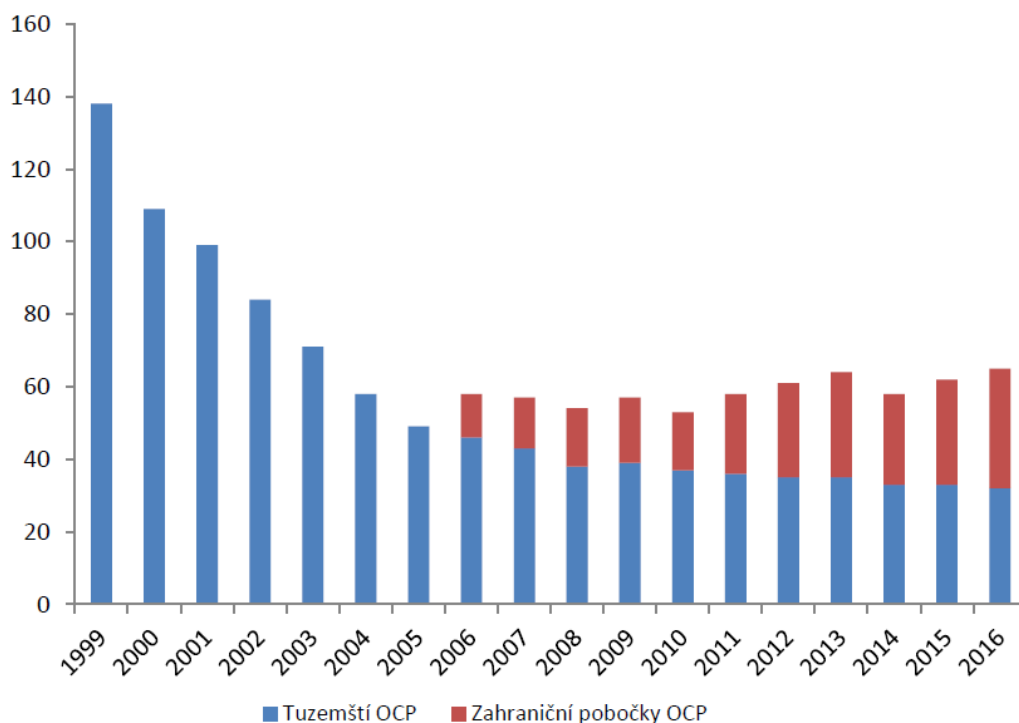
Český právní řád uváděl jako povinnou právní formu pro obchodníka s cennými papíry akciovou společnost. Český zákonodárce chtěl především omezit přístup některým subjektům jako poskytovatelům investičních služeb na kapitálový trh. To bylo důsledkem tehdejší nestálosti kapitálového trhu a nedostatečného regulatorního rámce. Transpozice MiFID I přinesla do českého právního řádu další možnou právní formu obchodníka s cennými papíry, a to společnost s ručením omezeným. Vzhledem k tomu, že další požadavky na obchodníka s cennými papíry ve formě společnosti s ručením omezeným zůstaly stejné, nebyla tato forma využívána. To se změnilo implementací MiFID II. MiFID II rozdělila obchodníky na několik skupin podle rozsahu služeb, které jsou oprávněni poskytovat. Vznikla tak skupina tzv. malých obchodníků, jejichž rozsah oprávnění co do poskytování investiční služeb je totožný, jako v případě investičních zprostředkovatelů, avšak okruh investičních nástrojů je širší.

¹⁹⁶ Informace pro veřejnost k oprávnění osob poskytovat služby na finančním trhu [online], Česká národní banka [vid. 31. března 2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/upozorneni_pro_verejnost/20130802_upozorneni_info_sluzby_fintrh.html

Obr. 17 – Vývoj počtu obchodníků s cennými papíry v letech 1999 – 2016

Vývoj počtu obchodníků s cennými papíry

(Zdroj: Garanční fond obchodníků s cennými papíry)



Zdroj: Výroční zpráva Garančního fondu obchodníků s cennými papíry za rok 2016¹⁹⁷

Česká národní banka udělí povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry na žádost obchodní společnosti, nebo zakladatele obchodní společnosti přede dnem jejího zápisu do obchodního rejstříku, jestliže jsou splněny tyto podmínky:

- a) tato společnost má nebo bude mít právní formu akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným,
- b) sídlo a skutečné sídlo této společnosti je nebo má být v České republice,
- c) tato společnost je důvěryhodná,
- d) má minimálně požadovaný počáteční kapitál,

¹⁹⁷ Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zpráva_2016.pdf.

- e) kvalifikovanou účast na této společnosti mají nebo budou mít pouze osoby povolené zákonem,
- f) úzké propojení této společnosti s jinou osobou nebrání ani nebude bránit účinnému výkonu dohledu nad obchodníkem s cennými papíry,
- g) plán obchodní činnosti této společnosti
 - vymezuje a pokrývá plánovaný rozsah činnosti obchodníka s cennými papíry,
 - je podložený reálnými ekonomickými propočty a
 - vymezuje činnosti, jejichž výkonem hodlá pověřit jiného, včetně informací o tom, zda hodlá využívat pracovníky, investiční zprostředkovatele a vázané zástupce,
- h) má dostatečné věcné, personální a organizační předpoklady pro řádný výkon činnosti obchodníka s cennými papíry umožňující naplnění jejího plánu obchodní činnosti a plnění povinností obchodníka s cennými papíry, zejména v oblasti pravidel jednání se zákazníky a pravidel řádného a obezřetného poskytování investičních služeb, včetně
- i) vedoucí orgán této společnosti a jeho členové splňují požadavky stanovené zákonem.

Nebudu detailně rozebírat jednotlivé požadavky na personální zabezpečení činnosti obchodníka s cennými papíry (vedoucí osoby, další osoby, prostřednictvím kterých vykonává svou činnost)¹⁹⁸ ani na osoby s kvalifikovanou účastí nebo na věcné, technické a organizační zabezpečení činnosti. Principy, na základě kterých tyto požadavky stojí, jsou totožné s principy udělení povolení pro obhospodařovatele investičního fondu.

Níže se zaměřím se na kapitálové požadavky, neboť ty jsou rozdílné. Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a nemá poskytování investičních služeb omezené, musí činit alespoň částku odpovídající 730 000 EUR.

¹⁹⁸ S výjimkou nových odbornostních zkoušek dle novely ZPKT účinné k 3. 1. 2018.

Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a není oprávněn poskytovat investiční služby uvedené v § 4 odst. 2 písm. c) a h) ZPKT, musí činit alespoň částku odpovídající 125 000 EUR.

Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a není oprávněn poskytovat investiční služby uvedené v § 4 odst. 2 písm. c) a h) ZPKT a zároveň není oprávněn přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků, musí činit alespoň částku odpovídající 50 000 EUR.

Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, který není bankou a je oprávněn poskytovat pouze hlavní investiční služby uvedené v § 4 odst. 2 písm. a) a e) ZPKT a zároveň není oprávněn přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků, musí činit alespoň částku odpovídající 50 000 EUR.

Tab. 3 – Výše počátečního kapitálu v závislosti na rozsahu poskytování investičních služeb

Rozsah inv. služeb	Výše počátečního kapitálu
bez omezení	730 000 EUR
s výjimkou - obchodování na vlastní účet a - upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání	125 000 EUR
s výjimkou - obchodování na vlastní účet a - upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání a zároveň není oprávněn přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků	50 000 EUR
pouze - investiční poradenství a - přijímání a předávání pokynů a zároveň není oprávněn přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků	50 000 EUR

Zdroj: Vlastní tvorba autorky

Počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry může být nižší, než je stanoveno, pokud je takový obchodník s cennými papíry pojištěn pro případ odpovědnosti za škodu způsobenou při poskytování investičních služeb s limitem pojistného plnění

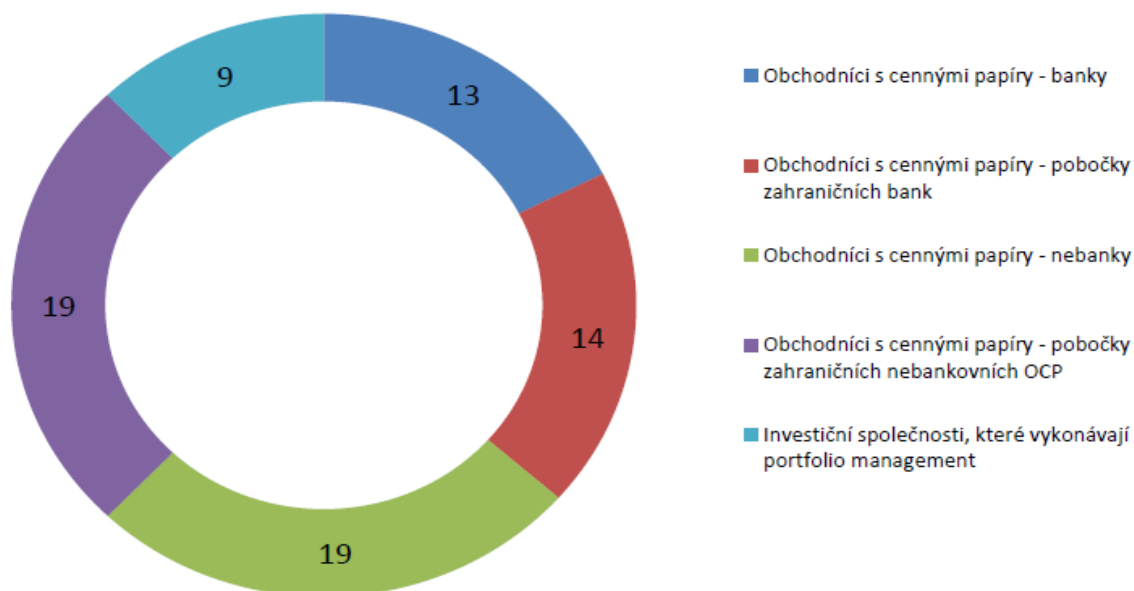
- ve výši odpovídající částce alespoň 1 000 000 EUR na každou pojistnou událost a
- v případě souběhu více pojistných událostí v jednom roce ve výši odpovídající částce alespoň 1 500 000 EUR.

Pokud obchodník s cennými papíry při nabízení investice mluví o výnosech či výhodách, musí také upozornit na všechna podstatná rizika, která hrozí, avšak žádným způsobem sám neručí za ztrátové obchody. Zároveň nesmí zastírat, zlehčovat nebo zamlčovat důležité skutečnosti nebo informace, klamat investora. Během investice má obchodník povinnost provádět obchody jen za nejlepších podmínek, musí tedy přihlížet k ceně obchodu, všem poplatkům či k jiným významným důvodům.

Obr. 16 - Struktura obchodníků s cennými papíry

Struktura obchodníků s cennými papíry

(Zdroj: ČNB, Zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem v roce 2016)



Zdroj: Výroční zpráva Garančního fondu obchodníků s cennými papíry za rok 2016¹⁹⁹

¹⁹⁹ Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zprava_2016.pdf.

Obchodník s cennými papíry má, na rozdíl od obhospodařovatele fondu, stanoveny jiné povinnosti ohledně informování investora. Obchodník s cennými papíry je povinen informovat zákazníka v dostatečném časovém předstihu před poskytnutím investiční služby o:

- údajích o své osobě,
- investičních službách, které poskytuje,
- investičních nástrojích, kterých se má investiční služba týkat, a o navrhovaných strategiích pro investování,
- převodních místech a
- veškerých nákladech a souvisejících úplat.

V souladu s § 14a ZPKT může obchodník s cennými papíry být při jednání se zákazníkem nebo potenciálním zákazníkem v rámci poskytování investičních služeb zastoupen pouze svým pracovníkem, investičním zprostředkovatelem nebo svým vázaným zástupcem.

Obchodník s cennými papíry zároveň zajistí, aby jeho pracovníci, jeho vázaní zástupci a pracovníci jeho vázaných zástupců, kteří v rámci poskytování investičních služeb jednají se zákazníky nebo potenciálními zákazníky, nebo kteří jsou za jednání se zákazníky zodpovědní, trvale splňovali podmínky odborné způsobilosti a důvěryhodnosti.

Odbornou způsobilostí se rozumí získání.²⁰⁰

- a) všeobecných znalostí²⁰¹ nezbytných pro jednání se zákazníkem nebo potenciálním zákazníkem v rámci poskytování investičních služeb a
- b) odborných znalostí a dovedností nezbytných pro jednání se zákazníkem nebo potenciálním zákazníkem v rámci poskytování investičních služeb.

²⁰⁰ Ust. § 14b zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

²⁰¹ Všeobecné znalosti nezbytné pro jednání se zákazníkem nebo potenciálním zákazníkem v rámci poskytování investičních služeb se prokazují vysvědčením o maturitní zkoušce nebo dokladem o dosažení vyššího vzdělání.

K prokázání odborných znalostí je nezbytné složení odborné zkoušky. Odborné znalosti přitom zahrnují následující znalosti a dovednosti:

a) znalosti

- v rozsahu odborného minima o finančním trhu,
- struktury, subjektů a fungování kapitálového trhu,
- regulace poskytování investičních služeb, včetně etických kodexů v oblasti kapitálového trhu, existují-li,
- investičních nástrojů a jejich emisí, investičních služeb a investičních fondů,
- investic, investiční strategie a portfolia a souvisejících rizik a
- finanční analýzy a

b) dovednosti

- vysvětlit zákazníkovi nebo potenciálnímu zákazníkovi investiční nástroj, investiční službu a investiční fondy,
- provést analýzu dostupných investičních nástrojů a
- nabídnout zákazníkovi nebo potenciálnímu zákazníkovi investiční nástroj, který odpovídá jeho potřebám.

Odborné zkoušky může pořádat pouze akreditovaná osoba, která bude provádět zkoušky na základě souboru zkuškových otázek, který připravila Česká národní banka společně s Ministerstvem financí.

Obr. 17 – Vzor zkouškové otázky - 1

Číslo a verze otázky:	19384.2	
Typ otázky:	Jedna správná odpověď	
Kategorie:	a) odborné minimum o finančním trhu / 2. základy teorie financí (časová hodnota peněz, vztah mezi výnosem, rizikem a likviditou)	
Odůvodnění:	Přepočet (převod) současné hodnoty (např. bankovního vkladu) na jeho budoucí hodnotu se v teorii i v praxi označuje jako úročení, jehož opakem je odúročení, či diskontování. A pokud jde o hedging (zajištění), tak ten nemá s přepočtem současné hodnoty na budoucí hodnotu nic společného.	
Zdroj:	Oldřich Rejnuš, Finanční trhy, 4. rozšířené vydání, str. 180.	
Sada:	A (zúžený rozsah inv. nástrojů)	
Text otázky:	Přepočet (resp. převod) současné hodnoty (např. bankovního vkladu) na jeho budoucí hodnotu se označuje jako:	
Odpověď A:	Diskontování.	N
Odpověď B:	Odúročení.	N
Odpověď C:	Úročení.	A
Odpověď D:	Hedging.	N

Zdroj: ČNB - Zkoušky dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů²⁰²

Obr. 18 – Vzor zkouškové otázky - II

Číslo a verze otázky:	19385.1	
Typ otázky:	Jedna správná odpověď	
Kategorie:	a) odborné minimum o finančním trhu / 2. základy teorie financí (časová hodnota peněz, vztah mezi výnosem, rizikem a likviditou)	
Odůvodnění:	Diskontováním rozumíme přepočet budoucích cash flow plynoucích z investičního nástroje v jednotlivých letech na současnou hodnotu.	
Zdroj:	Oldřich Rejnuš, Finanční trhy, 4. rozšířené vydání, str. 181.	
Sada:	A (zúžený rozsah inv. nástrojů)	
Text otázky:	Diskontováním se rozumí:	
Odpověď A:	Přepočet budoucích cash flow plynoucích z investičního nástroje v jednotlivých letech na současnou hodnotu.	A
Odpověď B:	Přepočet nominální hodnoty investičních nástrojů na hodnotu reálnou.	N
Odpověď C:	Přepočet současných cash flow plynoucích z investičního nástroje na budoucí hodnotu.	N
Odpověď D:	Složené úročení cash flow plynoucích z investičního nástroje v jednotlivých letech na budoucí hodnotu.	N

Zdroj: ČNB - Zkoušky dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů²⁰³

²⁰² Zkoušky dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, [online], Česká národní banka [vid. 31. srpna 2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/povolovaci_schvalovaci_rizeni/ocp_inv_zprostredkovatel_vz/zkousky_ZPKT.html

4.4.2 Investiční zprostředkovatel

Investiční zprostředkovatel je osoba, která je na základě povolení k činnosti investičního zprostředkovatele uděleného Českou národní bankou oprávněna poskytovat pouze investiční služby obstarání a investičního poradenství.

Před MiFID II (tj. před 3. 1. 2018) mohli investiční zprostředkovatelé tyto investiční služby poskytovat ve vztahu k široké škále investičních nástrojů. Po MiFID II mohou investiční zprostředkovatelé tyto investiční služby poskytovat jen ve vztahu k

- cenným papírům kolektivního investování vydávaným fondy kolektivního investování nebo srovnatelnými zahraničními investičními fondy,
- cenným papírům kolektivního investování vydávaným fondy kvalifikovaných investorů nebo srovnatelnými zahraničními investičními fondy,
- dluhopisům vydaným Českou republikou,
- hypotečním zástavním listům nebo
- dluhopisům, ke kterým byl vydán prospekt nebo srovnatelný dokument.

Tím došlo k podstatnému omezení jejich činnosti.²⁰⁴ Nejedná se však o jediné omezení ve vztahu k činnosti investičních zprostředkovatelů, které s sebou přinesla novela ZPKT implementující MiFID II.

Nově mají investiční zprostředkovatelé také povinnost hradit roční správní poplatky ve výši 5.000 Kč (obnovení povolení České národní banky). Dále mají povinnost

²⁰³ Zkoušky dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, [online], Česká národní banka [vid. 31. srpna 2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/povolovaci_schvalovaci_rizeni/ocp_inv_zprostredkovatel_vz/zkousky_ZPKT.html

²⁰⁴ V rámci hodnocení dopadů regulace (RIA) bylo uvažováno i o zrušení právní úpravy investičních zprostředkovatelů, s tím, že by se přeměnili na malé OCP nebo vázané zástupce. Po dlouhých diskuzích došlo ke kompromisu a úprava byla zachována s tím, že byl zúžen okruh nástrojů, se kterými mohou investiční zprostředkovatelé obchodovat.

být pojištěni pro případ odpovědnosti za škodu na nejméně 13,5 mil. Kč na jednu událost a 20,25 mil. Kč na souběh pojistných událostí v kalendářním roce.

Investiční zprostředkovatelé musí nově zavést také řídicí a kontrolní systém. Ten nemá takový rozsah, jako v případě obchodníka s cennými papíry (např. investiční zprostředkovatel nemá povinnost zavádět interní audit nebo je povinen řídit pouze operační rizika), ale i takové rozšíření povinností ve vztahu k vnitřnímu uspořádání a organizaci investičního zprostředkovatele podstatně posiluje ochranu investora.

Stejně jako obchodník s cennými papíry je i investiční zprostředkovatel povinen jednat s odbornou péčí. Poskytování investičních služeb investičním zprostředkovatelem s odbornou péčí zejména znamená, že investiční zprostředkovatel jedná kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu zákazníků.²⁰⁵

Důvodem zvýšení požadavků na investičního zprostředkovatele že největší část investic prostřednictvím kapitálového trhu je od drobných investorů zprostředkována právě investičními zprostředkovateli. Protože jsou často jedinou osobou, se kterou se investor v souvislosti s investováním setká, bylo nezbytné pro tuto osobu stanovit přísnější povinnosti. Pro představu níže uvádím počet smluv sjednaných prostřednictvím investičních zprostředkovatelů.

Obr. 19 – Počet sjednaných smluv za 1. čtvrtletí 2018

		Zprostředkovaný obrat (tis. Kč)	Počet smluv
Podílové listy - objem nákupů	<i>Souhrn zprostředkovaných částek</i>	2 603 252	41 238
Pravidelné investice	<i>Souhrn zprostředkovaných ročních částek</i>	484 069	
CELKEM		3 087 321	

²⁰⁵ Viz ust. § 32 odst. 6 ZPKT: „Pro investičního zprostředkovatele se použijí obdobně ustanovení hlavy II dílu 3 oddílu 5 upravující jednání se zákazníky, s výjimkou § 15 odst. 1 a 2, § 15b a § 15l až 15r. Pro účely § 2a odst. 3, § 2b, 2c a 2d se na investičního zprostředkovatele hledí, jako by byl obchodníkem s cennými papíry.“

Zdroj: Tisková zpráva Unie společností finančního zprostředkování a poradenství (USF ČR)²⁰⁶

Obr. 20 – Počet sjednaných smluv za 4. čtvrtletí 2017

		Zprostředkovaný obrat (tis. Kč)	Počet smluv
Podílové listy - objem nákupů	<i>Souhrn zprostředkovaných částek</i>	2 079 494	41 277
Pravidelné investice	<i>Souhrn zprostředkovaných ročních částek</i>	411 263	
CELKEM		2 490 757	

Zdroj: Tisková zpráva Unie společností finančního zprostředkování a poradenství (USF ČR)²⁰⁷

²⁰⁶ Společná tisková zpráva USF ČR a AFIZ, z.s. 21. května 2018 <http://www.usfcr.cz/wp-content/usf-statistiky/Vyvoj-trhu-1Q-2018.pdf>

²⁰⁷ Společná tisková zpráva USF ČR a AFIZ, z.s. 9. května 2018 <http://www.usfcr.cz/wp-content/usf-statistiky/Vyvoj-trhu-4Q-2017.pdf>

Obr. 21 – Počet sjednaných smluv za 1. čtvrtletí 2017

		Zprostředkovaný obrat (tis. Kč)	Počet smluv
Podílové listy - objem nákupů	<i>Souhrn zprostředkovaných částek</i>	2 509 269	45 829
Pravidelné investice	<i>Souhrn zprostředkovaných ročních částek</i>	439 244	
CELKEM		2 948 513	

Zdroj: Tisková zpráva Unie společností finančního zprostředkování a poradenství (USF ČR)²⁰⁸

4.4.3 Vázaný zástupce

V předchozí kapitole bylo uvedeno, že je to investiční zprostředkovatel, který jedná s investorem. To může být pravda za předpokladu, že investičním zprostředkovatelem je fyzická osoba. Na trhu však existuje množství investičních zprostředkovatelů ve formě právnické osoby. V takovém případě pak s investorem jednájí statutární orgán této právnické osoby, její zaměstnanci nebo vázaní zástupci.

Nejčastěji jsou to právě vázaní zástupci, kteří nejsou v postavení zaměstnanců, ale osob samostatně výdělečně činných. Vázaní zástupci jsou zapsáni v seznamu vedeném Českou národní bankou a mohou svou činnost vykonávat pouze ve vztahu k jednomu poskytovateli investiční služby (odtud „vázaný“ zástupce).

Poskytovatel investiční služby za činnost vázaného zástupce odpovídá, jako by tuto činnost vykonával sám. Dle informací v seznamech vedených Českou národní bankou bylo k 31. 12. 2017 celkem 26 448 vázaných zástupců a k 25. 5. 2018 celkem 23 179 vázaných zástupců. Pokles je daný právě novými požadavky na odbornost, u kterých byla sice dána přechodná lhůta dvou let, avšak někteří se odregistrovali již nyní.

²⁰⁸ Společná tisková zpráva USF ČR a AFIZ, z.s. 10. května 2017 <http://www.usfcr.cz/wp-content/usf-statistiky/Vyvoj-trhu-1Q-2017.pdf>

Úprava institutu vázaného zástupce se po novele ZPKT účinné od 3. 1. 2018 od původního znění radikálně neodchyluje. I vázaný zástupce musí jednat s odbornou péčí a je oprávněn poskytovat pouze takové služby, které je oprávněn poskytovat zastoupený.

Vázanost mezi ním a zastoupeným je dána například i tím, že žádost o povolení nepodává vázaný zástupce, ale zastoupený, který je také odpovědný za správnost a úplnost údajů a především za splnění podmínek provozování činnosti vázaného zástupce.

Patnáctý dílčí závěr

Subjekty poskytující investiční služby jsou obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce. Všechny tyto osoby mohou vystupovat ve vztahu k investorovi při poskytování investičních služeb. Nejvyšší nároky jsou kladeny na obchodníka s cennými papíry, který je oprávněn poskytovat nejširší spektrum investičních služeb ve vztahu k největšímu množství investičních nástrojů. Obchodník s cennými papíry často ve vztahu k investorům nejedná sám, ale prostřednictvím investičního zprostředkovatele nebo vázaného zástupce. Na tyto osoby jsou kladeny nároky nižší, ale obchodník za jejich činnost odpovídá, jako by jí investorovi poskytoval sám. Po novele účinné od 3. 1. 2018 se značně zvýšily nároky na investiční zprostředkovatele, což posiluje ochranu investora. Vzhledem k přechodnému dvouletému období nezbývá než čekat, jak se zvýšení nároků projeví ve vztahu k poskytování investičních služeb obstarání a investičního poradenství.

V. Část Kompenzační (garanční) schémata

Základem pro ochranu investora na kapitálovém trhu je ochrana jeho majetku. Garanční a kompenzační schémata (označovaná také jako systémy) nebo také zajišťovací fondy, poskytují ochranu majetku zákazníka. *Zajišťovací fondy jsou samostatné právnické osoby veřejného práva zapisované do obchodního rejstříku. Jejich hlavním účelem je pravidelná a soustavná tvorba určité finanční rezervy prostřednictvím vybírání povinných prostředků podle zákona od právnických osob, které spravují a nakládají s finančními prostředky nemalého množství jiných osob. Platební neschopnost těchto právnických osob, případně jejich úpadek by vzhledem ke spravování finančních prostředků množství lidí mohl narušit více či méně výrazně ekonomickou stabilitu z celostátního pohledu.*²⁰⁹

Jedná se o schémata, která jsou povinně zřizovaná ze zákona, a do nichž musí instituce, ve vztahu ke kterým je poskytována náhrada povinně přispívat. Garanční systémy se přitom liší co do jednotlivých sektorů finančního trhu (banky, obchodníci s cennými papíry, pojišťovny), ale také co do subjektů, kterým je z nich poskytována náhrada (např. územní samosprávný celek nemá nárok na poskytnutí náhrady z Garančního fondu obchodníků s cennými papíry).²¹⁰

Garanční schémata tedy většinou fungují na principu placení povinných příspěvků finančních institucí, které poskytují služby retailovým investorům. Z garančních schémat jsou následně, v případě nepříznivé události, hrazeny náhrady investorům, kterým vznikla v důsledku této nepříznivé události škoda.

„V roce 2009 byla v návaznosti na předchozí pády významných bank novelizována směrnice o DGS a Evropské komisi bylo uloženo vydat zprávu o možnostech harmonizace národních DGS, umožnění plného krytí dočasně zvýšených zůstatků na účtech, zavedení rizikově vážených modelů financování a dalších aspektech DGS a případně zahájit legislativní proces vedoucí k revizi systému garančních schémat, přičemž od počátku bylo

²⁰⁹ JANOVEC M., Zajišťovací a jiné fondy, Právní fórum, 2012, č. 1. str. 35.

²¹⁰ § 130 odst. 4 písm. b) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

deklarováno, že systém garančních schémat má být revidován ve společném balíčku jak pro oblast bankovníctví, tak pro oblast kapitálového trhu. V roce 2009 vyhlásila Evropská komise k tématu DGS veřejnou konzultaci a k tématu pojištění zákaznického majetku v oblasti kapitálového trhu (ICS) call for evidence (veřejné dotazování). V roce 2009 a 2010 Evropská komise uspořádala několik jednání pracovní skupiny na expertní úrovni, kde byla diskutována dílčí témata pojištění vkladů (množina pojištěných účtů, okruh pojištěných vkladatelů, úroveň pojištění, výjimky z úrovně pojištění, financování DGS, vyplácení náhrad, vztah k systému pojištění v oblasti kapitálového trhu, vzájemné započtení pohledávek, rozšíření pravomocí DGS do oblasti krizového řízení (Agenda - krizového řízení), vztah DGS a ICS, aj.), ale rovněž možnost zcela změnit současný systém národních DGS a nahradit jej novým systémem například jediného pan-EU DGS. Dne 12. července 2010 zveřejnila EK očekávanou dopadovou studii, společně s novým návrhem směrnice o DGS, návrhem novely směrnice o ICS a Bílou knihou o systémech záruk v pojišťovnictví (IGS). V oblasti garančních schémat v bankovníctví a na kapitálovém trhu proběhlo v průběhu roku 2010 několik dalších expertních jednání na úrovni Rady, kde byly diskutovány jednotlivé návrhy obou legislativních návrhů a v oblasti DGS precizován kompromisní text nové směrnice. Ministerstvo financí také zaslalo své odpovědi na otázky uvedené v Bílé knize o systémech záruk v pojišťovnictví týkající se možného zavedení garančních schémat pro pojistné produkty.“²¹¹

Garančních fond obchodníků s cennými papíry je upravený v ust. § 128 až § 134 ZPKT.²¹² Garančních fond obchodníků s cennými papíry je záručním systémem podle

211 Ministerstvo financí ke garančním schématům a jejich evropsko-právní shrnuje následující (Agendy [online]. 2011 [cit. 2011-07-20]. Ministerstvo financí ČR. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_fsd_agendy.html#55196>.)

212 Garanční fond vznikl na základě zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. V současné době upravuje zásady činnosti a působnost Garančního fondu zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. Úkolem Garančního fondu je vyplácet náhrady zákazníkům obchodníků s cennými papíry, kteří nejsou schopni plnit své závazky vůči svým zákazníkům. Garanční fond není státním fondem ani správním orgánem.

směrnice 97/9/ES.²¹³ Směrnice požaduje, aby členský stát zajistil vytvoření záručního systému, ze kterého budou vypláceny náhrady zákazníkům obchodníka s cennými papíry, který není schopen plnit své závazky vůči těmto zákazníkům.²¹⁴

Činnost Garančního fondu je určena zákonem a podrobněji statutem fondu takto:

- na základě oznámení České národní banky, učiněného v souladu se zákonem nebo na základě rozhodnutí příslušného soudu, Garanční fond poskytuje za podmínek stanovených zákonem náhradu zákazníkovi obchodníka s cennými papíry, který z důvodů přímo souvisejících s jeho finanční situací není schopen plnit závazky vůči svým zákazníkům za zákonných a smluvních podmínek;
- shromažďuje zákonem vymezené zdroje majetku Garančního fondu, splácí návratné finanční výpomoci a úvěry, investuje peněžní prostředky Garančního fondu;
- plní zákonem stanovené informační povinnosti;
- vstupuje do práv zákazníků na plnění vůči obchodníkovi ve výši rovnající se vyplaceným náhradám a tato práva vykonává.²¹⁵

V roce 2016 řešil Garanční fond několik kauz, a to relativně úspěšně.²¹⁶

²¹³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 97/9/ES ze dne 3. března 1997 o systémech pro odškodnění investorů. [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

²¹⁴ Z důvodové zprávy k zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu: „Po vzoru úpravy fondu pojištění vkladů podle zákona o bankách zákon o cenných papírech umožňuje návratnou finanční výpomoc ze strany státu v případě nedostatku finančních prostředků v Garančním fondu obchodníků s cennými papíry. Tyto úpravy znamenají ve svém důsledku nemalé nároky na státní rozpočet s tím, že návratnost výpomoci může být velmi nejistá, resp. může být neúnosně dlouhodobou záležitostí. Garanční fond obchodníků s cennými papíry je právnická osoba, která zabezpečuje záruční systém, z něhož se vyplácejí náhrady zákazníkům obchodníků s cennými papíry, kteří nejsou schopni plnit své závazky vůči svým zákazníkům.“

²¹⁵ JANOVEC, M. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Právní rádce, 2009, č. 7, s. 31.

²¹⁶ Z Výroční zprávy Garančního fondu obchodníků s cennými papíry za rok 2016 http://www.gfo.cz/files/VZ_2016_final.pdf „Dne 27. května 2016 Fond obdržel od ČNB oznámení o tom, že

Systemu pojištění zabezpečovaného Garančním fondem se povinně účastní všichni obchodníci s cennými papíry²¹⁷ s výjimkou zahraničních osob poskytujících investiční služby v České republice, které jsou účastníky záručního systému v jiném členském státě EU na základě tzv. jednotné licence. Příspěvek do Fondu jsou rovněž povinny platit investiční společnosti, které obhospodařují majetek zákazníka, pokud současně vykonávají činnost úschovy a správy cenných papírů vydaných investičním fondem nebo poskytují investiční poradenství týkající se investičních nástrojů.²¹⁸

Výše příspěvku do Garančního fondu se řídí ustanoveními zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Obchodníci s cennými papíry jsou povinni platit příspěvek ve výši 2 % z objemu přijatých poplatků a provizí za poskytnuté investiční služby. Roční výše příspěvku činí nejméně 10 000 Kč.²¹⁹

Na trhu se však stále častěji objevují názory, že by bylo vhodné snížit poplatky obchodníků do Garančního fondu obchodníků s cennými papíry. To je pochopitelné, neboť vzhledem k implementaci evropské legislativy čelí obchodníci s cennými papíry neúměrně zvyšující se nákladovosti. Implementace EMIR, MiFID, MAR, benchmarků, PRIIPs a

společnost PROVENTUS Finance, a.s. není z důvodu své finanční situace schopna plnit své závazky spočívající ve vydání majetku zákazníkům. Fond následně vydal příslušné oznámení a vyzval zákazníky, aby přihlásili své nároky na náhradu. Do konce roku 2016 se řádně přihlásili dva zákazníci. Z minulých významných kauz lze zmínit, že pokračuje část trestního řízení proti dvěma hlavními představitelům KTP Quantum, a.s. Zatímco hlavní trestní řízení skončilo amnestií prezidenta republiky, soudy stále projednávají návrh státního zástupce na zabránění zbylého majetku ve prospěch státu v řádu desítek milionů Kč. Fond s návrhem na zabránění nesouhlasí, protože drtivá většina zbylého majetku podle názoru Fondu patří zákazníkům KTP Quantum, a.s. a jeho zabráním by byli opakovaně postiženi. V další významné kauze Private Investors, a.s. Fond dále jednal o snížení neoprávněných nákladů konkursního správce o cca 3 mil. Kč s cílem ochránit majetek věřitelů a dosáhnout částečného rozvrhu.“

²¹⁷ Ust. § 128 odst. 9 zákonač. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

²¹⁸ Ust. § 33 odst. 1 písm. c) bod 5 zákonač. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 30. listopadu 2017].

²¹⁹ Celková výše příspěvků za rok 2016 dosáhla 164,6 mil. Kč, což znamená oproti předchozímu roku pokles o 4,3 mil. Kč.

další návrhy přinesly zvýšení regulačních nákladů spojených nejenom s compliance, ale také s vývojem IT systémů. Především v menší jurisdikci, jako je Česká republika se subjekty menší velikosti, než je běžné v Západní Evropě, mají tyto náklady neúměrný dopad vzhledem k působení a tržním podmínkám, ve kterých domácí obchodníci působí. Tyto náklady tak rostly za poslední roky o desítky procent ročně.

Na druhou stranu, vzhledem k přísnější regulaci a lepšímu dohledu (i v návaznosti na rostoucí reportingové nároky) se podstatně snížila pravděpodobnost úpadku obchodníků a také Garanční fond je již z větší části naplněný. Navíc vzhledem k poměru k objemu pojištěného majetku existuje v České republice jeden z největších garančních fondů na světě, přičemž v současné době neúměrná výše poplatku způsobuje, že pro některé obchodníky je „kvazidaň“ v podobě poplatku do Garančního fondu vyšší, než daň z příjmů právnických osob. S výše uvedeným lze souhlasit, neboť výše výplat z Garančního fondu klesá a objem prostředků narůstá. Rezerva na náhrady z Garančního fondu měla v roce 2017 dosáhnout částky 1 126,8 mil. Kč.²²⁰

Příspěvky od subjektů na trhu nejsou jediným příjmem Garančního fondu. Vedlejším příjmem Garančního fondu jsou pokuty uložené obchodníkům s cennými papíry podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, pokuty uložené investičním společnostem za porušení ustanovení týkajících se obhospodařování majetku zákazníků a výnosy z investování peněžních prostředků Garančního fondu.

Výše pokut uložených ČNB, které Garanční fond v roce 2016 obdržel, dosáhla částky 1,77 mil. Kč (oproti 15,75 mil. Kč v roce 2015; 1,75 mil. Kč v roce 2014; 2,0 mil. Kč v roce 2013; resp. 0,2 mil. Kč v roce 2012). Dalším příjmem Garančního fondu byly inkasované úroky (128 tis. Kč), inkasované pohledávky ze soudních sporů (155 tis. Kč). Podíl na zákaznickém majetku v konkursní podstatě či podíl na zůstatku konkursní podstaty Garanční fond v roce 2016 neobdržel.²²¹

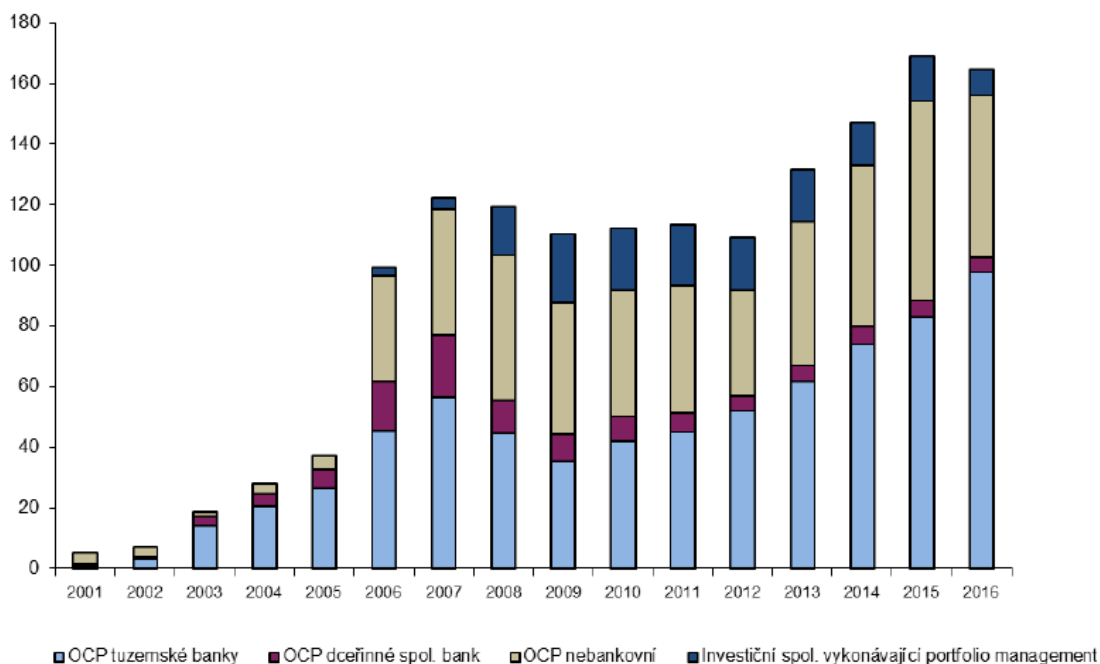
²²⁰ Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zprava_2016.pdf.

²²¹ Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zprava_2016.pdf.

Obr. 22 – Struktura příspěvků od obchodníků s cennými papíry v letech 2001 - 2016

Struktura příspěvků od obchodníků s cennými papíry (mil. Kč)

(Zdroj: Garanční fond obchodníků s cennými papíry)



Zdroj: Výroční zpráva Garančního fondu obchodníků s cennými papíry za rok 2016²²²

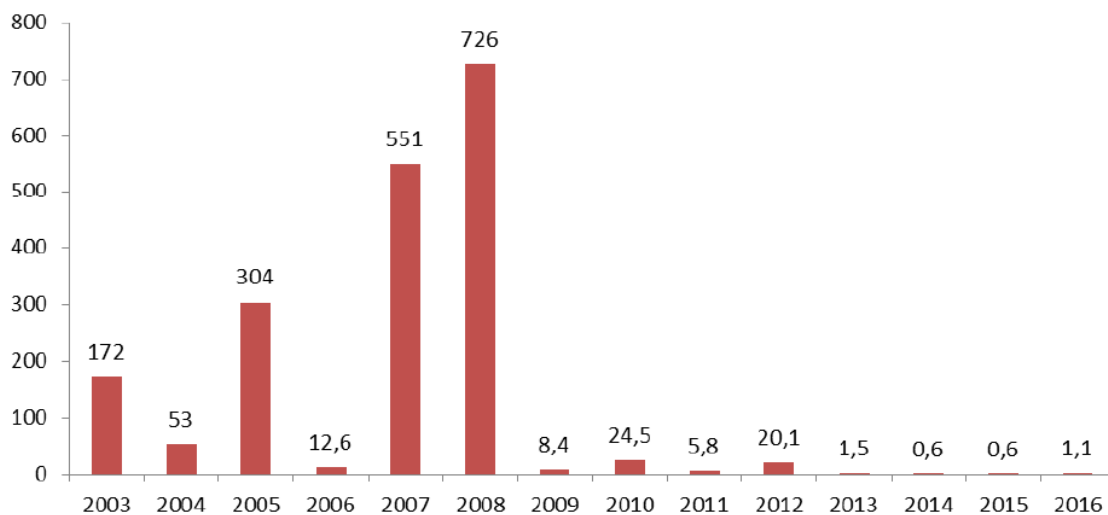
Náhrady zákazníkovi obchodníka v případě, kdy obchodník není z důvodů přímo souvisejících s jeho finanční situací schopen plnit své závazky, jsou poskytovány ve výši 90 % jeho zákaznického majetku, avšak může dosáhnout maximální korunové částky do výše ekvivalentu 20 000 EUR pro jednoho zákazníka u jednoho obchodníka. V případě, že prostředky Garančního fondu nepostačují k vyplacení náhrad pro zákazníky insolventních obchodníků, Garanční fond si potřebné peněžní prostředky musí obstarat pouze na finančním trhu.

²²² Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zpráva_2016.pdf.

Obr. 23 – Vývoj výplaty náhrad z Garančního fondu obchodníků s cennými papíry v letech 2001 - 2016

Výplaty náhrad v jednotlivých letech (mil. Kč)

(Zdroj: Garanční fond obchodníků s cennými papíry)



Zdroj: Výroční zpráva Garančního fondu obchodníků s cennými papíry za rok 2016²²³

Z výše uvedeného je patrné, že nejvyšší výplata náhrad byla poskytnuta v roce 2008 v souvislosti s finanční krizí a zejména kauzou KTP Quantum. Garanční fond tehdy obdržel státní dotaci (tj. nenávratnou státní pomoc) ve výši 800 mil. Kč. „Vláda České republiky 2. dubna 2008 přijala návrh Ministerstva financí na poskytnutí nenávratné dotace 800 mil. Kč do rozpočtu GFOCP. Garanční fond bezprostředně po rozhodnutí vlády o přidělení dotace, požádal Ministerstvo financí o výplatu dotace. Správní rada fondu po projednání rozhodla o rozdělení dotace na nároky klientů KTP Quantum s tím, že výplata bude zahájena co nejdříve, cca do měsíce od obdržení prostředků. Fond rozdělí dotaci na úhradu zákonných nároků klientů KTP Quantum, protože tato kauza je nejstarší v pořadí dosud nevypořádaných zákazníků bývalých obchodníků s cennými papíry.“²²⁴ Obdržení této dotace je odrazem státní garance náhrad z Garančního fondu, kterou předpokládá § 131 odst. 3 ZPKT „V případě, že prostředky Garančního fondu nepostačují k vyplacení náhrad s příslušenstvím nebo

²²³ Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zprava_2016.pdf.

²²⁴ KTP Quantum [online]. 2011 [cit. 2011-08-30]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: <http://www.gfo.cz/page.php?show=obchodnici&id=2>.

k úhradě nákladů na činnost, obstará si Garanční fond potřebné peněžní prostředky na finančním trhu. Garanční fond dbá, aby podmínky, za kterých jsou peněžní prostředky Garančního fondu poskytnuty, byly pro něj co nejvýhodnější. Pokud si Garanční fond peněžní prostředky na finančním trhu neobstará, může mu být na jeho žádost z důvodů zvláštního zřetele hodných poskytnuta dotace nebo návratná finanční výpomoc v potřebné výši ze státního rozpočtu.“ V roce 2016 vyplatil Fond náhrady ve výši 1,1 mil. Kč, a to zákazníkům společnosti Americas International Brokers, a.s.

Obr. 24 – Přehled vybraných informací o kauzách řešených Garančním fondem obchodníků s cennými papíry v letech 2001 - 2016

Přehled vybraných informací o kauzách řešených Fondem

(Zdroj: Garanční fond obchodníků s cennými papíry)

	Private Investors	Bradley, Rosenblatt	KTP Quantum	Fimex Praha	Profin CB	Komerio, brokerský dům Konečný	Forte Invest	Sati	Americas International Brokers	Key Investments	PROVENTUS Finance
Vyhlášení konkursu na obchodníka	1. 6. 2001	13. 8. 2001	22. 3. 2002	7. 11. 2001	15. 7. 2002	7. 5. 2003	2. 1. 2001	16. 2. 2005	1. 12. 2005	23. 10. 2012	-
Oznámení ČNB (předtím Komise pro cenné papíry)	4. 7. 2001	5. 9. 2001	21. 5. 2002	26. 8. 2002	26. 8. 2002	-	-	-	1. 11. 2005	21. 8. 2012	27.5. 2016
Oznámení Fondu	4. 7. 2001	5. 9. 2001	21. 5. 2002	27. 8. 2002	27. 8. 2002	8. 10. 2003	23. 12. 2004	14. 2. 2005	8. 11. 2005	23. 8. 2012	31.5. 2016
Lhůta pro podání přihlášek k Fondu	4. 12. 2001	5. 2. 2002	21. 10. 2002	27. 1. 2003	27. 1. 2003	8. 3. 2004	23. 5. 2005	14. 7. 2005	8. 4. 2006	21. 1. 2013	-
Zahájení výplaty náhrad	4. 8. 2002	5. 10. 2002	21. 6. 2003	27. 6. 2003	27. 6. 2003	8. 8. 2004	23. 3. 2006	15. 5. 2006	23. 8. 2007	-	-
Počet přihlášených k Fondu	2 056	11	19 770	1 629	42	7	462	213	341	1	2
Evidovaný nárok na náhradu (mil. Kč)	358,5	1,0	1 429,0	0,9	13,0	2,3	7,0	17,5	68,4	0	0
Vyplaceno (mil. Kč)	354,5	1,0	1 418,1	0,9	12,3	2,3	6,9	17,1	68,2	0	0

Údaje k 31. 12. 2016

Zdroj: Výroční zpráva Garančního fondu obchodníků s cennými papíry za rok 2016²²⁵

Bez ohledu na výši prostředků v Garančním fondu, je tedy náhrada prostředků až do výše 90 % investice garantována. Výše uvedená náhrada se však nevztahuje je ztrátu prostředků investora v důsledku pohybů na trhu (nechrání majetek investora před investičním rizikem). Na rozdíl od fondu pojištění vkladů, kdy je vkladateli poskytována garance vrácení prostředků, které uložil u banky / družstevní záložny téměř ve 100 % případů, může v případě

²²⁵ Výroční zpráva za rok 2016 [online]. 2017 [cit. 2018-05-18]. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Dostupné z: http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zpráva_2016.pdf.

obchodníka s cennými papíry dojít ke ztrátě investice,, aniž by byla náhrada poskytnuta. Je tedy třeba, aby si investor uvědomil, že jeho investice není zaručená ve smyslu ochrany před investičním rizikem. Riziko ztráty investice nese vždy přímo sám investor.²²⁶

Šestnáctý dílčí závěr

Existence kompenzačních schémat ve vztahu k poskytování investičních služeb je podstatným prvkem ochrany investora na kapitálovém trhu. Nejvyšší ochranu je třeba poskytovat majetku investora. Zatímco v oblasti bankovníctví existuje fond pojištění vkladů, v oblasti investičních služeb je to garanční fond obchodníků s cennými papíry. Investoři často tyto entity zaměňují a domnívají se, že do určité výše je jejich investice kryta z garančního fondu za všech okolností. Garanční fond však neposkytuje náhrady v případě ztráty prostředků investora v důsledku pohybů na trhu (investiční riziko). To je velmi podstatné. Garanční fond navíc neposkytuje ochranu v případě, že investor investuje do investičního fondu přímo (nikoli prostřednictvím obchodníka s cennými papíry). Absenci garančních schémat ve vztahu k investičním fondům částečně nahrazují depozitáři, kteří mají zejména zaručovat ochranu majetku fondu.

Existence garančního fondu je tedy podstatným nikoli však absolutním prvkem ochrany investora.

²²⁶ JÍLEK, J.: Akciové trhy a investování. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3, str. 332.

VI. Část Orgány dohledu na kapitálovém trhu

6.1 Česká národní banka

Podle čl. 98 Ústavy České republiky je ČNB ústřední bankou státu. ČNB je právnickou osobou, která byla zřízena zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „**ZoCNB**“). Česká národní banka je právnickou osobou a jsou jí svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném tímto zákonem a jinými právními předpisy.

Česká národní banka je orgánem dohledu a zároveň regulátorem kapitálového trhu. Ve vztahu k ochraně investora na kapitálovém trhu jsou stěžejní zejména oblast dohledu (§ 44 ZoCNB)²²⁷ a oblast regulace.²²⁸

Dohledová činnost České národní banky nad kapitálovým trhem je upravena zákonem č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů. Česká národní banka dohlíží celý finanční trh od 1. dubna 2006,²²⁹ kdy došlo ke konsolidaci dohledu nad finančním trhem, původně rozděleným mezi tyto subjekty:

²²⁷ Česká národní banka vykonává dohled nad:

- a) bankami, pobočkami zahraničních bank, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, zahraničními institucemi elektronických peněz, které vykonávají činnost na území České republiky prostřednictvím své pobočky, vydavateli elektronických peněz malého rozsahu, platebními institucemi, zahraničními platebními institucemi, které vykonávají činnost na území České republiky prostřednictvím své pobočky, poskytovateli platebních služeb malého rozsahu, provozovateli platebních systémů s neodvolatelností zúčtování a nad bezpečným fungováním bankovního systému,
- b) obchodníky s cennými papíry, emitenty cenných papírů, centrálním depozitářem, jinými osobami vedoucími evidenci investičních nástrojů, investičními společnostmi, investičními fondy, provozovateli vypořádacích systémů s neodvolatelností vypořádání, organizátory trhů s investičními nástroji a dalšími osobami, o nichž tak stanoví jiné právní předpisy upravující oblast podnikání na kapitálovém trhu,...

²²⁸ Zmocnění vydávat vyhlášky je upraveno vždy v konkrétním zákoně (např. v ZPKT).

²²⁹ zákonem č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem

- a) Komise pro cenné papíry,²³⁰
- b) Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění,²³¹
- c) Ministerstva financí a
- d) Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami.²³²²³³

Dohledem se rozumí následující činnosti:

- a) vedení povolovacích a schvalovacích řízení (reguluje vstup do jednotlivých sektorů finančního trhu),
- b) plnění informačních povinností (shromažďuje informace od jednotlivých subjektů působících na finančním trhu, které dále využívá při dohledu na dálku a statistikách),
- c) vlastní dohled na místě i na dálku (kontroluje činnost subjektů na finančním trhu),
- d) mezinárodní spolupráce (spolupracuje se zahraničními orgány dohledu například při přeshraničním nabízení produktů na finančním trhu nebo při poskytování služeb přeshraničně, a to na základě dvoustranných i mnohostranných dohod, které má Česká národní banka s ostatními evropskými nebo i mimoevropskými orgány dohledu finančního trhu).

Činnost dohledu na dálku se opírá především o údaje z informačních a oznamovacích povinností a dále podněty veřejnosti nebo jiná šetření.²³⁴

²³⁰ Komise pro cenné papíry zanikla k 31. 3. 2006 a její agendu převzala Česká národní banka, konkrétně sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem.

²³¹ Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění zanikl k 31. 3. 2006 a jeho agendu převzala Česká národní banka, konkrétně sekce regulace a dohledu nad pojišťovnami.

²³² Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami zanikl k 31. 3. 2006 a jeho agendu převzala Česká národní banka, konkrétně sekce bankovní regulace a dohledu.

²³³ Historie regulace a dohledu finančního trhu, [online]. Česká národní banka [vid. 30. října 2017]. Dostupné na http://www.historie.cnb.cz/cs/regulace_a_dohled/

Česká národní banka se při dohledu na dálku zaměřuje zejména na fondy kolektivního investování, tedy fondy určené pro veřejnost nebo na subjekty s významným systémovým dopadem.

Česká národní banka dohlíží zejména kapitálové vybavení, dodržování odborné péče, správnost nastavení řídicího a kontrolního systému a nastavení poplatkové struktury v investičních fondech, dodržování pravidel při obhospodařování portfolií, obsah a rozsah informací poskytovaných investorům (dodržování statutů investičních fondů, zákonných limitů, správného oceňování majetku a stanovení aktuální hodnoty fondového kapitálu).

Po zjištění nedostatků stanoví Česká národní banka systém nápravných opatření, jejichž plnění průběžně sleduje. V případě, že jsou pochybení subjektu natolik závažná, že je třeba udělit sankce, Česká národní banka udělí sankci společně s nápravnými opatřeními.²³⁵ V krajním případě je Česká národní banka oprávněna odejmout subjektu licenci.

Podněty od veřejnosti, které slouží, jako podklad pro výkon dohledu jsou často veřejností využívány, jako prostředek k mimosoudnímu řešení sporu. Podnět slouží, jako forma nátlaku na subjekt kapitálového trhu a často je jeho předmětem záležitost, o které mají rozhodnout civilní soudy, nikoli Česká národní banka.

Regulací se rozumí pravomoc České národní banky vydávat vyhlášky v mezích jí vymezených zákonem. Česká národní banka také vydává na podporu účastníků trhu řadu výkladových a metodických materiálů formou úředních sdělení a odpovědí na dotazy. Přímo závazná pravidla i metodické materiály vydávají stále častěji i orgány Evropské unie. Česká národní banka vydává také tzv. dohledové benchmarky, jejichž účelem je seznámení dohlížených subjektů s vybranými zobecněnými dohledovými

²³⁴ V roce 2016 přijala Česká národní banka 25 podnětů od veřejnosti upozorňujících na činnost investičních společností a fondů.

²³⁵ Celkový objem pokut udělených Českou národní bankou dosáhl v roce 2016 výše 3 050 000 Kč.

poznatky a souvisejícími očekáváními dohledu, pokud jde o jednání dohlížených subjektů.²³⁶

V rámci světa můžeme vysledovat tři modely fungování regulace finančního trhu²³⁷:

- Severní proud: v tomto modelu je uznáván jako jediný prostředek pro zajištění dobrého a spolehlivého fungování trhu samotný volný trh. Podmínkou pro efektivní fungování je rozptýlené vlastnictví a přesně stanovená práva akcionářů, jež jsou vynutitelná. Stát zasahuje při regulaci koncentračních aktivit (spojování účastníků).
- Jižní proud: tento model je zcela v protikladu s předcházejícím. Vyznává se v něm přísná a tvrdá kontrola ze strany státu.
- Centrální proud: v této koncepci se uplatňuje regulace jak ze strany státu tak i samoregulujících orgánů. Stát zajišťuje především právní rámec, samoregulující subjekty se soustředí na řízení trhů s cennými papíry.²³⁸

V České republice je oficiálně uplatňován centrální proud. S ohledem na skutečnost, že Česká republika vždy v rámci volby diskrecí při implementaci směrnic využívá nejpřísnější úpravu, a zároveň dohled České národní banky je vykonáván velmi přísně, směřuje Česká republika spíše k jižnímu modelu.

²³⁶ Dohledová úřední sdělení a benchmarky [online], Česká národní banka [vid. 31. srpna 2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/dohledove_benchmarky/

²³⁷ Liška, V., Gazda, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional Publishing, 2004, str. 283.

²³⁸ Liška, V., Gazda, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional publishing, 2004, str. 283.

Obr. 25 - Modely regulace kapitálového trhu



Zdroj: LIŠKA, V., GAZDA, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování.²³⁹

²³⁹ LIŠKA, V., GAZDA, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional publishing, 2004, s. 525. ISBN 80-86419-63-0.

6.2 Mimosoudní řešení sporů (ADR)²⁴⁰

Mimosoudní řešení sporů je nástroj k nalezení oboustranně akceptovatelné dohody pro obě strany sporu. Orgány mimosoudního řešení sporů obecně nemají pravomoc sami o předmětu sporu závazně rozhodnout.

Mimosoudní řešení sporů v oblasti finančních služeb je vyhrazeno finančnímu arbitrovi dle zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi, ve znění pozdějších předpisů. Avšak případné mimosoudní řešení sporů nespádajících do pravomoci finančního arbitra (z oblasti kapitálového trhu se jedná o spory z činnosti penzijních fondů, obhospodařování a / nebo administrace investičních fondů, které nejsou fondem kolektivního investování) náleží do působnosti České obchodní inspekci. Poskytovatel služeb na kapitálovém trhu je v souladu s § 14 zákona č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele, ve znění pozdějších předpisů, povinen informovat spotřebitele o subjektu mimosoudního řešení spotřebitelských sporů, který je pro daný typ služby věcně příslušný včetně internetové adresy tohoto subjektu. Tyto informace mají být rovněž uvedeny na internetových stránkách a v obchodních podmínkách poskytovatele služby. Neposkytnutí informací podle předchozí věty je správním deliktem sankcionovaným v jednotlivém případě pokutou do výše 1 mil. Kč.

Investor by tedy měl velmi jednoduše zjistit, na jaký orgán mimosoudního řešení sporů se může v konkrétním případě obrátit.

6.2.1 Finanční arbitr

Institut finančního arbitra je jediným oficiálním způsobem mimosoudního řešení sporu na finančním trhu v České republice. *"Ve světě existují čtyři základní přístupy k mimosoudnímu řešení sporů na úseku finančních služeb v Evropě. Ombudsman - veřejný úřad, který vydává doporučení, jež jsou respektována (Skandinávie), spotřebitelská arbitráž vydávající závazná rozhodnutí, komory či asociace rozhodující pouze formou doporučení, někdy může být dobrovolně uznáno bankou nebo institucí jako závazné.*

²⁴⁰ Alternative disputes resolutions.

Poslední možností jsou závazná rozhodnutí zvláštních orgánů dohledu na základě podnětu spotřebitele."²⁴¹

Finanční arbitr představuje pro investora jednoduchou možnost nárokování svých práv. Pro návrh na zahájení řízení není vyžadovaná speciální forma a je možné použít formulář na webu finančního arbitra.²⁴² Při vyplnění návrhu se investor může řídit pokyny pro podání návrhu popsané taktéž na webu.²⁴³ V případě nesrozumitelnosti nebo nekompletnosti, finanční arbitr návrh neodmítne, ale vyzve investora k odstranění těchto nedostatků. Zároveň není finanční arbitr vázán návrhem investora, ale může vyžadovat i další podklady v návrhu neuvedené a opatřovat další důkazy. Za podání návrhu na zahájení řízení před finančním arbitrem se neplatí žádný poplatek. Investor nemusí být v řízení zastoupen advokátem.

Finanční arbitr vznikl v České republice nikoli z národní iniciativy, jak tomu bylo v jiných evropských státech s rozvinutějším trhem s finančními službami,²⁴⁴ ale v souvislosti s přistoupením České republiky do Evropské Unie.²⁴⁵²⁴⁶ Komunitární úprava vyžadovala, aby členské státy Evropské unie zajistily existenci vhodných a účinných nápravných postupů pro řešení stížností klientů. Dne 9. května 2002 došlo s účinností k 1.

²⁴¹ KYNCL, Libor a Vladimír TÝČ. *Regulace finančních služeb online v Evropské unii*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2013. Edice učebnic Právnické fakulty MU. ISBN 978-80-210-6407-2. str. 129

²⁴² Formulář návrhu na zahájení řízení před finančním arbitrem [online]. Kancelář finančního arbitra [cit. 20. 12. 2016]. Dostupný z: <https://www.finarbitr.cz/cs/reseni-sporu/formulare.html>

²⁴³ Průvodce podáním návrhu na zahájení řízení před finančním arbitrem [online]. Kancelář finančního arbitra [cit. 20. 12. 2016]. Dostupný z: <https://www.finarbitr.cz/cs/reseni-sporu/pruvodce-podanim-navrhu.html>

²⁴⁴ Například ve Švýcarsku, kde finanční služby tvoří přibližně 10 % HDP působí finanční arbitr (ombudsman) již od roku 1972.

²⁴⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady EU 97/5/ES ze dne 27. ledna 1997 o přeshraničních převodech ze dne 23. dubna 2009. [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>.

²⁴⁶ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 2560/2001 eurech ze dne 19. prosince 2001 o přeshraničních platbách. [online]. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [vid. 11. srpna 2017]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>.

lednu 2003 k přijetí zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi, ve znění pozdějších předpisů.

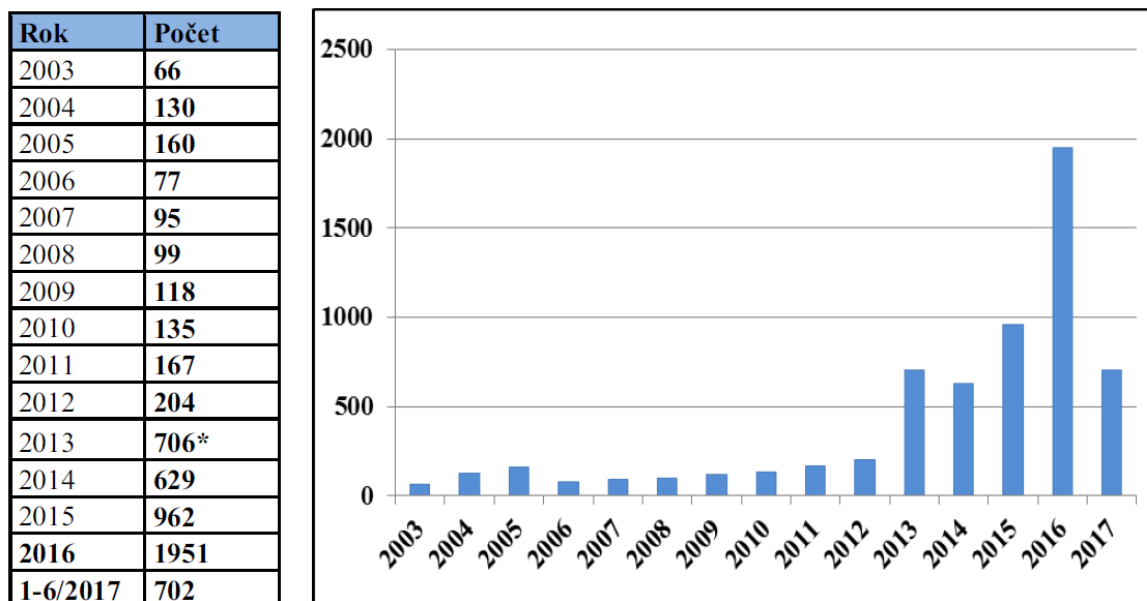
Dne 1. 7. 2011 nabyla účinnosti novela zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi, která mj. rozšířila kompetenci finančního arbitra rozhodovat rovněž spory mezi spotřebiteli a investičními společnostmi / fondy týkající se standardních a speciálních fondů kolektivního investování určených pro veřejnost.

Podle § 1 odst. 1 písm. d) a h) zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi, ve znění pozdějších předpisů, je k rozhodování sporu spadajícího jinak do pravomoci českých soudů příslušný též finanční arbitr, jedná-li se mimo jiné o spor mezi spotřebitelem a

- b) osobou obhospodařující nebo provádějící administraci fondu kolektivního investování nebo nabízející investice do fondu kolektivního investování nebo srovnatelného zahraničního investičního fondu při obhospodařování nebo provádění administrace fondu kolektivního investování nebo nabízení investic do fondu kolektivního investování nebo srovnatelného zahraničního investičního fondu,
- c) obchodníkem s cennými papíry, vázaným zástupcem, obhospodařovatelem investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu nebo investičním zprostředkovatelem při poskytování investičních služeb nebo při výkonu činností podle § 11 odst. 1 písm. c) až f) ZISIF.

Obr. 26 – Srovnání počtu zahájených řízení v letech (2003 – 2016)

Srovnání počtu zahájených řízení v jednotlivých letech od jeho zřízení (2003 – 2016)

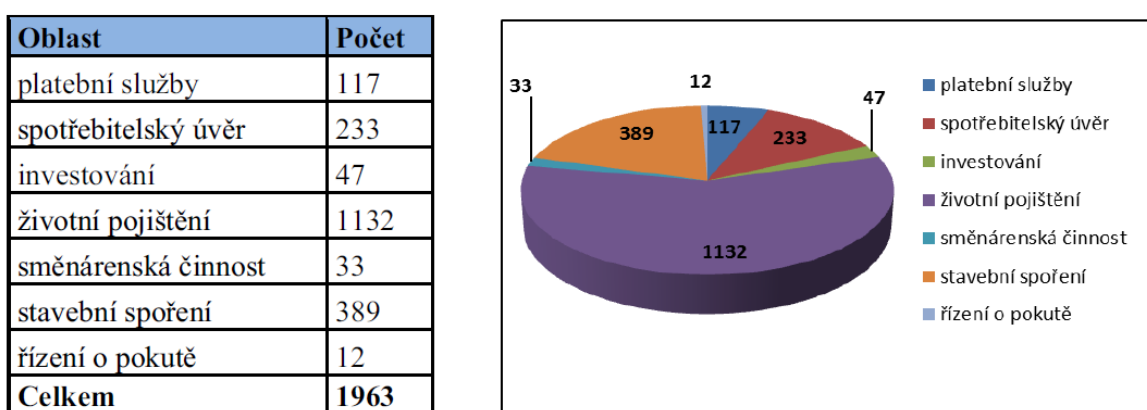


* v roce 2013 finanční arbitr současně řešil i 93139 hromadně podaných sporů o poplatky za správu úvěru (informace o vyřízení sporů obsahovala Výroční zpráva o činnosti finančního arbitra za rok 2014)

Zdroj: Výroční zpráva finančního arbitra za rok 2016²⁴⁷

Obr. 27 – Rozdělení zahájených řízení podle oblastí

Rozdělení zahájených řízení podle oblastí v roce 2016



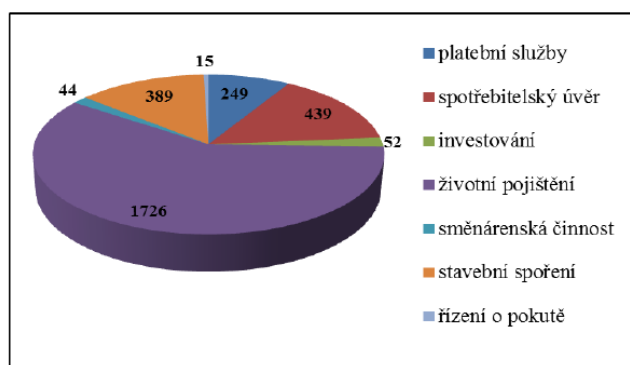
Zdroj: Výroční zpráva finančního arbitra za rok 2016²⁴⁸

²⁴⁷ Výroční zpráva finančního arbitra za rok 2016 [online]. Kancelář finančního arbitra [cit. 7. 2. 2018]. Dostupný z: <https://www.finarbitr.cz/cs/informace-pro-verejnost/vyrocní-zpravy.html>

Obr. 28 – Rozdělení řešených sporů podle oblastí

Rozdělení řešených sporů podle oblastí v roce 2016

Oblast	Počet
platební služby	249
spotřebitelský úvěr	439
investování	52
životní pojištění	1726
směnárenská činnost	44
stavební spoření	389
řízení o pokutě	15
celkem	2 914



Zdroj: Výroční zpráva finančního arbitra za rok 2016²⁴⁹

6.2.2 Česká obchodní inspekce

Česká obchodní inspekce (ČOI) je subjektem zajišťujícím mimosoudní řešení spotřebitelských sporů. Pravidla pro výkon činnosti Českou obchodní inspekci se řídí zákonem č. 64/1986 Sb., o České obchodní inspekci, ve znění pozdějších předpisů.

V roce 2016 plnila Česká obchodní inspekce nově jeden z úkolů vyplývajících z evropské legislativy, konkrétně směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/11/EU ze dne 21. května 2013 o alternativním řešení spotřebitelských sporů a o změně nařízení (ES) č. 2006/2004 a směrnice 2009/22/ES (směrnice o alternativním řešení spotřebitelských sporů). Oddělení ADR České obchodní inspekce obdrželo od 1. 2. 2016 do 31. 12. 2016 celkem 2733 návrhů na zahájení řízení o mimosoudním řešení spotřebitelského sporu.²⁵⁰

²⁴⁸ Výroční zpráva finančního arbitra za rok 2016 [online]. Kancelář finančního arbitra [cit. 7. 2. 2018]. Dostupný z: <https://www.finarbitr.cz/cs/informace-pro-verejnost/vyrocní-zpravy.html>

²⁴⁹ Výroční zpráva finančního arbitra za rok 2016 [online]. Kancelář finančního arbitra [cit. 7. 2. 2018]. Dostupný z: <https://www.finarbitr.cz/cs/informace-pro-verejnost/vyrocní-zpravy.html>

²⁵⁰ Česká obchodní inspekce [online]. Výroční zpráva za rok 2016 [vid. 13. 9. 2017]. Dostupné z: <https://www.coi.cz/o-coi/vyrocní-zpravy/>

Pokud jde o oblast a předmět sporu, výrazně převažovaly návrhy spojené s reklamami spotřebního zboží. Další výraznou skupinou byly návrhy spojené s problémy u smluv o dílo a dalšími službami. Evidentní byl také zájem o mimosoudní řešení sporů spojených s reklamami rekreačních a kulturních služeb.

Obr. 29 – Počet a průběh návrhů na mimosoudní řešení sporů

Počet a průběh řešených návrhů ADR (stav od 1. 2. 2016 do 31. 12. 2016)									
	Celkem přijatých návrhů bez duplicitních	Duplicitních	Není návrh/dotaz	Zpětvzetí	Odmítnuto	Dohoda stran	Ukončeno uplynutím lhůty 90 dnů	Zahájené řízení a výzva k doplnění (probíhající řízení)	
								Probíhající řízení	Z toho prodloužení o dalších 90 dnů
Únor	199	1	1	0	38	55	106	0	0
Březen	272	24	1	0	58	80	134	0	0
Duben	258	8	1	2	58	87	111	0	0
Květen	281	8	2	6	60	87	128	0	0
Červen	256	5	2	14	70	73	99	0	0
Červenec	185	7	2	9	55	54	67	0	0
Srpen	306	8	1	14	105	87	79	21	21
Září	249	10	0	19	51	84	66	29	29
Říjen	275	4	1	19	66	76	64	50	50
Listopad	247	11	0	7	54	58	7	121	16
Prosinec	205	4	0	21	16	26	0	142	0
CELKEM	2 733	90	11	111	631	767	861	363	116

Zdroj: Výroční zpráva České obchodní inspekce za rok 2016²⁵¹

²⁵¹ Česká obchodní inspekce [online]. Výroční zpráva za rok 2016 [vid. 13. 9. 2017]. Dostupné z: <https://www.coi.cz/o-coi/vyrocní-zpravy/>

Obr. 30 – Přehled sporů podle oblastí a předmětu

Oblast sporu	Počet	Předmět sporu	Počet
Spotřební zboží	1 924	Vadné, způsobily škodu	978
Služby pro širokou veřejnost	153	Neodpovídá objednavce	200
Finanční služby	154	Nedodání / neposkytnutí	305
Poštovní služby a el. komunikace	15	Nesprávná faktura / účet	36
Dopravní služby	57	Nesplněná záruka / zákonná záruka	710
Rekreační a kulturní služby	196	Ostatní otázky související se smlouvami a prodejem	504
Spotřeba energie a vody	18	Celkem	2 733
Zdraví	16		
Vzdělávání	5		
Ostatní	195		
Celkem	2 733		

Zdroj: Výroční zpráva České obchodní inspekce za rok 2016²⁵²

Návrh na zahájení mimosoudního řešení sporu může podat pouze spotřebitel. Spotřebitelem je fyzická osoba, která jedná ve vztahu k podnikateli, avšak nikoliv v rámci své podnikatelské činnosti nebo v rámci samostatného výkonu svého povolání. V rámci institutu ADR nelze řešit spory mezi dvěma podnikateli ani spory mezi nepodnikajícími osobami navzájem.

Návrh na zahájení řešení sporu může spotřebitel podat nejpozději do 1 roku od chvíle, kdy uplatnil svůj nárok u podnikatele poprvé. Pokud se jedná o spor starší, nelze jej bohužel prostřednictvím ADR řešit.

Návrh na zahájení mimosoudního řešení sporu musí splňovat náležitosti stanovené zákonem o ochraně spotřebitele a pravidly pro mimosoudní řešení sporů. Návrh musí zejména obsahovat údaje o stranách sporu, vylíčení rozhodných skutečností, kterých se spor týká, a návrh řešení, jehož se navrhovatel domáhá. K návrhu musí být přiložen

²⁵² Česká obchodní inspekce [online]. Výroční zprávy [vid. 13. 9. 2017]. Dostupné z: <https://www.coi.cz/o-coi/vyrocnizpravy/>

doklad o tom, že se spotřebitel pokusil spor vyřešit s podnikatelem přímo, a kopie dalších písemností dokládající tvrzené skutečnosti, jsou-li k dispozici.

Návrh na zahájení mimosoudního řešení spotřebitelského sporu je možné podat nejlépe prostřednictvím internetového formuláře.

6.3 Samoregulace

Na kapitálovém trhu existuje množství profesních organizací, které dohlíží nad etikou a řádným výkonem podnikatelské činnosti svých členů, poskytují informace a vydávají vnitřní jednotící předpisy. Mezi takové organizace patří např. Asociace pro kapitálový trh ČR, Asociace penzijních fondů ČR, Asociace finančních zprostředkovatelů či Unie společností finančního poradenství a zprostředkování. Tyto samosprávné organizace mají často disciplinární (etickou) komisi, která řeší podněty investorů. V oblasti bankovních služeb je nejvýznamnější profesním sdružením Česká bankovní asociace.²⁵³

Unie společností finančního zprostředkování a poradenství (USF)

Unie společností finančního zprostředkování a poradenství vznikla v roce 2006.²⁵⁴ USF je neziskové profesní sdružení právnických a fyzických osob podnikajících na území České republiky v oblasti finančního zprostředkování a poradenství. Cílem USF je:

- a) působit jako odborné profesní sdružení k vylepšování podmínek podnikání na finančním trhu v České republice za účelem jeho zejména kvalitativního rozvoje a tím chránit, rozvíjet a přiměřeným a vhodným způsobem prosazovat společné zájmy všech svých členů,
- b) podílet se na legislativním procesu při vzniku právních norem, jejichž předmětem je úprava právního prostředí finančních trhů a podnikání na nich,

²⁵³ www.cba.cz

²⁵⁴ V souladu s čl. III odst. 3 Stanov Unie je „Unie je spolkem, korporací s právní osobností řídicí se od jeho působnosti zákonem č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.“ Stanovy Unie dostupné na <http://www.usfcr.cz/home-business/dokumenty/>

- c) zastupovat členy unie při vůči orgánům veřejné správy a dalším institucím, které svou činností nebo pravomocemi finanční trhy a podnikání na nich významným způsobem ovlivňují,
- d) usilovat o členství či o možnost delegovat zástupce z řad svých členů či spolupracujících odborníků v poradních a odborných orgánech veřejné správy v oblastech činnosti unie,
- e) umožnit členům vzájemnou komunikaci o problémech souvisejících s podnikáním na finančních trzích a o dalších tématech s ním souvisejících, k tomu účelu vytvářet odborná i diskusní fóra nebo jiné podobné platformy, koordinovat jejich činnost a napomáhat jim v realizaci jejich podnikatelských i jiných záměrů slučitelných s cíli unie,
- f) pomáhat uvádět do praxe zkušenosti svých členů za účelem dalšího rozvoje podnikatelského prostředí,
- g) pořádat přednášky, semináře a podobné akce za účelem umožnění odborného růstu svých členů i dalších zájemců z řad státních orgánů či odborné veřejnosti,
- h) spolupracovat s jinými odbornými profesními sdruženími a podílet se s nimi na realizaci projektů, které budou významné pro cíle unie,
- i) poskytovat veřejnosti kvalifikované a pravdivé informace o svých členech.

USF pracuje na zlepšování podmínek pro výkon podnikání v oboru, a to jak v oblasti legislativní, tak v oblasti ekonomické. Zastupuje subjekty sdružené v Unii při jednání se státními a veřejnoprávními institucemi, ostatními profesními sdruženími na trhu a finančními institucemi - producenty finančních produktů. Poradci a zprostředkovatelé si jsou vědomi odpovědnosti, kterou mají za svou činnost. Nastavují u klientů reálná očekávání a poskytují pravdivé, úplné a ověřené informace. Při své práci respektují jak interní pracovní předpisy, tak relevantní právní úpravu.

Poradci a zprostředkovatelé musí mít dostatečnou úroveň znalostí v oblastech, kterými se v profesní činnosti zabývají. Společnosti dbají na průběžné a systematické odborné vzdělávání svých pracovníků.

Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT ČR)

Asociace pro kapitálový trh České republiky patří mezi nejvýznamnější profesní sdružení působící na kapitálovém trhu. Asociace sdružuje nejvýznamnější správce (investiční společnosti a asset management společnosti), dále pak obchodníky s cennými papíry a banky, které působí v ČR, a další subjekty poskytující služby v oblasti kapitálového trhu. Činnost Asociace napomáhá ke zvýšení transparentnosti kapitálového trhu, ochraně investorů a podpoře zájmů svých členů. Asociace usiluje zejména o rozvoj kapitálového trhu a kolektivního investování. Svými aktivitami a samoregulačními předpisy zejména chce rozvíjet podvědomí, znalost a důvěryhodnost v oblasti kapitálového trhu.

Potřeba zajistit na kapitálovém trhu samoregulaci vznikla již počátkem 90. let, kdy se začal kapitálový trh rozvíjet. V 90. letech vznikly tři asociace, konkrétně:

- a) **Asociace investičních společností a fondů (AISF)** - AISF byla založena v roce 1991 z iniciativy malých nebankovních fondů. Účelem této asociace bylo pomáhat manažerům investičních fondů při zvyšování kvalifikace a chránit investory. Na počátku sdružovala 60 členů, v roce 1994 to již bylo 104 členů. AISF se zaměřil na organizování seminářů a konzultací pro členy, na spolupráci s ministerstvem financí v oblasti legislativy a daní a na spolupráci se zahraničím.
- b) **Sdružení investičních společností (SDIS)** - SDIS bylo založeno v roce 1991. Členy bylo 26 vlivných společností, které vlastnily 67 % majetku privatizovaného v 1. vlně kupónové privatizace. Členem se mohla stát jakákoliv investiční společnost, která byla ochotna řídit se ve své činnosti Statutem a Etickým kodexem. Sdružení se stalo aktivní a reprezentativní organizací, která spolupracovala s centrálními orgány a navázala kontakty s dalšími dvěma podobně zaměřenými asociacemi. V roce 1994 se sdružení stalo pozorovatelem Evropské federace investičních fondů a společností (FEFSI).
- c) **Sdružení investičních společností a fondů z Moravy a Slezska (SISMFS)** - SISMFS bylo založeno v roce 1992 v Brně. Zaměření činnosti bylo obdobné jako u předchozích dvou asociací včetně vzájemné

spolupráce všech tří asociací. Členy bylo 22 fondů a společností, které působily v oblasti Moravy a Slezska.

Výše uvedené samoregulační organizace vyvíjely úsilí směřované k založení jedné samoregulační entity sloužící subjektům kolektivního investování. V červnu 1996 tak vznikla Unie investičních společností České republiky (UNIS ČR).²⁵⁵

V roce 2006 došlo k významnému posunu v oblasti regulace kapitálového trhu (směrnice MiFID I) a UNIS ČR rozšířila svou působnost o oblast asset managementu a změnila název na Asociaci fondů a asset managementu České republiky (AFAM ČR).

Asociace pro kapitálový trh ČR vznikla v roce 2000 a sdružuje nejvýznamnější obchodníky s cennými papíry na českém trhu, auditorské společnosti a další účastníky kapitálového trhu v ČR.

Začátkem roku 2008 došlo ke sloučení Asociace pro kapitálový trh (AKAT) a Asociace fondů a asset managementu ČR (AFAM ČR). Jedinou organizací působící na kapitálovém trhu se stala Asociace pro kapitálový trh (AKAT ČR).²⁵⁶

Působnost AKAT ČR lze rozdělit do několika oblastí:

²⁵⁵ Unie sdružovala v době svého vzniku nejvýznamnější investiční společnosti a samosprávné investiční fondy, které obhospodařovaly přes 80 % majetku z kupónové privatizace a též nově zakládané korunové fondy.

²⁵⁶ Dle stanov AKAT ČR, Dostupných z https://www.akater.cz/download/54-stanovy_20080109.pdf „ASOCIACE PRO KAPITÁLOVÝ TRH (dále jen „Asociace”) byla založena v souladu s ustanovením § 20f a násl. zákona č. 40/1964 Sb., občanského zákoníku, ve znění účinném do 31. 12. 2013, jako zájmové sdružení právnických osob. Asociace byla založena na ustavující valné hromadě zakládajících členů dne 4. 6. 1996 a zaregistrována u Obvodního úřadu Městské části Praha 1 pod č. j. 76/96 pod tehdejšími názvem Unie investičních společností České republiky. V důsledku změny sídla byla Asociace následně registrována Obvodním úřadem Praha 2 dne 21. 9. 1998 pod reg. č. 38/1628/98 a od 6. 4. 2006 pod názvem Asociace fondů a asset managementu České republiky (zkráceně AFAM ČR) u Magistrátu hlavního města Prahy. Změna názvu Asociace na AFAM ČR byla schválena valnou hromadou dne 10. 1. 2006. Současný název Asociace byl schválen valnou hromadou konanou dne 9. ledna 2008. Od 1. 1. 2014 je Asociace v návaznosti na účinnost zákona č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob, v účinném znění, zapsaná ve spolkovém rejstříku vedeném Městským soudem v Praze pod spis. zn. L 58785.“

- a) **Rozvoj kapitálového trhu v České republice** (zejména kolektivního investování),
- b) **Standardizace prostředí kapitálového trhu** (v rámci norem běžných v jurisdikcích s rozvinutým kapitálovým trhem),
- c) **Popularizace kapitálového trhu v České republice.** Členové Asociace věří, že tato osvětová činnost pomůže při budování důvěry veřejnosti k fondům a podstatně rozšíří okruh občanů, kteří se rozhodnou investovat část svých úspor prostřednictvím nákupu podílových listů otevřených podílových fondů. „pořádá přednášky, semináře, konference, organizuje odborné zkoušky, vydává publikace, právní stanoviska a etické normy
- d) **Finanční vzdělávání.** AKAT ČR prostřednictvím svých členů usiluje o zvyšování úrovně vzdělávání investorů, seznamováním široké investorské veřejnosti s tím, co je kolektivní investování, jaké má výhody, jaká jsou jeho rizika, jak tato rizika hodnotit, jak souvisejí s potenciálními výnosy, jaké jsou rozdíly mezi jednotlivými typy fondů, vysvětlovat co je to investiční horizont apod., informuje investory o aktuálních kurzech podílových fondů.²⁵⁷
- e) **Podílení se na tvorbě legislativy.** AKAT ČR se podílí na připomínkování zákonů a vyhlášek souvisejících s kapitálovým trhem a podporuje vzdělávání a osvětu v oblasti kapitálového trhu.
- f) **Samoregulace** V souladu s obecně závaznými právními předpisy, Stanovami AKAT ČR, Etickým kodexem a Závaznými pokyny AKAT ČR usměrňuje, reguluje a kontroluje aktivity svých členů. Zdokonalování dobrovolné samoregulace členů AKAT ČR znamená postupné

²⁵⁷ PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy*. 1. vydání. Professional Publishing, 2003, ISBN 80-86419-33-9, str. 11: „Náklonnost kapitálového trhu vůči vzdělaným a připraveným pramení pak především z jeho současné vlastní vysoké sofistikovanosti a z ní vyplývajících nároků na jeho účastníky a dále pak z toho, a to je možná hlavní, že vzájemná důvěra mezi účastníky na něm realizovaných vztahů jako základní předpoklad jeho vzniku, existence a dalšího rozvoje, nemůže být založena pouze na víře, ale především na znalostech a zkušenostech.“

doplňování a zpřesňování Závazných pokynů a dalších dokumentů závazných pro členy AKAT ČR, jako jsou Etický kodex, Komunikační kodex prezentace výkonnosti otevřených podílových fondů a metodiky.

- g) **Mezinárodní aktivity** V oblasti mezinárodních aktivit vyvíjí AKAT ČR činnost zejména v souvislosti s členstvím v Evropské federaci investičních fondů a společností (EFAMA).

Sedmnáctý dílčí závěr

Orgánem dohledu na kapitálovém trhu je Česká národní banka, která tento dohled vykonává ve vztahu ke všem subjektům působícím na kapitálovém trhu a ze zákona podléhajícími jejímu dohledu. Ve vztahu k těmto subjektům jsou pravomoci České národní banky dostatečné. Na kapitálovém trhu však vystupuje celá řada dalších subjektů, které dohledu České národní banky nepodléhají a vykonávají přitom činnost podobnou subjektům dohlíženým. Ze strany investora tak může dojít k zmatení, že některý subjekt je důvěryhodný, protože podléhá dohledu České národní banky, což ve skutečnosti nemusí být pravda.

V České republice existují i jiné orgány, které působí ve vztahu k ochraně investora, a to orgány mimosoudního řešení sporů, z nichž nejvýznamnější je finanční arbitr. Existence tohoto institutu je ve vztahu k finančním službám velmi přínosná, neboť věcná komplikovanost sporu často vedla k nesprávným rozhodnutím soudů a navíc k nemožnosti investora se dostatečně hájit.

V nedaleké minulosti bylo možné spotřebitelské spory řešit v rámci rozhodčího řízení, kdy toto řízení je upraveno zákonem o rozhodčím řízení č. 216/1994 Sb.

Závěr

Prostředí kapitálového trhu a zejména investičních fondů v České republice je součástí silného konkurenčního prostředí v Evropské unii. Proto je nezbytné, aby zde bylo vhodné legislativní (i daňové) prostředí, které by investičním fondům umožňovalo jejich rozvoj a bezproblémové fungování. V opačném případě by zde investiční fondy a jiné investiční nástroje nebyly vůbec nabízeny.

Přestože dochází k implementaci evropských norem regulujících kapitálový trh, postrádá český právní řád harmonizaci zejména v oblasti korporátního práva, insolvenčního práva a práva cenných papírů. Nedostatky v této oblasti pak způsobují zejména to, že regulace v oblasti kapitálového trhu naráží na neproveditelnost z pohledu práva obchodních korporací nebo nevynutitelnost s ohledem na nedostatky v insolvenčním právu, což s sebou nese nejistotu pro investory. V oblasti práva kapitálového trhu je tak investorovi poskytována stejná míra ochrany, jako investorům v jiných státech Evropské unie. Tato ochrana však často naráží na mantinely vytvořené jinými principy ostatních oblastí právních předpisů.

Vedle nedostatků způsobených neharmonizovanými předpisy, ohrožuje investora na kapitálovém trhu řada neregulovaných subjektů, které se charakterem své činnosti pohybují na hraně regulace nebo často za ní.

V případě, že investor využije nabídky služeb nebo produktů od osob, které nejsou oprávněny k jejich poskytování (jsou neregulované), potom se dostává do obchodních vztahů s osobami, které nejsou vázány stejnými pravidly, jako regulované osoby a pokud tyto osoby nejsou schopny dostát svým finančním závazkům, nevzniká za ztrátu svěřených finančních prostředků nárok na odškodnění z příslušných kompenzačních schémat. Pravděpodobnost rizika ztráty finančních prostředků svěřených neoprávněné osobě a obtížnost jejich zpětného získání je několikanásobně vyšší než při realizaci obdobných obchodů s osobami, které jsou k této činnosti oprávněny. V současné době jsou takovými osobami nejčastěji provozovatelé nejrůznějších crowdfundingových platforem a peer-to-peer platforem. Naprostá většina poskytovatelů těchto platforem nedisponuje žádným oprávněním k působení na kapitálovém trhu a investorovi tak ze strany regulace ani orgánu dohledu není poskytována žádná míra ochrany. To by samo o sobě nebylo problematické,

kdyby se tyto platformy netvářily jako regulované subjekty. Nežádka mají v názvu slovo „fond“, používají pro investora zavádějící formy, jako „investice do podílových listů“, „spoření“, „výkonnost portfolia“ a podobné.

Domnívám se, že by byla vhodná jednoduchá rámcová úprava na úrovni České republiky a to minimálně za účelem vymezení toho, co spadá pod regulaci a co je neregulovanou činností. Toto řešení by vyjasnilo vazby těchto platforem na již existující regulační rámec (např. platební služby nebo kolektivní investování). Vedle regulace by měl posílit i dohled České národní banky, který by se měl zaměřit na subjekty působící na kapitálovém trhu bez příslušného oprávnění.

V oblasti regulovaných služeb poskytovaných na kapitálovém trhu jsou nejčastěji využívanou formou investice do podílových fondů. Právní úprava podílových fondů je velmi stručná, obsažená v ZISIF. Podílový fond je ve světě tolik rozšířenou a roky existence prověřenou formou investování, že tato entita sama osobě poskytuje jistou míru ochrany investora. Skutečnost, že majetek podílového fondu je oddělen od majetku investiční společnosti, že nad ním dbá depozitář a že vztah investora a investičního fondu je dán statutem, který upravuje práva a povinnosti a může být méně pouze zákonem předepsaným způsobem, představuje dostatečnou míru ochrany. Existují však i nedostatky podílového fondu, resp. jeho formy. Přestože některé zákony se již přizpůsobují této zvláštní formě kolektivního investování bez právní osobnosti, existují stále bariéry, které ochranu investora snižují. Jsou jimi jednak administrativní překážky v případě, že má být vlastnictví podílového fondu zapsáno do veřejných rejstříků a dále přístup českých soudů a dalších orgánů veřejné moci. Předpokládáme-li, že žijeme v době, kdy by měly soudy přihlížet k věcné stránce a smyslu existence podílového fondu a ne čistě formalisticky rozhodovat o právech a povinnostech, můžeme považovat podílový fond za bezpečnou formu pro investování ze strany investora.

Ve srovnání s podílovými fondy nejsou akciové společnosti s proměnným základním kapitálem (SICAV) tolik využívanou formou. Podle mého názoru je SICAV s podfondy investiční entita blízká se podílovému fondu. Vztah SICAV a podfondu je obdobou vztahu investiční společnosti a podílového fondu. Nedostatky podílového fondu plynoucí z absence právní osobnosti se promítají v případě SICAV do podfondů a jsou totožné. Proto z pohledu ochrany investora není dle mého názoru SICAV lepší volbou.

Naopak s sebou může s ohledem na krátkou dobu svého fungování v České republice přinášet řadu nejasností, co do postavení investora a snižovat tak míru jeho ochrany. Může však přinášet jisté výhody pro investora se zkušenostmi v oblasti investování a být vhodnou formou pro úpravu složitějších vztahů mezi investorem a obhospodařovatelem při alternativním investování například v oblasti private equity.

Pro účely této disertační práce musím uzavřít s tím, že pro retailového investora je s ohledem na míru ochrany jeho investice vhodnější formou investování podílový fond. SICAV přináší řadu nejistot plynoucích ze skutečnosti, že se jedná o akciovou společnost. Za účelem ztraktivnění jiných forem investičních fondů (zejména SICAV) by bylo třeba upravit zejména právní předpisy v oblasti práva obchodních korporací, což dokládá model SICAV v Irsku, tzv. ICAV, který nevychází z právní úpravy již existující právní entity a může tak jednoduše upravit fungování investičního fondu.

Ve vztahu k nabývání účastnických cenných papírů vydávaných investičními fondy se jeví jako nejbezpečnější forma pro investora nabytí prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, protože pouze na něj se vztahuje v nejširší možné míře právní úprava ZPKT, tzn. pravidla MiFID. I obhospodařovatel, resp. administrátor investičního fondu musí při nabízení dodržovat určitou míru těchto pravidel. Výčet konkrétních ustanovení, která se na obhospodařovatele, resp. administrátora, vztahují, však není jasný a přináší tak velkou míru nejistoty zejména do pravidel jednání se zákazníkem (investorem).

Právními předpisy jsou poskytovány poměrně silné garance ve vztahu k osobě obhospodařovatele investičního fondu. Už samotná skutečnost, že obhospodařovatelem smí být pouze osoba s příslušným povolením České národní banky nebo zahraničního orgánu dohledu. Z pohledu ochrany investora lze prostředky zajišťující schopnost obhospodařovatele dostát svým závazkům vůči investorovi rozdělit do dvou kategorií. Jednak prostředky zajišťující dostatečné finanční zázemí obhospodařovatele a jednak prostředky zajišťující dostatečné odborné zázemí obhospodařovatele. Ve druhé skupině jsou to pak požadavky kladené na odbornost osob, prostřednictvím kterých obhospodařovatel svou činnost vykonává (personální předpoklady zahrnující jednak požadavky na vedoucí osoby a dále požadavky na další osoby využívané obhospodařovatelem) a v neposlední řadě prostředky, které zajišťují výkon činnosti obhospodařovatele po věcné a technické stránce.

Finanční stabilita zajištěná kapitálovými požadavky, které musí být pravidelně reportovány a jsou tedy na pravidelné bázi ze strany České národní banky kontrolovány, se zdá být dostatečná. Česká národní banka se však musí spoléhat na správnost údajů, které jí obhospodařovatel poskytne a ověření této správnosti neprobíhá ve všech případech, ale pouze ad hoc při kontrole na místě. O to větší pozornost by měla být vynaložena při schvalování osob s kvalifikovanou účastí, neboť tyto osoby mají zajistit finanční zdraví obhospodařovatele.

Neméně důležité jsou osoby fakticky vykonávající činnost obhospodařovatele. Těmi jsou jednak vedoucí osoby (standardně členové statutárního orgánu) a dále další osoby (vedoucí zaměstnanci a další pracovníci). I na ně jsou kladeny poměrně vysoké nároky ohledně jejich znalostí a zkušeností, které musí tyto osoby prokázat před udělením předchozího souhlasu k výkonu takové funkce (pro vedoucí osoby). Vedoucí osoby pak odpovídají za to, že vyberou dostatečně znalé a zkušené pracovníky pro výkon dalších činností obhospodařovatele. Průběh licenčního řízení by tak měl zaručit, že investorovi budou poskytnuty dostatečná záruky v podobě osobě obhospodařovatele.

Obhospodařovatel i administrátor jsou povinni jednat s odbornou péčí, což přináší investorovi vyšší míru jistoty, než investice do standardní obchodní společnosti. To, společně se regulatorními požadavky na osobu obhospodařovatele a administrátora, zajišťuje investorovi řádově vyšší míru ochrany, než svěřením prostředků jakékoli jiné osobě mimo kapitálový trh.

Dalším prvkem ochrany investora je depozitář. Depozitář není vůči investorovi objektivně odpovědný za ztrátu veškerého majetku fondu, ale pouze takového majetku, který má mít v opatrování. Depozitář za ztrátu v takovém případě neodpovídá, prokáže-li, že ke ztrátě došlo vlivem vnějších okolností, které nemohl adekvátně ovlivnit, a jejichž důsledky by byly nevyhnutelné navzdory veškeré péči, kterou lze rozumně požadovat, aby ke škodě nedošlo. V ostatních případech je depozitář subjektivně odpovědný fondu nebo jeho investorům za veškeré jiné ztráty, které jim vzniknou v důsledku toho, že z nedbalosti nebo úmyslně neplnil řádným způsobem své povinnosti vyplývající ze ZISIF.

Z pohledu ochrany investora lze uzavřít, že míra regulace subjektů vykonávajících určité činnosti ve vztahu k investičním fondům poskytuje dostatečnou míru ochrany investorovi.

Z pohledu ochrany investora je dle mého názoru nejjistější nabývat investiční nástroje, včetně investičních fondů, prostřednictvím osoby, která poskytuje investiční služby. Pouze osoba poskytující investiční služby má zákonem dané povinnosti, které dostatečně chrání investora na kapitálovém trhu.

Takovou stěžejní povinností je kategorizace zákazníků. Ta představuje zásadní nástroj ochrany investora na kapitálovém trhu. Díky tomuto instrumentu je předcházeno argumentům ze strany poskytovatelů investičních služeb směřujících k tomu, že zákazník si měl být vědom, do čeho investuje a zejména s investicí spojených rizik. Dělením na profesionální a neprofesionální zákazníky dochází k jasnému vymezení skupiny zákazníků bez potřebných znalostí a zkušeností. Vzhledem k náročným podmínkám kategorizace zákazníka jako profesionálního zákazníka (včetně profesionálního zákazníka na žádost), je zajištěno, že naprostá většina investorů bude kategorizována, jako neprofesionální zákazník a bude jim tak poskytována nejvyšší míra ochrany ze strany právních předpisů.

Na kapitálovém trhu je poskytována řada investičních služeb. Ze strany investorů jsou nejčastěji využívanými investičními službami obhospodařování, obstarání a investiční poradenství. Tyto investiční služby se navzájem liší mírou diskrece, kterou uplatňuje poskytovatel investiční služby ve vztahu k majetku investora. S nejvyšší mírou diskrece je spojeno obhospodařování. Při poskytování této investiční služby musí poskytovatel získat nejvíc informací o investrovi, aby mu mohl poskytnout maximálně individualizovanou službu (provede test vhodnosti). Poskytovatel nenese ani v jednom případě riziko ztráty investice v důsledku pohybů na trhu. Pouze v případě, že investrovi nebyly poskytnuty dostatečné informace nebo kdy poskytovatel nezískal od investora dostatečné informace a investice tak byla pro investora nevhodná, může být poskytovatel odpovědný i za ztrátu investice. Z toho je patrné, že zejména kvalitní test vhodnosti zabrání následné odpovědnosti poskytovatele investiční služby. Pečlivé vyplnění testu vhodnosti investorem zase zajistí, že mu bude poskytnuta služba, které je pro něj vhodná.

Subjekty poskytující investiční služby jsou obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce. Všechny tyto osoby mohou vystupovat ve vztahu k investrovi při poskytování investičních služeb. Nejvyšší nároky jsou kladeny na obchodníka s cennými papíry, který je oprávněn poskytovat nejširší spektrum investičních služeb ve vztahu k největšímu množství investičních nástrojů. Obchodník s cennými papíry

často ve vztahu k investorům nejedná sám, ale prostřednictvím investičního zprostředkovatele nebo vázaného zástupce. Na tyto osoby jsou kladeny nároky nižší, ale obchodník za jejich činnost odpovídá, jako by jí investorovi poskytoval sám. Po novele účinné od 3. 1. 2018 se značně zvýšily nároky na investiční zprostředkovatele, což posiluje ochranu investora. Vzhledem k přechodnému dvouletému období nezbývá než čekat, jak se zvýšení nároků projeví ve vztahu k poskytování investičních služeb obstarání a investičního poradenství.

Při využívání investičních služeb prostřednictvím subjektů k tomu oprávněných je investorův majetek chráněn tzv. kompenzačními schématy. Existence kompenzačních schémat ve vztahu k poskytování investičních služeb je podstatným prvkem ochrany investora na kapitálovém trhu. Nejvyšší ochranu je třeba poskytovat majetku investora. Zatímco v oblasti bankovníctví existuje fond pojištění vkladů, v oblasti investičních služeb je to garanční fond obchodníků s cennými papíry. Investoři často tyto entity zaměňují a domnívají se, že do určité výše je jejich investice kryta z fondu za všech okolností. Garanční fond však neposkytuje náhrady v případě ztráty prostředků investora v důsledku pohybů na trhu (investiční riziko). To je velmi podstatné. Garanční fond navíc neposkytuje ochranu v případě, že investor investuje do investičního fondu přímo (nikoli prostřednictvím obchodníka s cennými papíry). Absenci garančních schémat ve vztahu k investičním fondům částečně nahrazují depozitáři, kteří mají zejména zaručovat ochranu majetku fondu. Existence garančního fondu je tedy podstatným nikoli však absolutním prvkem ochrany investora.

Ochranu investora na kapitálovém trhu zastřešují orgány dohledu. Orgánem dohledu na kapitálovém trhu je Česká národní banka, která tento dohled vykonává ve vztahu ke všem subjektům působícím na kapitálovém trhu a ze zákona podléhajících jejímu dohledu. Ve vztahu k těmto subjektům jsou pravomoci České národní banky dostatečné. Na kapitálovém trhu však vystupuje celá řada dalších subjektů, které dohledu České národní banky nepodléhají a vykonávají přitom činnost podobnou subjektům dohlíženým. Ze strany investora tak může dojít k zmatení, že některý subjekt je důvěryhodný, protože podléhá dohledu České národní banky, což ve skutečnosti nemusí být pravda.

V České republice existují i jiné orgány, které působí ve vztahu k ochraně investora, a to orgány mimosoudního řešení sporů, z nichž nejvýznamnější je finanční arbitr. Existence tohoto institutu je ve vztahu k finančním službám velmi přínosná, neboť věcná komplikovanost sporu často vedla k nesprávným rozhodnutím soudů a navíc k nemožnosti investora se dostatečně hájit.

Veškerá regulatorní opatření jsou bezzubá, bez toho aniž by sám investor byl schopen rozlišit mezi kvalitním a nekvalitním subjektem působícím na kapitálovém trhu. Proto by hlavní důraz měl být kladen na finanční vzdělávání investorů, které v České republice stále není dostatečné. Určité snahy jsou vidět na straně asociací a orgánů dohledu. Tyto snahy nemohou být naplněny, pokud se nebude sám investor aktivně vzdělávat v oblasti kapitálového trhu. Je tedy především na samotném investorovi, jak bude postupovat ve vztahu ke svým peněžním prostředkům.

Níže je uvedeno shrnutí několika rad pro investory, jak postupovat obezřetně při investování na kapitálovém trhu.

Investor by měl zaslat peněžní prostředky až poté:

- co zjistí, jestli má daná osoba příslušné oprávnění a jedná za ní k tomu oprávněná osoba,
- pochopí jaká investiční služba mu má být poskytnuta a do jakého investičního nástroje bude investovat.

Osoba poskytující investiční službu je povinna vysvětlit investici a poskytnout veškeré informace a to elektronicky nebo písemně. Je třeba, aby se investoři neostýchali a ptali se, dokud investici neporozumí. Nejdůležitějšími otázkami, na které by přitom měli získat odpověď, jsou zejména:

- Jaká je návratnost investice?
- Za jak dlouho budu moci prostředky vybrat?

V případě, že má investor pochybnosti ohledně poskytnutí investiční služby, je oprávněn se obrátit na příslušnou instituci (zejména Českou národní banku).

Závěrem lze shrnout, že ochrana investora na kapitálovém trhu poskytovaná regulatorními opatřeními je dostatečná. Dle názoru autorky je regulace v mnoha případech

na škodu, neboť přemíra regulace je pro investora často nečitelná a nadmíru zatěžuje poskytovatele investičních služeb, kteří se v důsledku snahy naplnit příslušná regulatorní opatření nezaměřují na samotnou podstatu poskytování investiční služby ve vztahu k investorovi, a to řádnou komunikací s investorem. Investor by tak při investování neměl vystupovat pouze pasivně, ale měl by aktivně zjišťovat informace a hlavně v případě jejich nepochopení by měl aktivně požadovat vysvětlení.

Seznam použitých zkratk

ADR	Alternative disputes resolutions
AFAM ČR	Asociaci fondů a asset managementu České republiky
AIF	alternativní investiční fond
AIFM	správce alternativních investičních fondů
AIFMD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů
AISF	Asociace investičních společností a fondů
AKAT ČR	Asociace pro kapitálový trh ČR
CEE	Central Eastern Europe nebo Střední a východní Evropa
CSD	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry
CSMAD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu)
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČZUK	Český úřad zeměměřický a katastrální
EFAMA	Evropské federaci investičních fondů a společností
EMIR	Nařízení (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů
ES	Evropská společenství
EU	Evropská unie
GDPR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/679 ze dne 27. dubna 2016 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů

a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení směrnice 95/46/ES (obecné nařízení o ochraně osobních údajů)

HDP	hrubý domácí produkt
ICAV	Irish Collective Asset-management Vehicle
ICVC	Investment Company with Variable Capital
KSIL	komanditní společnost na investiční listy
MAR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES
MiFID I	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
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
MiFIR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
NAV	net asset value, čistá hodnota jmění, fondový kapitál
NOZ	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
OSŘ	zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní, ve znění pozdějších předpisů
OTF	Organised Trading Facility
SICAV	akciová společnost s proměnným základním kapitálem
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)

UCITS V	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitářů, zásady odměňování a sankce
ZISIF	zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZKI	zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
ZoCNB	zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů
ZOK	zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Seznam použitých zdrojů

1. Judikatura

usnesení Nejvyššího soudu ze dne 1. 6. 2017, sp. zn. 21 Cdo 337/2017

rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 30. 10. 2008, sp. zn. 29 Cdo 2531/2008

usnesení Nejvyššího soudu ze dne 22. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 1356/2011

rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 10. 2015, sp. zn. 23 Cdo 3695/2013, uveřejněný pod číslem 91/2016 Sbírky soudních rozhodnutí a stanovisek, část občanskoprávní a obchodní

rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 17. 3. 2013, čj. 8 Afs 17/2012 – 375, publikováno ve sbírce NSS č. 6/2013, pod číslem 2822

rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 23. 10. 2007, sp. zn. 29 Odo 1310/2005

2. Internetové zdroje

The Statistics Portal, www.statista.com

Česká národní banka, www.cnb.cz

Garanční fond obchodníků s cennými papíry, www.gfo.cz

EFAMA, www.efama.org

Ministerstvo financí ČR, www.mfcr.cz

Český statistický úřad, www.czso.cz

Central Bank of Ireland, www.centralbank.ie

electronic Irish Statute Book (eISB), www.irishstatutebook.ie

Houses of the *Oireachtas*, Ireland's national parliament, www.oireachtas.ie

The Irish Funds Industry Association (Irish Funds), www.irishfunds.ie

The Joint Committee (ESAs), www.esas-joint-committee.europa.eu

Matheson (Law Firm), www.matheson.cz

Unie společností finančního zprostředkování a poradenství, www.usfcr.cz

Evropská unie, www.europa.eu

Kancelář finančního arbitra, www.finarbitr.cz

Asociace pro kapitálový trh ČR, www.atakcr.cz

Česká obchodní inspekce, www.coi.cz

EUR-lex, www.eur-lex.europa.eu

Asociace finančních zprostředkovatelů a finančních poradců České republiky (AFIZ),
www.afiz.cz

3. Právní předpisy ČR

Zákony

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 256/2004 Sb. (externí odkaz), o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 15/1998 Sb. (externí odkaz), o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změně některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 96/1993 Sb., o stavebním spoření, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 64/1986 Sb., o České obchodní inspekci, ve znění pozdějších předpisů

Nařízení vlády

Nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování

Nařízení vlády č. 242/2013 Sb., o sdělení klíčových informací speciálního fondu a o způsobu poskytování sdělení a statutu speciálního fondu v jiné než listinné podobě

Vyhlášky

Vyhláška č. 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

Vyhláška č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Vyhláška č. 474/2013 Sb., o odměně likvidátora, nuceného správce a insolvenčního správce některých poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a o náhradě jejich hotových výdajů.

Vyhláška č. 249/2013 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance.

Vyhláška č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech

Vyhláška č. 344/2014 Sb., kterou se mění vyhláška č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

Vyhláška č. 246/2013 Sb., o statutu fondu kolektivního investování

Vyhláška č. 245/2013 Sb., o kontrolních povinnostech depozitáře standardního fondu

Vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech

Vyhláška č. 52/2016 Sb., kterou se mění vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a fondech

Vyhláška č. 424/2017 Sb., o informačních povinnostech některých osob podnikajících na kapitálovém trhu

Vyhláška č. 319/2017 Sb., o odborné způsobilosti pro distribuci na kapitálovém trhu.

Vyhláška č. 309/2017 Sb., o žádostech a oznámení podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Vyhláška č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb

Vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci, ve znění pozdějších předpisů.

Úřední sdělení České národní banky

Úřední sdělení ze dne 24. října 2017, k prokazování odborných znalostí a dovedností pro poskytování investičních služeb odbornou zkouškou vykonanou před 3. lednem 2018

Úřední sdělení ze dne 11. dubna 2017, o uznání odborné zkoušky organizované Vysokou školou finanční a správní, a. s.

Úřední sdělení ze dne 19. srpna 2016, k výkonu činnosti na finančním trhu – cloud computing

Úřední sdělení ze dne 17. ledna 2014, o podmínkách přípustnosti pobídek při distribuci některých produktů na finančním trhu – je dotčeno zákonem č. 204/2017 Sb. kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony a přímo účinnými předpisy Evropské unie týkajícími se trhů finančních nástrojů, připravuje se aktualizace

Úřední sdělení ze dne 3. prosince 2013, k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost

Úřední sdělení ze dne 10. prosince 2010, k výkonu činnosti na finančním trhu: Kvalitativní požadavky související s výkonem činnosti

Úřední sdělení ze dne 7. července 2008, jímž se oznamuje praxe České národní banky k výpisu nebo opisu z evidence Rejstříku trestů

Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. ledna 2018, o zrušení některých úředních sdělení České národní banky v návaznosti na zákon č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

Úřední sdělení ze dne 24. října 2017, k prokazování odborných znalostí a dovedností pro poskytování investičních služeb odbornou zkouškou vykonanou před 3. lednem 2018

Úřední sdělení ze dne 11. dubna 2017, o uznání odborné zkoušky organizované Vysokou školou finanční a správní, a. s.

Úřední sdělení ze dne 19. srpna 2016, k výkonu činnosti na finančním trhu – cloud computing

4. Právní předpisy EU

Směrnice

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

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

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 Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitářů, zásady odměňování a sankce

Nařízení

Prováděcí nařízení Komise (EU) 2016/1212 (externí odkaz) ze dne 25. července 2016, kterým se stanoví prováděcí technické standardy s ohledem na standardní postupy a formuláře pro podávání informací v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/438 (externí odkaz) ze dne 17. prosince 2015, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o povinnosti depozitářů

Nařízení Komise (EU) č. 583/2010 (externí odkaz), kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o klíčové informace pro investory a podmínky, které je třeba splnit při poskytování klíčových informací pro investory nebo prospektu na jiném trvalém nosiči, než je papír, nebo prostřednictvím internetových stránek

Nařízení Komise (EU) č. 584/2010 (externí odkaz), kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o formu a obsah standardního oznámení a osvědčení SKIPCP, využívání elektronické komunikace mezi příslušnými orgány pro účely oznamování a postupy pro ověřování na místě a šetření a výměnu informací mezi příslušnými orgány

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2015/514 (externí odkaz) ze dne 18. prosince 2014 o informacích, které mají podávat příslušné orgány Evropskému orgánu pro cenné papíry a trhy v souladu s čl. 67 odst. 3 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 694/2014 (externí odkaz), kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2011/61/EU, pokud jde o regulační technické normy určující typy správců alternativních investičních fondů

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 (externí odkaz), kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 345/2013 (externí odkaz) o evropských fondech rizikového kapitálu

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 346/2013 (externí odkaz) o evropských fondech sociálního podnikání

Nařízení Komise (EU) č. 447/2013 (externí odkaz), kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o volbu regulatorního režimu správců alternativních investičních fondů do působnosti směrnice 2011/61/EU

Nařízení Komise (EU) č. 448/2013 (externí odkaz), kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o postup pro určení referenčního státu mimo unijního správce alternativních investičních fondů

Nařízení Evropské centrální banky (ES) č. 24/2009 (externí odkaz) o statistice aktiv a pasiv účelových finančních společností zapojených do sekuritizačních transakcí

5. Monografie

BRODANI, J., Zavedení struktury SICAV do českého právního řádu. In ŠTĚPÁNKOVÁ, K. (ed.). Právo v podnikání vybraných členských států Evropské Unie - sborník příspěvků k VIII. ročníku mezinárodní vědecké konference. Praha: TROAS, 2016, s. 147--157. ISBN 978-80-88055-01-3.

JÍLEK, J.: Akciové trhy a investování. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

JÍLEK, J.: Finanční trhy a investování. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

KOTÁSEK, J. et al.: Kurs obchodního práva: právo cenných papírů, C.H. Beck Praha. 2005. ISBN 80-7179-855-X.

KYNCL, Libor a Vladimír TÝČ. Regulace finančních služeb online v Evropské unii. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2013. Edice učebnic Právnické fakulty MU. ISBN 978-80-210-6407-2.

LIŠKA, V., GAZDA, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional publishing, 2004, s. 525. ISBN 80-86419-63-0.

MOLNÁR, Z., a kol. Pokročilé metody vědecké práce. Praha: Profess Consulting, s.r.o., 2012. ISBN 978-80-7259-064-3.

OCHRANA, F. Metodologie vědy. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2009. 158 s. ISBN 978-80-246-1609-4.

OŠKRDALOVÁ, G., MIFID-Klasifikace zákazníků a jejich ochrana. In Evropské finanční systémy 2008 – sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference. Brno. Masarykova univerzita. 2008. ISBN 978-80-210-4628-3.

PAVLÁT, V. a kol. Kapitálové trhy. 1. vydání. Professional Publishing, 2003, ISBN 80-86419-33-9.

PAVLÁT, V., KUBÍČEK, A.: Regulace a dohled nad finančními trhy. 2. přepr. vydání. EUPRESS, 2010, 228 s. ISBN 978-80-7408-036-4.

REJNUŠ, O.: Finanční trhy, KEY Publishing. Ostrava. 2008. ISBN 978-80-87071-87-8.

SELUCKÁ, M.: Ochrana spotřebitele v soukromém právu. C. H. Beck. Praha. 2008. ISBN 978-80-7400-037-9.

SCHOLZ, Petr. Zákon o finančním arbitrovi: Komentář. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-091-1.

ŠOVAR, Jan, KRÁLÍK, Aleš, BERAN, Jiří, DOLEŽALOVÁ, Daniela, aj. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech (č. 240/2013 Sb.) – Komentář. Praha : Walters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-783-6.

VESELÁ, J.: Analýza trhu cenných papírů. 2. vydání. Praha: VŠE v Praze, 1995, s. 391. ISBN 80-7079-426-7.

6. Články

ČECH, P. Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. Právní rádce. 2007, č. 3.

JANOVEC, M. Garanční fond obchodníků s cennými papíry. Právní rádce, 2009, č. 7.

JANOVEC M., Zajišťovací a jiné fondy, Právní fórum, 2012, č. 1.

KRÁLÍK, A., Umožnění provádění administrace investičního fondu osobou odlišnou od obhospodařovatele tohoto fondu, Obchodněprávní revue č. 5/2013.

KRTOUŠOVÁ, L. Péče řádného hospodáře: odpovídá britskému konceptu duty of care, skill and diligence? Obchodně právní revue. 2013, č. 10.

PELIKÁNOVÁ, I., PELIKÁN, R. NOZ v praxi: Odborná péče (§ 5). Bulletin advokacie, publikováno: 3. 6. 2014.

POKORNÁ, J. Péče řádného hospodáře. Symposium Limity corporate governance. 31. 3. 2014, Centrum právní komparatistiky, Právnická fakulta UK.

PÚRY, F. Možnosti trestního postihu porušení povinnosti péče řádného hospodáře o cizí majetek. Právní rozhledy. 2010, č. 15.

ŠTENGLOVÁ, I. Lze akcionářům odejmout zákonem přiznaná práva, aneb kdy přestává být akcie akcií? Bulletin advokacie, publikováno: 21. 2. 2018.

Abstrakt

Ochrana investora na kapitálovém trhu

Ochrana investora na kapitálovém trhu představuje velmi aktuální téma. Hlavním cílem práce bylo potvrdit nebo vyvrátit hypotézy stanovené v úvodu disertační práce, zejména zjistit, zda je ochrana investora na kapitálovém trhu dostatečná. Disertační práce má kromě úvodu a závěru pět částí dále rozdělených na jednotlivé kapitoly.

V době vytváření disertační práce existovalo na kapitálovém trhu množství investičních příležitostí, které s sebou nesly vyšší či nižší riziko. Pro běžného investora je obtížné rozpoznat, jakou míru rizika spojenou s určitým typem investiční příležitosti podstupuje, a proto se disertační práce snaží popsat míru ochrany investora spojenou s nejčastějšími typy investičních příležitostí.

Nejvíce využívaným nástrojem pro investování jsou beze sporu investiční fondy. Z toho důvodu je těmto investičním nástrojům věnován největší prostor. Disertační práce popisuje míru ochrany investora v závislosti na druhu investičního fondu. V této kapitole popisuje zejména investice prostřednictvím podílových fondů, neboť jde o nejrozšířenější druh fondu, a to nejen v České republice, ale i ve světě. Vzhledem k tomu, že podílový fond je entita bez právní osobnosti, popisuje disertační práce specifika postavení investora v této entitě, jeho práva, oddělení majetku investora, resp. podílového fondu, od majetku investiční společnosti a zabývá se vztahem mezi investiční společností a podílovým fondem pro případ sporů plynoucích z obhospodařování majetku podílového fondu. Vedle podílových fondů je v okrajové míře využívána pro investiční fondy i forma akciové společnosti, konkrétně akciové společnosti s proměnným základním kapitálem (SICAV). S ohledem na poměrně nový typ investičního fondu jsou popsány odlišnosti od klasické akciové společnosti, která je uzavřenou formou investičního fondu a také principy, na kterých je založeno fungování SICAV v zahraničí, kde má tato forma investiční fondu delší historii.

Z pohledu ochrany investora záleží zejména na osobách, které ve vztahu k fondu poskytují určité činnosti. Disertační práce popisuje předpoklady pro udělení povolení k činnosti obhospodařovateli, administrátorovi a depozitáři investičního fondu. Jednotlivé předpoklady přitom hodnotí s ohledem na jejich význam pro ochranu investora.

V neposlední řadě se zabývá odpovědností těchto osob ve vztahu k investorovi za činnosti, které pro fond vykonávají (zejména rozsahem a možnostmi liberace).

Čtvrtá část práce popisuje investiční služby, neboť prostřednictvím nich nejčastěji dochází k realizaci investičních příležitostí. Pro investora je rozhodné, kterou investiční službu zvolí. Přestože investičních služeb je poměrně široké spektrum, jsou nejčastěji investory využívány tři z nich, a to obhospodařování, obstarání a investiční poradenství. S každou z těchto investičních služeb je spojena odlišná odpovědnost poskytovatele investiční služby, a tudíž odlišná míra ochrany investora. Přestože všechny uvedené investiční služby mohou směřovat k témuž, a to nabytí investičního nástroje, liší se mírou diskrece poskytovatele investiční služby. Přitom platí, že čím vyšší je míra poskytovateli diskrece ve vztahu k volbě investičního nástroje, tím vyšší je míra jeho odpovědnosti vůči investorovi.

Stejně, jako v případě investičních fondů, i v případě investičních služeb hraje důležitou roli osoba, která investiční službu poskytuje. Následující kapitoly proto popisují osoby, se kterými investor při poskytování investičních služeb jedná. Těmito osobami je nejčastěji obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel nebo vázaný zástupce. Je popsáno, jaké předpoklady musí tyto osoby splňovat pro získání povolení nebo registrace k činnosti a jaké jsou kladeny požadavky na jejich odbornost.

Část pátá předkládá stručný popis kompenzačních (garančních) schémat, které slouží k uspokojení nároků investora za subjekty, které působí na kapitálovém trhu. Je zde zdůrazněno, pro jaké případy kompenzace se prostředky z těchto schémat mohou použít a zdůrazněno, že tyto kompenzační schémata nekryjí investiční riziko investora.

Poslední šestá část uvádí entity působící na kapitálovém trhu za účelem dohledu (Česká národní banka), mimosoudního řešení sporů (zejména finanční arbitr) a dále entity působící samoregulačně (asociace subjektů působících na kapitálovém trhu).

Závěrem je hodnocena míra ochrany investora na kapitálovém trhu a jako dostatečná. Zároveň jsou však uvedeny i nedostatky, které spočívají zejména v nedostatečném finančním vzdělávání investorů.

Klíčová slova:

ochrana investora, investiční fondy, investiční služby

Abstract

Protection of Investor on Capital Market

Investor protection on the capital market is a highly topical subject. The main aim of this dissertation was to confirm or refute the hypotheses presented in the introduction, and in particular to ascertain whether there is sufficient investor protection on the capital market. Besides its introduction and conclusion, the dissertation has five parts which, in turn, are broken down into separate chapters.

At the time the dissertation was being drawn up, there were a number of investment opportunities on the capital market that posed higher or lower risks. As it is difficult for ordinary investors to identify the degree of risk associated with a particular type of investment opportunity, the dissertation aims to describe the level of investor protection linked to the most common types of investment opportunities.

Investment funds are unquestionably the most commonly used investment vehicle. Consequently, these investment instruments are covered in most detail. The dissertation explains the level of investor protection according to the type of investment fund. In particular, this chapter describes investment via mutual funds, as this is the most widespread type of fund in the Czech Republic and across the world. Since a mutual fund is an entity with no legal personality, the dissertation describes the specificities of investors' positions in this entity, their rights, and the separation of the assets of investors, or the mutual fund, from the assets of the investment company, and discusses the relationship between the investment company and the mutual fund if disputes arise in the management of the mutual fund's assets. Besides mutual funds, marginal use is also made of public limited liability companies, specifically ones with variable capital (SICAVs), for investment funds. Because this is a relatively new type of investment fund, the dissertation describes what stands it apart from a conventional public limited liability company, which is a closed-end form of investment fund, and the principles underpinning the operation of a SICAV abroad, where this form of investment fund has more of a tradition.

From the point of view of investor protection, a lot depends on those who provide certain activities in relation to the fund. The dissertation describes conditions for the granting of a permit to provide the services of an investment fund manager, administrator and depository. It assesses the individual requirements with consideration for their importance to investor protection. Finally, it discusses these persons' responsibility –

in relation to the investor – for the activities they carry out for the fund (especially how far and when they are free to act at their own discretion).

The fourth part of the dissertation describes investment services, as these most often result in the realisation of investment opportunities. For investors, the investment service they choose is a crucial factor. Although investment services encompass a relatively broad range, most investors draw on three of them, specifically management, procurement and investment advice. Each of these investment services is linked to a different area of responsibility on the part of the investment service provider, and hence entails a different degree of investor protection. Although all of these investment services may pursue the same objective, i.e. the acquisition of an investment instrument, they differ in the amount of discretion the investment service provider has. However, the higher the rate of discretion ascribed to the provider in choosing an investment instrument, the higher the degree of liability towards the investor.

As investment services, like investment funds, depend heavily on the person providing the investment service, the following chapters describe the entities with whom the investor interacts in the provision of investment services. For the most part, they are securities traders, investment intermediaries and tied agents. There is a description of how these persons qualify or register and what demands are placed on their expertise.

Part Five briefly discusses the compensation (guarantee) schemes used to satisfy an investor's claims against entities operating on the capital market. It highlights compensation cases in which resources from these schemes may be used and emphasises that such compensation schemes do not cover the investor's investment risk.

The sixth – and final – part presents entities operating on the capital market as a supervisor (the Czech National Bank), an out-of-court dispute resolution body (especially the Financial Arbiter), and self-regulatory entities (associations of capital market participants).

Ultimately, the degree of investor protection on the capital market is assessed and found to be sufficient. However, the dissertation does not shirk either from the shortcomings, which are mainly due to the fact that investors are insufficiently versed in financial matters.

KEYWORDS

protection of investor, investment funds, investment services