

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Mgr. Martin Hobza

## **DISTRIBUCE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ**

**Rigorózní práce**

Vedoucí rigorózní práce: JUDr. Michael Kohajda, Ph.D.

Finanční právo

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 31. 12. 2015

Prohlašuji, že předloženou rigorózní práci jsem vypracoval samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 31. 12. 2015

Mgr. Martin Hobza  
Autor rigorózní práce

Poděkování:

Na tomto místě bych velmi rád poděkoval panu JUDr. Michaelu Kohajdovi, Ph.D. za cennou pomoc, kterou mi poskytl nejen v souvislosti s přípravou této práce.

# Obsah

Úvod .....	6
1 Obecná východiska .....	12
1.1 Pojem distribuce v kontextu práva finančního trhu .....	12
1.2 Pojem investiční nástroje .....	18
2 Distribuce investičních nástrojů v systému finančního práva .....	28
2.1 Myšlenková východiska regulace distribuce .....	31
2.1.1 Důvěryhodnost kapitálového trhu .....	31
2.1.2 Ochrana retailového investora .....	32
2.2 Prameny regulace distribuce .....	35
3 Distribuce investičních nástrojů a zúčastněné subjekty .....	43
3.1 Investoři jako adresáti distribuce .....	43
3.1.1 Hledisko kategorizace investorů .....	45
3.1.2 Hledisko počtu investorů .....	47
3.2 Distributoři .....	52
3.2.1 Obchodníci s cennými papíry .....	53
3.2.2 Správci investičních fondů .....	55
3.2.3 Investiční zprostředkovatelé .....	60
3.2.4 Vázaní zástupci .....	69
3.2.5 Další osoby .....	71
3.3 Modely distribuce investic .....	74
4 Zákonné formy distribuce investičních nástrojů .....	79
4.1 Jednotlivé formy distribuce a jejich vzájemný vztah .....	79
4.2 Distribuční investiční služby .....	81
4.3 Nabízení investic .....	85
4.3.1 Pozitivní vymezení nabízení investic .....	85
4.3.2 Rozhodnutí investora z vlastního podnětu .....	90

4.3.3 Nabízení veřejně a jinak než veřejně .....	94
4.3.4 Veřejné nabízení investic do fondů kvalifikovaných investorů .....	96
Závěr .....	105
Seznam použité literatury a pramenů .....	113
Abstrakt v českém jazyce .....	129
Abstract in English language .....	130
Resumé .....	131
Klíčová slova .....	132
Key words .....	132

## Úvod<sup>1</sup>

Právo finančního trhu lze oprávněně považovat za jedno z nejdynamičtěji se rozvíjejících odvětví nejen finančního práva, ale též právního řádu jako celku. Dynamický vývoj finančního trhu, jenž je nejen v České republice průvodním jevem 21. století, klade před jeho účastníky stále nové výzvy. Nejsou to však pouze účastníci finančního trhu jako subjekty na trhu se pohybující, kteří musí pružně reagovat na stále se měnící tržní podmínky. Významný, v některých oblastech snad dokonce stěžejní vliv na finanční trh má též právo, a to jednak v podobě regulatorní činnosti, jednak v podobě činnosti dohledové. Před právní teorií i praxí tak stojí nesnadný úkol, kterým je přispět k zajištění fungující právní infrastruktury finančního trhu, činnosti subjektů na něm se pohybujících v souladu s právním řádem a zásadami do něj vtělenými a též ochránit nejzranitelnější účastníky finančního trhu, drobné investory.

Oblast práva finančního trhu láká svoji dynamikou a komplexností k teoretické analýze. V tuzemském kontextu je k dispozici celá řada publikací, věnujících se jednotlivým segmentům tohoto úseku zvláště části finančního práva nefiskálního,<sup>2</sup> z nichž je zejména třeba zmínit obsáhlé komentáře ke dvěma nejvýznamnějším pramenům práva kapitálového trhu, zákonu o podnikání na kapitálovém trhu<sup>3</sup> a zákonu o investičních společnostech a investičních fondech,<sup>4</sup> doktrinární analýzy, věnované

---

<sup>1</sup> Tento text byl zpracován s finanční podporou a v rámci projektu "Poskytování služeb na finančním trhu pod vlivem rekodifikace", GA UK č. 1578514/2015, realizovaného na Právnické fakultě Univerzity Karlovy v Praze v roce 2015.

<sup>2</sup> RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 7. ISBN 978-80-210-5277-2.

<sup>3</sup> HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>4</sup> ŠOVAR, Jan a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1669 s. ISBN 978-80-7478-783-6.

otázkám dohledu nad finančním trhem<sup>5</sup> a příslušné části učebnicové literatury věnované finančnímu právu.<sup>6</sup> Přes právě uvedené se však domnívám, že právo finančního trhu a jeho instituty patří v České republice k otázkám prozatím relativně méně často teoreticky zpracovávaným, a to v určitém historickém vývojem podmíněném kontrastu s jinými členskými zeměmi Evropské unie s rozvinutým finančním sektorem. V předmětné oblasti tak existuje mnoho otázek, které na svoji komplexní analýzu stále čekají. Jedné z takových je věnována tato práce.

Naznačený spíše vlažný zájem právnické veřejnosti o oblast distribuce na finančním trhu obecně a distribuce finančních investičních nástrojů zvláště je podle mého názoru ve zřetelném kontrastu s významem a též problematičností tohoto institutu v praxi. Distribuční činnosti jsou součástí moderního trhu finančních služeb, představují nezbytný mezičlánek mezi tvůrcem finančního produktu a investorem jako koncovým klientem,<sup>7</sup> v důsledku čehož subjekty, jejichž primární činností je distribuce, mají zásadní vliv na způsob, kterým je daný finanční produkt či investiční nástroj klientovi předkládán. Pochybení v rámci distribučních aktivit může mít za následek poškození klienta finanční instituce jako tvůrce konkrétního finančního produktu, související reputační a regulatorní riziko pro danou finanční instituci, stejně jako může vést k narušení důvěry veřejnosti ve fungování finančního trhu jako celku. Z důvodů, z nichž některé budou

---

<sup>5</sup> Např. KOHAJDA, Michael. *Dozor nad regulovanými subjekty finančního trhu* [online]. Praha, 2008. 179 s. Vedoucí práce Milan Bakeš.

<sup>6</sup> Zejména KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Právní úprava finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Petr KOTÁB, Hana MARKOVÁ, Radim BOHÁČ, Petr NOVOTNÝ, Michael KOHAJDA a Pavlína VONDRÁČKOVÁ. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.

<sup>7</sup> Dále v této práci používám bez ohledu na rozdílnou pozitivněprávní terminologii pro označení adresátů distribučních aktivit obecný pojem investor, případě též klient, které považuji v kontextu předkládaného tématu za nejvhodnější. K otázce vhodného označení adresátů finančních služeb srov. KOHAJDA, Michael. Vztah mezi pojmy „spotřebitel“ v soukromém právu a „klient“ v právu finančního trhu. In MRKÝVKA, Petr a kol. *DNY PRÁVA 2013 – DAYS OF LAW 2013: Část IX. – Interakce soukromého a finančního práva*. Brno: Masarykova Univerzita, 2014, s. 211-217. ISBN 978-80-210-6816-2.

podrobněji rozebrány níže v této práci, dochází v souvislosti s distribuční činností k mnohým pochybením, jejichž přímým důsledkem jsou jednak ztráty na straně klientů, jednak uložené sankce na straně distributorů a finančních institucí, které zastupují. Analýzou sankčních rozhodnutí České národní banky v oblasti zejména kapitálového trhu lze dojít k závěru, že sankce ukládané za pochybení související s distribucí, případně přímo subjektům, jejichž náplň činnosti představuje distribuce, tvoří procentuálně významnou část sankční agendy. Problémy související s distribucí jsou příležitostně reflektovány v ekonomicky zaměřených periodikách.

Oblastí analyzovanou v této práci je problematika právní regulace distribuce investičních nástrojů, spadající do širší oblasti distribuce na finančním trhu. Pojem distribuce na finančním trhu bude podrobněji vymezen níže, pro účely stručného úvodu do problematiky jej lze snad vymezit jako nabízení a zprostředkování produktů a služeb (finančních produktů, investičních nástrojů či investičních služeb) finančních institucí vůči koncovým klientům, případně též poskytování služeb, které jsou materiálně zprostředkovatelskou činností koncovým klientům, tedy jako procesy, směřující k zajištění interakce obou nejvýznamnějších skupin subjektů finančního trhu, investorů a emitentů. Distribuce na finančním trhu je pojmem zahrnujícím široké spektrum aktivit vztahujících se k neméně širokému okruhu nejrůznějších podob peněžních prostředků. Zahrnuje jak aktivity, kde se investor či koncový klient nachází v pozici subjektu hledajícího možnosti umístění svých dočasně volných peněžních prostředků, tak aktivity, kdy koncový klient formou úvěru takové prostředky poptává.

Není ani nemůže být ambicí této práce analyzovat či alespoň charakterizovat veškeré případy distribuce na finančním trhu, které finanční právo reguluje, takový cíl by byl i s ohledem na doporučený rozsah rigorózní práce nereálný. K problematice v předkládané práci přistupuji odlišně, když se, též s přihlédnutím ke svým dosavadním zkušenostem,



zaměřím na tu oblast právní regulace distribuce na finančním trhu, která je doposud doktrinárně méně podchycena a které se zároveň věnuji v praxi, do níž tak snad mohu přinést nový teoretický pohled. Pozornost tak bude věnována distribuci investičních nástrojů, a to v režimu zákona o podnikání na kapitálovém trhu, tedy investičním službám, které lze označit jako distribuční, dále nabízení investic do investičních fondů v oblasti fondového podnikání a spíše okrajově též veřejné nabídce investičních cenných papírů. Jak bude objasněno dále v práci, jmenované oblasti mají v praxi mnoho průsečíků, a proto považuji za vhodné analyzovat je ve vzájemné souvislosti. Omezení věcného záběru práce mi rovněž umožní přistoupit k jednotlivým otázkám s odpovídající analytickou hloubkou. Práce bude zaměřena téměř výlučně na veřejnoprávní aspekty předkládaného tématu. Soukromoprávní rovina, zejména smluvní zajištění operací, které distribuce zahrnuje, bude v relevantních pasážích případně zmíněna pouze letmo.

Cílem práce je primárně teoreticky vymezit a v rámci finančního práva systematicky zařadit a analyzovat problematiku právního rámce distribuce investičních nástrojů, a to především v kontextu stěžejních právních předpisů danou oblast upravujících. V rámci práce se zaměřím na distributory, adresáty a jednotlivé zákonné formy distribuce s tím, že se pokusím především zacílit na oblasti, které jsou interpretačně i aplikačně nejednoznačné a ve kterých může docházet a nezřídka kdy dochází ke střetu mezi tržní praxí a mnohdy nepřiliš zřetelným obsahem tuto praxi regulující právní normy. Vycházím z premisy, jejíž platnost bych rád v předkládané práci prokázal, že i přes extenzivní právní úpravu předmětné oblasti v početných pramenech českého i evropského finančního práva, či snad právě kvůli této skutečnosti, je oblast distribuce investičních nástrojů poměrně bohatá na mezery a nevyjasněné oblasti, které musí být zaplňovány či vyjasňovány především interpretační činností České národní banky. Distributor jako dohlížený subjekt se tak úplný význam právní normy,

kteřou je povinen při distribuční činnosti dodržovat, nezřídka dozvídá až v souvislosti se zahájením sankčního řízení na základě porušení povinnosti, kteřou taková norma ukládá. Uvedený stav jistě nepřispívá k právní jistotě dohlížených subjektů a v konečném důsledku není ani v zájmu investorů jako jejich klientů. V předkládané práci se proto pokusím obhájit vlastní interpretaci neostrých oblastí, kteřá může být v některých ohledech odlišná od interpretace, kteřá na trhu převažuje.

Sekundárním cílem práce je poukázat na dílčí neprovázanost finančněprávních předpisů, regulujících ten kteřý sektor finančního trhu a navrhnout možná řešení. V praxi relativně často narážím na situace, kdy je obdobná otázka řešena jednotlivými sektorovými předpisy odlišně, aniž by pro takový přístup existoval rozumný důvod. Jakkoli si v minulosti představený věcný záměr zákona o distribuci finančních produktů<sup>8</sup> kladl a podle všeho nadále klade<sup>9</sup> za cíl unifikaci distribuce v jednotlivých segmentech finančního trhu a v rámci nově navržených či přijatých předpisů z dalších oblastí finančního práva je patrná podle mého názoru příznivá tendence ke sbližování podmínek distribuce,<sup>10</sup> i po několika letech od

---

<sup>8</sup> Návrh věcného záměru zákona o některých podmínkách nabízení, zprostředkování a poskytování finančních služeb a o finančním poradenství (zákon o distribuci finančních služeb). Text návrhu není veřejně dostupný, při zjišťování základních principů návrhu věcného záměru zákona vycházím z veřejně dostupných doprovodných materiálů. Srov. VACEK, Lukáš. *Změny v regulaci distribuce na finančním trhu*. In Asociace českých pojišťovacích makléřů [online]. 2011. [cit. 2015-11-13] Konference pojišťovacích makléřů 2011. Dostupné z WWW: <http://acpm.cz/index.php?action=article&id=31679> nebo Vláda České republiky [online]. 2012. [cit. 2015-11-13] Věcný záměr zákona o některých podmínkách nabízení, zprostředkování a poskytování finančních služeb a o finančním poradenství. Dostupné z WWW: <http://www.vlada.cz/cz/ppov/lrv/ria/databaze/mf-9--vecny-zamer-zakona-o-nekterych-podminkach-nabizeni--zprostredkovani-a-poskytovani-financnich-sluzeb-a-o-financnim-poradenstvi--92575/>.

<sup>9</sup> BERAN, Jiří. *Novinky z legislativy na finančním trhu*. In Konference EFPA ČR 2015 [online]. 2015. [cit. 2015-11-13]. Dostupné z WWW: <https://efpa.cz/files/beran.0.pdf>.

<sup>10</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-11-13] Sněmovní tisk 415/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí a o změně živnostenského zákona (zákon o pojišťovacích zprostředkovatelích a likvidátorech pojistných událostí), ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Dostupné z WWW:

představení tohoto návrhu je na sklonku roku 2015 třeba vycházet především z principu sektorové regulace distribuce na finančním trhu, včetně distribuce investičních nástrojů.

Při tvorbě předkládané práce bude využita především metoda analyticko-syntetická v kombinaci s metodou deskriptivní, v menší míře pak bude využita též metoda komparativní. Ze systematického hlediska se práce bude, vyjma úvodu a závěru, dělit na část věnovanou obecnému vymezení předkládaného tématu, včetně pokusu o doktrinární zařazení tématu do systému finančního práva, zahrnující dvě kapitoly, část věnovanou subjektům na distribuci zúčastněným, tedy investorům a distributorům a konečně část věnovanou zákonným formám distribuce se zaměřením na nabízení investic do investičních fondů s tím, že analýza jednotlivých problémů regulace distribuce prostupuje výrazně i v pořadí druhou výše uvedenou část práce.

Není-li níže stanoveno jinak, vychází práce z právního stavu ke dni 31. 12. 2015.

---

<http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&T=415>, který však byl dne 7. 7. 2015 vzat zpět ve druhém čtení, nebo ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-28] Sněmovní tisk 679/0, Vládní návrh zákona o spotřebitelském úvěru. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=679&CT1=0>.

# 1 Obecná východiska

Před samotnou analýzou právní regulace distribuce investičních nástrojů, která představuje těžiště předkládané práce, považuji za potřebné provést základní vymezení institutů, jimž je práce věnována. Jedná se konkrétně o pojmy distribuce a investiční nástroj.

## 1.1 Pojem distribuce v kontextu práva finančního trhu

Jelikož tuzemské finančněprávní předpisy neobsahují legální definici pojmu distribuce, distribuce na finančním trhu, případně distribuce investičních nástrojů, je třeba vycházet při terminologickém vymezení jednak z obecného lingvistického významu tohoto pojmu, jednak z kontextu použití pojmu v právním řádu jako celku s důrazem na právo finanční. Pod pojmem *distribuce* se v obecné rovině rozumí *rozdělování, rozdělení, rozšiřování zboží nebo služeb*<sup>11</sup> či systém k tomuto účelu určený, v kontextu právního řádu České republiky jako celku je pak pojem distribuce používán především jako ekvivalent pojmu *uvádění do oběhu* či *rozšiřování nebo rozdělování*<sup>12</sup> věcí či služeb. Obdobné použití tohoto pojmu je možno vysledovat v několika předpisech z oblasti finančního práva,<sup>13</sup> přičemž za právní předpis s nejvyšší měrou relevance pro zkoumané téma, obsahující výslovně daný pojem, je třeba podle mého názoru považovat zákon o doplňkovém penzijním spoření spolu se zákonem o důchodovém spoření.<sup>14</sup>

Ačkoli žádný z uvedených předpisů neobsahuje legální definici pojmu distribuce, lze za použití systematického výkladu (*argumentum a rubrica*)

<sup>11</sup> Srov. Ústav pro jazyk český, v. v. i. [online]. 2011. [cit. 2015-11-13] Slovník spisovného jazyka českého. Heslo „distribuce“. Dostupné z WWW: <http://ssjc.ujc.cas.cz/search.php?hledej=Hledat&heslo=distribuce&sti=EMPTY&where=hesla&hsubstr=no>. Obdobně ABZ.cz [online]. 2005. [cit. 2015-11-13] Slovník cizích slov. Heslo „distribuce“. Dostupné z WWW: <http://slovník-cizich-slov.abz.cz/web.php/slovo/distribuce>.

<sup>12</sup> Srov. § 5 odst. 6 zákona č. 102/2001 Sb., o obecné bezpečnosti výrobků nebo § 12 odst. 1 písm. e) zákona č. 275/2012 Sb., o volbě prezidenta republiky.

<sup>13</sup> Srov. např. § 2 odst. 2 písm. j) zákona č. 284/2009 Sb., o platebním styku.

<sup>14</sup> Zákon č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření (dále jen „ZDPS“) a zákon č. 426/2011 Sb., o důchodovém spoření (dále jen „ZDS“).

dovodit, že se ve smyslu obou finančněprávních předpisů distribucí rozumí *vyvíjení činnosti směřující k tomu, aby zájemce o důchodové spoření či doplňkové penzijní spoření nebo účastník těchto systémů měl příležitost uzavřít s penzijní společností smlouvu o důchodovém spoření a uzavírání jménem a na účet penzijní společnosti smluv o důchodovém spoření či doplňkovém penzijním spoření,*<sup>15</sup> tedy postupy, umožňující zájemci jako investorovi vstoupit do vztahu s penzijní společností a nabýt tento investiční produkt<sup>16</sup> a zároveň penzijní společnosti prodat, rozšířit či uvést do oběhu jí vytvořený produkt. Jedná se tedy o činnosti zprostředkovatelského charakteru, které oba citované předpisy v rubrice přecházející danému ustanovení označují jako *nabízení a zprostředkování* daného investičního produktu. Lze tuto definici distribuce, vztahující se k oblasti v rámci práva finančního trhu spíše okrajové, vztáhnout analogicky též na těžiště této práce?

Pro zodpovězení položené otázky je nejprve třeba zhodnotit, které pojmy používají v obdobném kontextu stěžejní prameny práva regulující zkoumanou oblast, tedy především zákon o podnikání na kapitálovém trhu,<sup>17</sup> zákon o investičních společnostech a investičních fondech<sup>18</sup> a relevantní prameny unijního práva a zda, při absenci vlastní výslovné právní úpravy, tyto právní předpisy výše uvedenou definici distribuce nevyklučují. V rámci problematiky poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu je

---

<sup>15</sup> Srov. § 74 odst. 1 ZDPS a § 91 odst. 1 ZDS.

<sup>16</sup> Označení důchodového a doplňkového penzijního spoření jako investičního, nikoli spořicího či pojistného produktu může, i s přihlédnutím k pozitivněprávně zakotvenému názvu obou produktů, vyvolávat určité kontroverze. Jsem však toho názoru, že oba produkty jsou svoji povahou převážně produkty investičními, nikoli nepodobnými investicím do standardních fondů kolektivního investování ve smyslu ZISIF. Uvedenou podobnost ostatně přesvědčivě dovozuje v kontextu tehdy účinného zákona o kolektivním investování na jiném místě M. Kohajda. Srov. KOHAJDA, Michael a Iva JAHODOVÁ. Kritický pohled na důchodovou reformu. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2012, roč. 15, č. 3, s. 10. ISSN 1801-6006.

<sup>17</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“).

<sup>18</sup> Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen „ZISIF“).

třeba zaměřit pozornost na několik ustanovení, které mohou dát relevantní návod, jak je distribuce ve výše uvedeném smyslu v ZPKT terminologicky podchycena. Předně se jedná o ustanovení, upřesňující obsah hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, která je, spolu s investičními službami týkajícími se umístování investičních nástrojů základní distribuční investiční službou (viz níže). Podle zmíněného ustanovení je touto investiční službou třeba rozumět též *zprostředkování* obchodů s investičními nástroji.<sup>19</sup> Dále považuji za relevantní formulaci vymezení oprávnění vázaného zástupce *zařídít*, a popřípadě i *uzavřít*, obchody týkající se vybraných investičních služeb<sup>20</sup> a konečně pozitivněprávní zakotvení pojmu veřejná *nabídka* investičních cenných papírů<sup>21</sup>. V případě fondového podnikání či správy kolektivního majetku v režimu ZISIF<sup>22</sup> má pak stěžejní význam pojem *nabízení investic* do investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu.

Na rozdíl od právě uvedených právních předpisů tuzemského původu platné prameny unijního práva finančního trhu s pojmem distribuce v kontextu analyzovaného tématu standardně operují. Ačkoli jsem si vědom teoretických úskalí argumentace platným, avšak doposud neúčinným právem, pro účely terminologického vymezení považuji níže uvedené právní předpisy za vysoce relevantní. Příkladem z oblasti fondového podnikání může být platné a od 9. prosince 2015 účinné nařízení ELTIF,<sup>23</sup> hovořící o *distribuci* fondů ELTIF ve smyslu *přímého nabízení* podílových jednotek

---

<sup>19</sup> Srov. § 4 odst. 4 ZPKT.

<sup>20</sup> Ve smyslu § 32a odst. 1 písm. a) a c) ZPKT.

<sup>21</sup> Srov. § 34 odst. 1 ZPKT.

<sup>22</sup> Jde o oblast, která byla a dodnes mnohdy je označována jako kolektivní investování. V kontextu ZISIF je však takové pojetí příliš zužující a proto nepřesné. K tomu bližší viz KOTÁB, Petr a Martin HOBZA. Zdanění investičních společností a investičních fondů. *Acta Universitatis Carolinae Iuridica*. Praha: Karolinum, 2013, roč. 59, číslo 3. ISSN: 0323-0619.

<sup>23</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/760 ze dne 29. dubna 2015 o evropských fondech dlouhodobých investic (dále jen „nařízení ELTIF“).

nebo akcií fondu ELTIF investorovi nebo jejich *umístování* u investora,<sup>24</sup> v oblasti regulace poskytování investičních služeb je pak užití a chápání významu pojmu distribuce možno ilustrovat na příkladu platné a od roku 2017<sup>25</sup> pro členské státy účinné směrnice MiFID II,<sup>26</sup> kde je tento pojem užíván především v souvislosti s vymezením cílového trhu investičního nástroje a souvisejícími povinnostmi tvůrce investičního nástroje a chápán jako *rozšiřování* daného investičního nástroje na cílovém trhu (tj. mezi investory) typicky osobou odlišnou od tvůrce tohoto nástroje.<sup>27</sup> Dalším příkladem užití pojmu distribuce v přímo použitelném nařízení, tentokrát na pomezí práva kapitálového trhu a pojišťovacího práva, je nařízení PRIIPs.<sup>28</sup> Uvedené nařízení, věnované převážně informačním povinnostem tvůrců vybraných produktů s investiční složkou užívá pojem *uvedení na trh, distribuce* nebo *prodej* produktu s investiční složkou,<sup>29</sup> přičemž je zřetelné, že distribucí se, obdobně jako ve výše uvedeném případě, rozumí *rozšiřování* daného produktu mezi koncové investory. Na souvislosti

---

<sup>24</sup> Srov. článek 28 nařízení ELTIF, uvozeného rubrikou Zvláštní požadavky v oblasti distribuce fondů ELTIF neprofesionálním investorům: „*V případě, že jsou podílové jednotky nebo akcie fondu ELTIF přímo nabízeny neprofesionálnímu investorovi nebo jsou u něj umístovány (...).*“

<sup>25</sup> V době tvorby této práce se hovoří o možném prodloužení transpoziční lhůty na leden 2018, k tomu blíže srov. závěr této práce.

<sup>26</sup> 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“).

<sup>27</sup> Srov. zejména článek 16 odst. 3 věta druhá MiFID II: *Investiční podnik, který vytváří finanční nástroje určené k prodeji zákazníkům, musí udržovat, uplatňovat a přezkoumávat postup schvalování každého finančního nástroje a významných změn existujících finančních nástrojů před jejich uvedením na trh nebo distribucí zákazníkům* a článek 24 odst. 2 věta první MiFID II: *Investiční podniky, které vytvářejí finanční nástroje určené k prodeji zákazníkům, zajišťují, (...) aby investiční podnik podnikl přiměřené kroky s cílem zajistit, že finanční nástroj bude distribuován na určeném cílovém trhu* a dále recitály 45, 54, 71 a 78 MiFID II.

<sup>28</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou (dále jen „PRIIPs“).

<sup>29</sup> Srov. např. článek 17 odst. 1 písm. a) PRIIPs v případě pojistných produktů s investiční složkou: „*Příslušný orgán může ve svém členském státě nebo ze svého členského státu zakázat či omezit: uvádění na trh, distribuci nebo prodej pojistných produktů s investiční složkou nebo pojistných produktů s investiční složkou s určitými stanovenými rysy (...).*“

s MiFID II ohledně opatření v oblasti distribuce ostatně nařízení PRIIPs ve své nenormativní části výslovně upozorňuje.<sup>30</sup>

Mimo výše uvedené předpisy národního i unijního práva považuji za užitečné v krátkosti zhodnotit, zda a jakým způsobem je pojem distribuce ve zkoumané oblasti používán v tuzemské i zahraniční odborné literatuře a dalších dokumentech v oblasti práva finančního trhu, které nelze označit za pramen práva ve formálním smyslu<sup>31</sup> a zdali tyto nevylučují výše uvedené chápání pojmu distribuce. Relevantním tuzemským příkladem jsou zejména úřední sdělení České národní banky jako orgánu dohledu v oblasti kapitálového trhu, přičemž z v rámci provedené rešerše získaných materiálů považuji za relevantní úřední sdělení, vymezující přípustnost pobídek při *distribuci* některých produktů na finančním trhu.<sup>32</sup> Dle uvedeného úředního sdělení je pojem distribuce vztahován jak na oblast regulovanou ZPKT, tak ZISIF, tak i ZDS a ZDPS a je tak chápán jako určitý zastřešující pojem pro označení věcně blízkých aktivit, vztahujících se k různým nástrojům práva finančního trhu. Tomuto chápání obsahově korespondují další relevantní dokumenty České národní banky.<sup>33</sup>

V dostupné tuzemské, z pozitivněprávní terminologie vycházející odborné literatuře jsem se v rámci rešerší provedených před samotným

---

<sup>30</sup> Srov. recital 5 preambule PRIIPs.

<sup>31</sup> GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. 4. upr. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, s. 74. ISBN 978-80-7380-023-9.

<sup>32</sup> Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-11-15] Úřední sdělení České národní banky ze dne 17. ledna 2014 o podmínkách přípustnosti pobídek při distribuci některých produktů na finančním trhu. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik\\_2014\\_01\\_20114560.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik_2014_01_20114560.pdf).

<sup>33</sup> Např. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-11-21] K registraci činností vázaného zástupce obchodníka s cennými papíry a investičního zprostředkovatele. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_registraci\\_cinnosti\\_vazaneh\\_o\\_zastupce.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_registraci_cinnosti_vazaneh_o_zastupce.pdf) nebo Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-11-21] K přeshraničnímu nabízení investic do standardních fondů nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů (UCITS). Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_preshranicnimu\\_nabizeni\\_i\\_nvestic\\_do\\_standardnich\\_fondu.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_preshranicnimu_nabizeni_i_nvestic_do_standardnich_fondu.pdf).



zpracováním této práce s pojmem distribuce setkal spíše výjimečně,<sup>34</sup> a to v kontrastu s anglickojazyčnou odbornou literaturou, která s pojmem *product distribution*<sup>35</sup> při popisu nabízení a zprostředkování investičních či obecně finančních nástrojů investorům pracuje. V německojazyčné literatuře je v obdobném kontextu používán pojem *Vertrieb von Finanzinstrumenten*,<sup>36</sup> který se zdá na první pohled užší, cílí až na konečnou fázi distribuce, tedy prodej daného nástroje, je však chápán širěji a dopadá na celý proces prodeje (zde ve smyslu nabízení, zprostředkování a uzavření příslušné smlouvy o nabytí) daného investičního nástroje. Ze shora charakterizovaného významu slova distribuce podle dostupných zdrojů vycházel též věcný záměr zákona o distribuci finančních produktů, což se odráží v jeho nezkráceném názvu jako zákona o některých podmínkách nabízení, zprostředkování a poskytování finančních služeb a o finančním poradenství.

Na základě právě uvedeného se domnívám, že nic nebrání odpovědět na shora položenou otázku kladně. Lze shrnout, že i přes absenci výslovného vymezení pojmu distribuce, resp. distribuce investičních nástrojů ve stěžejních předpisech práva kapitálového trhu a terminologickou nejednotnost jednotlivých pramenů práva při označování distribučních procesů je obsah tohoto pojmu zjevný. Distribuci v kontextu práva finančního trhu je tak třeba v nejširším slova smyslu podle mého názoru chápat jako soubor činností zprostředkovatelského charakteru vykonávaných zásadně podnikatelsky finančním zprostředkovatelem<sup>37</sup> vůči

---

<sup>34</sup> Pojem *distribuce* dluhopisu používá ve smyslu nabídky dluhopisu, u níž je uveřejňován prospekt PIHERA, Vlastimil. Dluhopisy. In KOTÁSEK, Josef. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 107. ISBN 978-80-7400-515-2.

<sup>35</sup> MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, s. 192 n. ISBN 978-0-521-88870-7.

<sup>36</sup> KURZ, Antje-Irina. MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten. *Der Betrieb*. Düsseldorf: Handelsblatt Fachmedien GmbH, 2014, 67. Jahrg., Nr. 21, s. 1182-1187. ISSN 0005-9935.

<sup>37</sup> Jak tuto kategorii subjektů finančního trhu chápe KOHAJDA, Michel a Petr KOTÁB. Subjekty finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, s. 452.

koncovému klientovi jako investorovi, zajišťujících interakci mezi tvůrcem či emitentem finančního produktu a klientem, jejichž konečným cílem je rozšířit daný finanční produkt na finančním trhu, tedy umístit či prodat finanční produkt investorovi, a to bez ohledu na skutečnost, zda je tohoto konečného cíle dosaženo, či nikoli. Stručně řečeno tedy jde o *nabízení a zprostředkování* daného *finančního produktu*, v našem případě investičního nástroje tak, jak jej chápe zahraniční literatura pod pojmem *product distribution*.

## 1.2 Pojem investiční nástroje

Ačkoli práce není primárně věnována teoretickým otázkám povahy a vlastností jednotlivých investičních nástrojů, považuji v zájmu zachování systematiky práce za nutné stručně vymezit tuto kategorii instrumentů finančního trhu, tedy „*jakýchsi reprezentantů ztělesňujících prostředky na finančním trhu nabízených a poptávaných*“<sup>38</sup> jako předmětu distribuce. Na rozdíl od výše charakterizovaného pojmu distribuce na finančním trhu nečiní vymezení pojmu investiční nástroje výraznější problémy, a to díky skutečnosti, že platná právní úprava při vymezení pojmu investiční nástroj vychází z principu pozitivního a negativního výčtu. V souladu s pražskou doktrínou je třeba investičními nástroji rozumět podmnožinu finančních investičních instrumentů jako množiny „*abstraktních nástrojů ztělesňujících určitá majetková práva*“,<sup>39</sup> přičemž o povaze konkrétního instrumentu jako investičního nástroje rozhoduje podle mého názoru podřaditelnost předmětného instrumentu pod jednu či více kategorií investičních nástrojů, pozitivněprávně zakotvených v ZPKT<sup>40</sup> spolu se splněním obecného znaku způsobilosti, respektive vhodnosti k investování či obchodování na finančním trhu, který je u některých kategorií investičních nástrojů výslovně

---

<sup>38</sup> KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKEŠ, Milan, s. 420.

<sup>39</sup> Tamtéž, s. 421.

<sup>40</sup> Jedná se o výčet jednotlivých kategorií investičních nástrojů v § 3 odst. 1 ZPKT.

akcentován, u jiných je z povahy věci mlčky presumován. Lze tedy shrnout, že investičním nástrojem je finanční investiční instrument, který lze zařadit jako investiční cenný papír, cenný papír kolektivního investování, nástroj peněžního trhu či derivát ve smyslu ZPKT.

Množina investičních nástrojů zahrnuje nástroje různé ekonomické podstaty, které lze za užití členění finančního trhu na základě charakteru obchodovaných nástrojů a časovém horizontu jejich životnosti zařadit jednak jako nástroje kapitálového trhu,<sup>41</sup> jednak nástroje trhu peněžního.<sup>42</sup> Dále, jak již bylo výše naznačeno, ZPKT přináší v souladu s unijní legislativou pozitivněprávní kategorizaci investičních nástrojů. V této souvislosti je třeba podotknout, že „*vymezení jednotlivých typových skupin investičních nástrojů (...) nemusí odpovídat a zpravidla často neodpovídá tradičnímu vymezení jednotlivých nástrojů finančního (...) trhu v národních právních řádech členských států*“,<sup>43</sup> a že hranice jednotlivých kategorií investičních nástrojů jsou vzájemně prostupné a v případech některých investičních nástrojů poměrně mlhavé. Konkrétní investiční nástroj tak lze zařadit do více než jedné kategorie. Tato skutečnost, která je však zčásti nevyhnutelným důsledkem progresivního vývoje na finančním trhu, nepřispívá podle mého názoru k právní jistotě regulovaných subjektů jako adresátů zmiňované normy, když zařazení konkrétního investičního nástroje do té které kategorie není, jak by se mohlo snad na první pohled znát, pouhým zajímavým akademickým cvičením, ale záležitostí ryze

---

<sup>41</sup> Tedy trhu, na němž jsou nabízeny a poptávány kapitálové nástroje. CLAUSSEN, Carsten Peter a Roland ERNE. *Bank- und Börsenrecht*. 2. Aufl. München: Beck, 2000, s. 433. ISBN 3-406-46203-0.

<sup>42</sup> Komentářová literatura v této souvislosti přiléhavě upozorňuje na z této skutečnosti plynoucí terminologickou nepřesnost názvu ZPKT. Srov. HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 52. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>43</sup> HUSTÁK, Zdeněk. Tamtéž, s. 52.

praktickou,<sup>44</sup> kdy případné související pochybení poskytovatele služeb na kapitálovém trhu může být trestáno správní sankcí v řádu milionů korun. Uvedený nedostatek lze však podle mého názoru bez výraznějších obtíží zhojit důslednou aplikací principu v pochybnostech ve prospěch regulovaného subjektu v rámci výkonu dohledu při posuzování povahy a konstrukce konkrétního investičního nástroje.

Rovněž právní povaha investičních nástrojů jednotlivých kategorií se liší. V této souvislosti považuji za vhodné upozornit na vzájemný vztah pojmů investiční nástroj a cenný papír. Jedná se o dvě odlišné množiny se společným průnikem. Jinými slovy řečeno, nikoli každý cenný papír či zaknihovaný cenný papír ve smyslu občanského zákoníku<sup>45</sup> je současně investičním nástrojem a nikoli každý investiční nástroj je zároveň cenným papírem, ačkoli v praxi obě množiny často splývají. Průnikem množiny cenných papírů a množiny investičních nástrojů jsou především investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování, přičemž není vyloučeno a zákon dokonce výslovně předpokládá, že konkrétní cenný papír naplní znaky obou těchto množin investičních nástrojů.<sup>46</sup> Právě distribuci těchto dvou kategorií investičních nástrojů bude věnována převážná část práce.

Investičními cennými papíry (*transferable securities*) je v souladu se ZPKT nutno rozumět cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu,<sup>47</sup> jejichž demonstrativní výčet je uveden v ZPKT. Tuzemský právní řád při

---

<sup>44</sup> Z hlediska zaměření této práce je relevantní oblastí oprávnění investičního zprostředkovatele poskytovat investiční služby pouze k omezenému okruhu kategorií investičních nástrojů.

<sup>45</sup> Srov. § 514 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „NOZ“) v případě cenných papírů a § 525 NOZ v případě zaknihovaného cenného papíru. Není-li dále uvedeno jinak, zahrnuji v této práci pod pojem cenný papír též zaknihované cenné papíry.

<sup>46</sup> Typickým cenným papírem, potvrzujícím uvedenou skutečnost, je investiční akcie investičního fondu ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem dle § 162 a násl. ZISIF.

<sup>47</sup> KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKEŠ, Milan, s. 424.

definici této kategorie investičních nástrojů vychází z principů unijního práva, konkrétně článku 4 bodu 18 MiFID, definujícího pojem investiční cenný papír „*typově pomocí příkladného výčtu některých nástrojů, které mohou být posouzeny jako investiční cenné papíry, namísto poskytnutí abstraktní definice tohoto pojmu. Definice však vychází z nezbytného předpokladu převoditelnosti a obchodovatelnosti daného nástroje.*“<sup>48</sup> Pro splnění znaku obchodovatelnosti „*není nezbytně nutné, aby byl příslušný nástroj v daný okamžik na kapitálovém trhu skutečně obchodován, nýbrž rozhodná je jeho způsobilost být obchodován*“,<sup>49</sup> tedy především jeho převoditelnost a zastupitelnost. V této souvislosti hovoří literatura věnovaná obecně cenným papírům o rozdělení cenných papírů na investiční a neinvestiční, kdy rozlišovacím kritériem je podřaditelnost cenného papíru pod jednu z kategorií, vycházejících z kategorizace investičních cenných papírů dle ZPKT spolu se splněním znaku obchodovatelnosti na kapitálovém trhu a odlišnosti od platebního nástroje.<sup>50</sup> Demonstrativní výčet typických investičních cenných papírů zahrnuje stručně řečeno akcie a jiné účastnické cenné papíry, dluhopisy a obdobné dluhové cenné papíry, cenné papíry nahrazující výše uvedené investiční cenné papíry a další cenné papíry, opravňující k nabytí nebo zřízení výše uvedených investičních cenných papírů a cenné papíry charakteru investičních certifikátů.

---

<sup>48</sup> VEIL, Rüdiger. *European capital markets law*. Oxford: Hart Publishing, 2013, s. 83. ISBN 978-1-84946-440-6.

<sup>49</sup> HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 54.

<sup>50</sup> VÍTEK, Jindřich. Třídění cenných papírů. In KOTÁSEK, Josef. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 51. ISBN 978-80-7400-515-2. Dělení obsažené v uvedeném díle je však podle mého názoru mírně nepřesné, když například vylučuje z kategorie investičních cenných papírů část investičních certifikátů a poněkud nesystematicky zařazuje jako zvláštní kategorii investičních cenných papírů státní cenné papíry. Zřejmě jde o typografickou chybu, když se předchozí verze tohoto díla v téže souvislosti nezmiňuje o *státních*, nýbrž *ostatních* cenných papírech. Srov. KOTÁSEK, Josef, Vlastimil PIHERA, Přemysl RABAN, Jarmila POKORNÁ a Jindřich VÍTEK. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: Beck, 2009, s. 60. ISBN 978-80-7179-454-7.

Druhou pro účely této práce významnou kategorií investičních nástrojů jsou cenné papíry kolektivního investování (*units in collective investment undertakings*), kterými se slovy zákona rozumí zejména akcie investičního fondu a podílové listy.<sup>51</sup> V ZPKT užitý termín cenné papíry kolektivního investování považuji v kontextu platné právní úpravy za poněkud nešťastný, vyvolávající interpretační obtíže, které jsou způsobeny určitou terminologickou neprovázaností ZPKT a ZISIF. Pojem kolektivní investování, z něhož výše uvedený termín vychází, představuje již více než dva roky pouhou výseč oblasti fondového podnikání. Regulaci ZISIF totiž nepodléhá pouze kolektivní investování *stricto sensu*,<sup>52</sup> ale i „další aktivity podobné kolektivnímu investování v dosavadním chápání tohoto pojmu, které nenaplnují pojmový znak shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti. Jinak řečeno, jakákoli výdělečná činnost spočívající v shromažďování peněžních prostředků a penězi ocenitelných věcí od dvou a více investorů za účelem investování těchto prostředků na základě určené strategie, kde návratnost investice nebo zisk investorů je, byť jen částečně, závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly tyto prostředky investovány, podléhá nadále režimu ZISIF (...). V oblasti investičních fondů a jejich činnosti tak nadále nelze v širším smyslu hovořit pouze o problematice kolektivního investování, neboť kolektivní investování tvoří náplň činnosti pouze některých subjektů upravených ZISIF.“<sup>53</sup>

Na první pohled by se tedy mohlo zdát, že cenné papíry kolektivního investování jako kategorii investičních nástrojů lze vztáhnout výhradně

---

<sup>51</sup> Srov. § 3 odst. 3 ZPKT.

<sup>52</sup> Kolektivní investování bylo v § 2 odst. 1. písm. a) zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále jen „ZKI“) definováno jako *podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku.*

<sup>53</sup> KOTÁB, Petr a Martin HOBZA. Zdanění investičních společností a investičních fondů. *Acta Universitatis Carolinae Iuridica*. Praha: Karolinum, 2013, roč. 59, číslo 3, s. 91-92. ISSN: 0323-0619.

k oblasti kolektivního investování *stricto sensu*, tedy na cenné papíry vydávané výhradně fondy kolektivního investování, nikoli však již fondy kvalifikovaných investorů jako druhou podkategorií investičních fondů ve smyslu ZISIF. Aplikace uvedené interpretace by však vedla podle mého názoru k neuspokojivé situaci, kdy by jako cenný papír kolektivního investování ve smyslu ZPKT byl posuzován např. podílový list otevřeného podílového fondu kolektivního investování, nikoli však už podílový list investičního fondu shodné organizační formy, tentokrát však z kategorie fondů kvalifikovaných investorů. Domnívám se, že při použití výkladu systematického a teleologického lze ve shodě s komentářovou literaturou dojít k závěru, že kategorie cenných papírů kolektivního investování zahrnuje, i přes použití sousloví kolektivní investování, cenné papíry představující účast na všech v úvahu připadajících kategoriích investičních fondů ve smyslu ZISIF, přičemž jsou zahrnuty jak standardní fondy kolektivního investování, tak i speciální fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů včetně srovnatelných zahraničních investičních fondů.<sup>54</sup> Uvedený názor lze též podpořit komparativním výkladem, kdy v kontextu původní právní úpravy byl pojem fond kolektivního investování chápán jako nadřazený pojem a zahrnoval podílové fondy a investiční fondy v tehdejší chápání, a to jak fondy standardní, tak fondy speciální, včetně speciálních fondů kvalifikovaných investorů,<sup>55</sup> kontinuita principů právní úpravy je tak výše uvedeným výkladem zachována. Z uvedeného pojetí vychází též novela ZPKT, procházející v současnosti legislativním procesem, kde je cenný papír kolektivního investování chápán jako souhrnný pojem, zahrnující cenné

---

<sup>54</sup> HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 54.

<sup>55</sup> Srov. § 4 a násl. ZKI a KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKEŠ, Milan, s. 454 n.

papíry představující účast na investičních fondech nebo zahraničních investičních fondech.<sup>56</sup>

Jako cenný papír kolektivního investování však může být podle mého názoru klasifikován pouze takový cenný papír, který splňuje obecný znak investičního nástroje, tedy způsobilost být obchodován na kapitálovém trhu. V této souvislosti se nabízí otázka, zda je skutečně každý cenný papír, vydaný investičním fondem dle ZISIF, též investičním nástrojem. Pochybnosti nevyvolávají podílové listy otevřených i uzavřených podílových fondů a akcie investičních fondů ve formě akciové společnosti (resp. též ve formě *societas europea*), už jen s ohledem na skutečnost, že tyto cenné papíry ZPKT výslovně označuje za cenné papíry kolektivního investování. Jak je tomu ale u dalších cenných papírů, představujících účast na investičním fondu ve formě, která je v našem právním řádu novinkou, tedy u zakladatelských a investičních akcií investičního fondu ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, investičních listů investičního fondu ve formě komanditní společnosti na investiční listy a kmenových listů investičního fondu ve formě společnosti s ručením omezeným, vydávající kmenové listy?

Z uvedených typů cenných papírů lze podle mého názoru jako investiční nástroje zařadit v první řadě investiční akcie, u nichž ZISIF výslovně předpokládá, spolu s podílovými listy, možnost přijetí k obchodování na regulovaném trhu<sup>57</sup> a u nichž je s ohledem na konstrukci investičního fondu ve formě akciové společnosti s proměnným základním

---

<sup>56</sup> Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-11-22] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. § 3 odst. 3. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>. Právní stav ke dni 9. 9. 2015. Blíže k tomu viz HOBZA, Martin. Distribuce investičních nástrojů. *Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2015, roč. 23, č. 12, s. 42-45. ISSN 1210-4817.

<sup>57</sup> Srov. § 188 ZISIF.



kapitálem<sup>58</sup> jejich čistě investiční charakter, kdy vlastníci investičních akcií „nemají postavení srovnatelné s akcionářem, nemají vliv na samotný chod investičního fondu a zásadně nemají vliv na řízení“<sup>59</sup> investičního fondu, zřejmý.

Znak obchodovatelnosti na kapitálovém trhu, tentokrát však pouze vně regulovaného trhu či jiného veřejného trhu, splňují též investiční listy. Jedná se o cenné papíry na řad, které mohou být dále převáděny a které je tak třeba hodnotit jako cirkulační (obchodovatelné) cenné papíry,<sup>60</sup> přičemž s ohledem na legislativní konstrukci komanditní společnosti na investiční listy jsou podle mého názoru tyto též typickým investičním nástrojem,<sup>61</sup> představujícím účast investora jako komanditisty na investičním fondu. Domnívám se, že obdobně lze hodnotit kmenový list investičního fondu ve formě společnosti s ručením omezeným, kde podíl společníka jako investora je představován kmenovým listem.<sup>62</sup> Jde o cenný papír na řad, u něhož je akcentována podobnost s investičním listem,<sup>63</sup> je však třeba zohlednit zákonný zákaz nabízet kmenový list veřejně,<sup>64</sup> v praxi limitující

---

<sup>58</sup> Blíže NĚMEC, Libor a Jarmila TORNOVÁ. Investování po evropsku: Nová úprava nabídky i SICAV a SICAR. *Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2013, roč. 21, č. 4, s. 40-43. ISSN 1210-4817.

<sup>59</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-11-14] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>, s. 392.

<sup>60</sup> ŠOVAR, Jan a Ondřej MIKULA. O komanditní společnosti na investiční listy. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2014, roč. 6, č. 11, s. 308. ISSN 1803-6554.

<sup>61</sup> Shodně POKORNÁ, Jarmila. Cenné papíry podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. In KOTÁSEK, Josef. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 233. ISBN 978-80-7400-515-2.

<sup>62</sup> Viz § 132 a § 137 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích, dále jen „ZOK“).

<sup>63</sup> POKORNÁ, Jarmila. Cenné papíry podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. In KOTÁSEK, Josef, s. 233.

<sup>64</sup> Viz § 137 odst. 4 ZOK.

obchodovatelnost tohoto investičního nástroje.<sup>65</sup> Uvedené omezení však nedosahuje intenzity, vylučující naplnění znaku obchodovatelnosti.

Odlišná situace podle mého názoru nastává u zakladatelské akcie jako druhé z obou množin akcií, které je investiční fond ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem oprávněn vydávat. Zakladatelská akcie není svojí povahou určena investorům, ale správci, typicky investiční společnosti, jako zakladateli daného investičního fondu. Tato vlastnost se projevuje jednak spojením většiny práv akcionáře dle ZOK výhradně se zakladatelskou akcií, jednak zákazem spojit se zakladatelskou akcií právo na odkoupení na účet investičního fondu, spolu s vyloučením přijetí tohoto druhu akcie k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo jiném veřejném trhu. Podstatné omezení obchodovatelnosti zakladatelských akcií představuje předkupní právo jiných vlastníků zakladatelských akcií investičního fondu ve vztahu k vlastníku zakladatelských akcií, který by se rozhodl zakladatelské akcie převést.<sup>66</sup> Jakkoli se tak pojmově nevylučuje možnost obchodování zakladatelské akcie na kapitálovém trhu obecně (mimo evropský regulovaný trh a jiný veřejný trh, viz výše), lze souhlasit s tvrzením, že omezení vyplývající ze zákonného předkupního práva budou takové řešení zpravidla fakticky vylučovat.<sup>67</sup> Domnívám se, že uvedené omezení může natolik zasáhnout materiální způsobilost zakladatelské akcie být obchodována na kapitálovém trhu, či jinak řečeno, být předmětem investice, že v případě zakladatelských akcií nelze vždy hovořit o splnění znaku investičního nástroje a zakladatelskou akcií tak nelze zařadit mezi cenné papíry kolektivního investování ve smyslu ZPKT. Zakladatelská akcie tak podle mého názoru

---

<sup>65</sup> MAREK, Radan a Václav JEŽEK. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2013, s. 17. ISBN 978-80-7400-466-7.

<sup>66</sup> Viz § 160 ZISIF.

<sup>67</sup> PIHERA, Vlastimil. Přípustné právní formy. In ŠOVAR, Jan a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 440. ISBN 978-80-7478-783-6.

bezesporu je cenným papírem vydaným investičním fondem,<sup>68</sup> jiný subjekt než investiční fond ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem ostatně není oprávněn zakladatelské akcie vydat, nemusí však být investičním nástrojem ve smyslu ZPKT.

---

<sup>68</sup> Shodně KRÁLÍK, Aleš. Obhospodařovatel. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 45.

## 2 Distribuce investičních nástrojů v systému finančního práva

Distribuce investičních nástrojů představuje výšeč širšího okruhu činností, které by bylo možné souhrnně nazvat jako distribuce investic. Distribuce investic jako zastřešující pojem zahrnuje celou řadu aktivit, navenek se projevujících v různých zákonných formách, vztahujících se k široké škále reálných i finančních investičních instrumentů,<sup>69</sup> přičemž za základní rozlišovací kritérium považují předmět distribuce spolu se způsobem distribuce. Je třeba zdůraznit, že distribuce investic zahrnuje, v závislosti na svém předmětu, jak aktivity právem finančního trhu regulované, jako je tomu v případě předkládaného tématu, tak též neregulované, jako je tomu například v případě nabízení a zprostředkování přímých investic do vysoce hodnotných komodit, zejména tzv. investičního zlata. Jakkoli se zdá právě uvedené na první pohled evidentní, dělicí linie mezi aktivitami podléhajícími finančněprávnímu regulatornímu režimu a aktivitami z hlediska práva finančního trhu neregulovanými může být v hraničních případech velmi tenká a pro distributory jako adresáty související regulace ne vždy srozumitelná. Příkladem z nedávné dohledové praxe České národní banky mohou být činnosti související s obchodováním se zlatem a jinými drahými kovy<sup>70</sup> či distribuce programového vybavení, umožňujícího klientům u konkrétního obchodníka s cennými papíry provádět automatizované obchody na peněžním trhu.<sup>71</sup>

---

<sup>69</sup> Jak tyto pojmy chápe KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Finanční trh a jeho instrumenty. In BAKEŠ, Milan, s. 421.

<sup>70</sup> Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-11-25] K obchodování s drahými kovy (např. zlatem) z hlediska dohledu České národní banky. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_obchodovani\\_s\\_drahymi\\_kovy.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_obchodovani_s_drahymi_kovy.pdf).

<sup>71</sup> Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-11-25] Upozornění na aktivity skupiny WSM. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana\\_spotrebitele/upozorneni/upozorneni\\_wsm.html](https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitele/upozorneni/upozorneni_wsm.html).

Problematiku distribuce investičních nástrojů považují za integrální součást práva finančního trhu, jak tento úsek zvláštní části finančního práva vymezuje pražská finančněprávní doktrína,<sup>72</sup> přestože, s výjimkou ustanovení ZISIF týkajících se nabízení investic, není samostatně zvlášť upravena v jednotlivých sektorových zákonech. Jedná se tak spíše o souhrn vybraných ustanovení či částí jednotlivých sektorových předpisů, nežli o svébytné pododvětví práva finančního trhu, upravené ve zvláštním zákoně. Při podrobnějším členění práva finančního trhu lze předkládanou oblast zařadit jako součást práva kapitálového trhu, a to zejména s ohledem na skutečnost, že investiční nástroje jako předmět distribuce jsou především, avšak nikoli výlučně,<sup>73</sup> nástroji kapitálového, nikoli peněžního trhu. Z pojetí předkládané oblasti jako součásti práva kapitálového trhu vychází brněnská doktrína, když za předmět regulace práva kapitálového trhu, tedy vztahy vznikající, realizující se a zanikající v oblasti kapitálového trhu, výslovně označuje *vztahy v rámci poskytování investičních služeb, v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů a sekundárního obchodování (...)*.<sup>74</sup>

Obdobné chápání předkládaného tématu podle provedených rešerší převažuje v zahraniční doktríně, kde bývá též v souvislosti s legislativními aktivitami na unijní úrovni akcentován trend směřující ke vzniku zvláštních zákonů, věnovaných právě či převážně distribuci investičních nástrojů. Část z mnou prostudované zahraniční literatury řadí regulaci zahrnující oblast distribuce investičních nástrojů do *capital markets law*<sup>75</sup> či

---

<sup>72</sup> Srov. BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. Předmět a systém finančního práva. In BAKEŠ, Milan, s. 30.

<sup>73</sup> Srov. § 3 odst. 1 písm. c) a odst. 4 ZPKT. V této souvislosti je vhodné upozornit na drobnou terminologickou nepřesnost názvu ZPKT, když regulace v tomto předpisu obsažená nedopadá výhradně na kapitálový, ale též peněžní trh. Viz HUSTÁK, Zdeněk. Základní ustanovení. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 52.

<sup>74</sup> RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 7. ISBN 978-80-210-5277-2.

<sup>75</sup> Např. VEIL, Rüdiger. *European capital markets law*. Oxford: Hart Publishing, 2013, s. 59 n. ISBN 978-1-84946-440-6.

*Kapitalmarktrecht*,<sup>76</sup> tedy do právního oboru obdobnému tuzemskému chápání práva kapitálového trhu, některá díla v této souvislosti hovoří úžeji o právu finančních služeb, *financial services law*<sup>77</sup> či *Finanzdienstleistungsrecht*, kam je řazeno mimo jiné nabízení a poskytování investičních služeb dle MiFID a souvisejících unijních předpisů. Lze se setkat též z na první pohled podobným pojmem investiční právo, *investment law*<sup>78</sup> či *Investmentrecht*,<sup>79</sup> který je však převážně věnován kolektivní správě aktiv a činnosti investičních fondů. V rámci zahraniční literatury je patrný důraz na unijní dimenzi práva kapitálového trhu obecně a práva finančních služeb, zahrnujícího distribuci investičních nástrojů, zvláště.<sup>80</sup> V této souvislosti se hovoří o evropském právu finančních služeb, případně šířeji též o evropském právu kapitálového trhu. Velmi zajímavou oblastí, kam lze předkládané téma podle mého názoru zčásti zařadit, je tzv. evropské regulační soukromé právo, *european regulatory private law*,<sup>81</sup> o němž někteří autoři hovoří především právě v souvislosti s regulací nabízení a poskytování investičních služeb, včetně služeb distribučních. Samotný pojem, na první pohled si protirečící, by zasluhoval hlubší analýzu, která však bude muset být provedena na jiném místě. I přes dílčí výše uvedené odlišnosti tak lze uzavřít tezi o více či méně obdobném systematickém

---

<sup>76</sup> Např. GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, s. 2 n. ISBN 978-3-406-65413-8.

<sup>77</sup> Např. BARTELS, Boris. *European banking and financial services law*. 5th ed. Ghent: Larcier, 2012, 434 s. ISBN 978-2-8044-5562-0.

<sup>78</sup> Viz ZETSCHÉ, Dirk. *Investment Law as Financial Law*. In BIRKMOSE, Hanne Søndergaard, Mette NEVILLE a Karsten ENGSIG SØRENSEN. *The European financial market in transition*. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, 2012, s. 338 n. ISBN 978-90-411-3360-1.

<sup>79</sup> HÖRING, Johannes: *Investmentrecht : Rechtliche Grundlagen für die Anlageberatung*. Wiesbaden: Springer Gabler, 2013, 286 s. ISBN 978-3-8349-2902-0.

<sup>80</sup> Uvedené se netýká pouze odborné literatury, ale též výuky na právnických fakultách. Příkladem budiž předmět *Europäisches und internationales Kapitalmarkt- und Finanzdienstleistungsrecht*, vedený prof. Herbertem Kronke, který jsem měl možnost navštěvovat v rámci studijního pobytu na Universität Heidelberg v roce 2015.

<sup>81</sup> MICKLITZ, Hans-Wolfgang. *The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services*. *European review of contract law : ERCL*. Berlin: De Gruyter, 2014, roč. 10, č. 4, s. 473-475. ISSN 1614-9939.

zařazení předkládaného tématu jak v rámci tuzemské, tak zahraniční doktríny.

## **2.1 Myšlenková východiska regulace distribuce**

Důvody extenzivní regulace distribuce investičních nástrojů do značné míry splývají z důvody regulace kapitálového trhu a činností na něm vykonávaných obecně. Nepovažuji za nutné obsáhnout se na tomto místě věnovat jednotlivým důvodům, povolanější tak učinili v minulosti lépe, než bych tak učinil nyní já,<sup>82</sup> zaměřím se proto pouze na ty, které jsou pro danou oblast příznačné. Stěžejní důvody vycházejí ze samotné funkce distribučních činností a distributorů na kapitálovém trhu jako posledního mezičlánku mezi investorem a tvůrcem či emitentem investičního nástroje.

### **2.1.1 Důvěryhodnost kapitálového trhu**

Prvním z nich je podle mého názoru zajištění důvěryhodnosti kapitálového trhu. Je to právě distributor, s jehož činností přijde investor v prvotní fázi vstupu na kapitálový trh do styku, právě na základě tímto subjektem poskytovaných služeb si utváří první dojem ohledně kapitálového trhu a dalších poskytovatelů služeb na něm působících. Případná pochybení při distribuční činnosti představují reputační riziko nejen pro samotného distributora, ale též pro celou řadu dalších subjektů v distribučním řetězci konkrétního investičního nástroje, a to včetně emitenta či tvůrce tohoto nástroje. Neeticky, neodborně či dokonce v rozporu s právními předpisy vykonaná distribuční činnost též podlamuje důvěru investorů v kapitálový trh jako celek, která představuje *conditio sine qua non* pro zachování základní funkce kapitálového trhu, tedy způsobilosti zajišťovat „(...) *redistribuci dostupných peněžních zdrojů na dobrovolném, smluvním*

---

<sup>82</sup> Za všechny zmiňuji disertační práci M. Kohajdy, věnovanou též důvodům pro existenci regulace a dohledu (dozoru) nad finančním trhem. KOHAJDA, Michael. *Dozor nad regulovanými subjekty finančního trhu* [online]. Praha, 2008. 179 s. Vedoucí práce Milan Bakeš.

*principu.*<sup>83</sup> Praxe ukazuje, že právě zmíněné riziko není pouze akademickou záležitostí. Jsem toho názoru, že ve srovnání se členskými státy z oblasti západní Evropy stále relativně nižší objem investic tuzemských retailových investorů do investičních nástrojů<sup>84</sup> je do značné míry způsoben opatrností investorů plynoucí z nežádoucího způsobu výkonu distribučních činností některými subjekty na našem trhu působícími či v minulosti působivšími, který byl i opakovaně medializován. Retailový investor, který se v počátcích, či dokonce ještě před samotným zahájením svých aktivit na kapitálovém trhu setká s mnohdy až predátorskými taktikami některých distributorů investičních nástrojů, bude jen velmi obtížně opětovně nabývat důvěru v nabízený investiční nástroj či principy fungování kapitálového trhu obecně. Stejně tak emitent investičního nástroje, který za účelem rozšíření daného nástroje na cílovém trhu využije služeb nepečlivě vybraného distributora, bude jen těžko napravovat pošramocenou reputaci, kterou si jím emitovaný investiční nástroj, byť sám o sobě kvalitní, vinou nevhodného způsobu distribuce mezi investory vysloužil.

### **2.1.2 Ochrana retailového investora**

Druhým důvodem, který však se shora zmíněným úzce souvisí, a který je čím dál více akcentován zejména v unijním právu, je ochrana drobného neboli retailového investora. Při stručném pohledu do historie unijní legislativy, věcně související s distribucí investičních nástrojů, nelze přehlédnout trend výrazného nabývání objemu opatření, cílících primárně na ochranu investora na kapitálovém trhu. Pro ilustraci výše uvedeného, za předchozí dvě dekády jsme svědky přechodu od poměrně subtilní regulace,

---

<sup>83</sup> BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. Základní finančněprávní instituty. In BAKEŠ, Milan, s. 102.

<sup>84</sup> Pro relevantní data za rok 2014 srov. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-11-27] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2014. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2014/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-21618>.



založené zejména na plnění informačních povinností vůči investorovi, přes regulaci přinášející mimo jiné povinnosti poskytovatele služeb na kapitálovém trhu posoudit, zda je nabízená investice pro investora vhodná, k regulaci, která přináší povinnost emitenta či tvůrce investičního nástroje zajistit, aby byl daný investiční nástroj distribuován výhradně na předem vymezeném a zhodnoceném cílovém trhu. Jakkoli bych nechtěl obecně podceňovat přínos prohlubující se unijní regulace pro ochranu investora, je třeba podle mého názoru zohlednit též meze její efektivity, dané již samotnou její veřejnoprávní podstatou.<sup>85</sup> Oblast distribuce investičních nástrojů je toho učebnicovým příkladem.

Důraz kladený na ochranu investora v rámci regulace obchodního jednání<sup>86</sup> poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu je v oblasti distribuce více než pochopitelný. Pod pojmem regulace obchodního jednání rozumím soubor norem, adresovaných poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu, (...) jehož hlavním účelem je ochrana především neprofesionálních klientů na kapitálovém trhu. Tato pravidla zahrnují zejména celkový směr jednání dohlíženého subjektu s klienty, plnění informačních povinností vůči klientům, rovné zacházení s klienty, zjišťování a hodnocení relevantních informací o klientovi atp.<sup>87</sup> Pochybení v této oblasti při distribuci je způsobilé do značné míry negovat účinky dalších opatření spojených s konkrétním investičním nástrojem, cílících na ochranu investorů, jako je například vypracování informačního dokumentu sloužícího k pochopení rizik souvisejících s nabízeným investičním nástrojem.

---

<sup>85</sup> HOBZA, Martin. Investment services and protection of the retail client. *The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2015, roč. 5, číslo 1, s. 57 n. ISSN 1805-8396.

<sup>86</sup> K tomuto pojmu blíže viz KOHAJDA, Michael. Dohled nad obchodním jednáním subjektů na finančním trhu v ČR. In KOHAJDA, Michael, Zdenka PAPOUŠKOVÁ, Radim BOHÁČ a Roman VYBÍRAL. *Aktuální otázky finančního práva ve středoevropském prostoru*. 1. vyd. Olomouc: Iuridicum Olomoucense, 2013, 352 s. ISBN 978-80-87382-43-1. s. 293.

<sup>87</sup> VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Státní dohled nad finanční činností* [online]. 2015 [cit. 2015-11-27]. Vedoucí práce Milan Bakeš, s. 120-121.

Převedeno do konkrétní roviny může jít například o distribuci podílového listu standardního fondu kolektivního investování, k němuž bylo v souladu se ZISIF vypracováno a investorovi předáno sdělení klíčových informací,<sup>88</sup> avšak při níž nebyla korektně zjištěna přiměřenost či vhodnost podílového listu pro konkrétního investora.<sup>89</sup> Investorovi je tak nabízen investiční nástroj, o němž má stěžejní zákonodárcem předpokládané informace, avšak který neodpovídá či alespoň potenciálně nemusí odpovídat specifikům daného investora. Opomenutí u jednoho z právních nástrojů ochrany investora (v tomto případě posouzení přiměřenosti či vhodnosti) je tak schopno snížit efekt jiného opatření (v tomto případě informační povinnosti), přičemž je nasnadě, že vysokou úroveň ochrany investora mohou, alespoň dle názoru unijního a národního normotvůrce, zajistit pouze obě doplňující se opatření v jejich vzájemné souvislosti. Již ze samotné povahy distribuce jako přímé interakce s investorem plyne, že opatření cílená na jeho bezprostřední ochranu<sup>90</sup> se uplatní právě a především v tomto procesu a mám za to, že právě tato opatření, uplatňující se při přímém jednání s investorem, mají největší potenciál efektivně přispět k jeho ochraně. Standardní retailový investor totiž těžko dohlédne důsledků změn u poskytovatele služeb na kapitálovém trhu ve veličinách, které jsou předmětem obezřetnostní regulace, na rozdíl od jemu přímo sdělených informací o riziku ztráty, které je s jeho investicí v případě selhání poskytovatele případně spojeno.

---

<sup>88</sup> Ve smyslu § 227 a násl. ZISIF.

<sup>89</sup> Ve smyslu § 15i, resp. § 15h ZPKT.

<sup>90</sup> V literatuře se v kontextu ochrany investora prostřednictvím dohledu nad finančním trhem lze setkat s dělením na ochranu bezprostřední, poskytovanou dohledem nad obchodním jednáním, a zprostředkovanou, poskytovanou zejména dohledem nad dodržováním obezřetnostních požadavků. VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Státní dohled nad finanční činností* [online]. 2015 [cit. 2015-11-27]. Vedoucí práce Milan Bakeš, s. 120.

## 2.2 Prameny regulace distribuce

Po výše uvedeném vymezení základních pojmů, souvisejících s distribucí investičních nástrojů, zařazení problematiky do systematiky finančního práva a stručném exkursu k některým důvodům regulace distribuce investičních nástrojů a před přistoupením k jejím teoretickým i praktickým otázkám a problémům je na místě krátce analyzovat, které oblasti platného práva finančního trhu distribuce investičních nástrojů zahrnuje a jakými právními prameny je regulována. Jak již bylo naznačeno v úvodu práce a předchozích podkapitolách, v platném právu je distribuce investičních nástrojů regulována především v rámci právní úpravy investičních služeb, jejich poskytování a poskytovatelů a v rámci právní úpravy veřejné nabídky investičních cenných papírů, tedy oblastí zařazených na národní úrovni do ZPKT a v rámci právní úpravy nabízení investic do investičních fondů dle ZISIF.

Kromě obou uvedených zákonů, představujících na národní úrovni základní prameny regulace distribuce investičních nástrojů, je třeba zmínit některé z přímo použitelných nařízení Evropské unie, regulujících buď výlučně, nebo v rámci širších opatření nabízení konkrétního investičního nástroje především retailovým, tedy drobným či neprofesionálním investorům. Příkladem z oblasti distribuce cenných papírů kolektivního investování může být již zmíněné nařízení ELTIF, které kromě zakotvení evropského fondu dlouhodobých investic jako zvláštní kategorie alternativního investičního fondu (tedy v tuzemských podmínkách speciálního fondu kolektivního investování a fondu kvalifikovaných investorů) přináší novátorskou regulaci nabízení investic do této kategorie investičních fondů formou kombinace několika opatření, cílících na ochranu

retailového investora.<sup>91</sup> Unijním pramenem práva průřezového charakteru je platné, ale dosud neúčinné nařízení PRIIPs, upravující distribuci vybraných investičních nástrojů, tzv. strukturovaných retailových investičních produktů retailovým investorům v oblasti informačních povinností distributora, kdy nejvýznamnějším opatřením je povinnost vypracovat a investorovi poskytnout informační dokument obdobný sdělení klíčových informací známého z oblasti investic do investičních fondů.

Souvisejícími unijními prameny, které by zasluhovaly hlubší pozornost a jejichž povaha jako formálních pramenů práva<sup>92</sup> je v některých případech teoreticky sporná, jsou pak dokumenty Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy,<sup>93</sup> k jejichž vydání je ESMA v rámci sekundárního práva zmocněna. Jsou to jednak tzv. regulační technické standardy a implementační technické standardy, pro oblast distribuce investičních nástrojů spíše méně významné, jednak v předkládané oblasti relevantnější obecné pokyny ESMA, jejichž vydání unijní sekundární právo předpokládá a které se v jednotlivých členských státech aplikují teprve na základě potvrzení národního orgánu dohledu nad finančním trhem o tom, že se obecnými pokyny bude řídit.<sup>94</sup> Podle mého názoru lze z uvedené konstrukce dovodit závěr, podle něhož se obecné pokyny ESMA stávají součástí národního právního řádu a tedy pramenem práva ve formálním smyslu zmíněným potvrzením národního orgánu dohledu, tedy zprostředkovaně, v kontextu České republiky prostřednictvím sdělení České národní banky,

---

<sup>91</sup> Nařízení ELTIF za účelem zvýšení ochrany retailového investora při investici do tohoto fondu požaduje provedení testu vhodnosti, dosažení minimální výše investice a zajištění odpovídajícího investičního poradenství.

<sup>92</sup> KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Beck, 1995, s. 129. ISBN 80-7179-028-1.

<sup>93</sup> European Securities and Markets Authority (dále jen „ESMA“).

<sup>94</sup> Srov. čl. 16 odst. 3 pododstavec druhý Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES (dále jen „nařízení ESMA“).

kteřé na obecné pokyny odkazuje,<sup>95</sup> případně, že o prameni práva ve formálním smyslu nelze v této souvislosti vůbec hovořit, neboť obecné pokyny samy o sobě pro absenci znaku obecné závaznosti nenaplnějí znak právní normy, jedná se o jakési quasi-normy. Podle mého názoru je třeba přiklonit se k první zmíněné variantě, když samotné sdělení České národní banky přímo odkazuje na text obecných pokynů ESMA, inkorporuje je tak do právního řádu České republiky a činí je závaznými pro regulované subjekty, na jejichž činnost dopadají.

V souvislosti se strukturou technických standardů, obecných pokynů a dalších dokumentů se v rámci unijní terminologie hovoří o několika úrovněvé regulaci, kdy první úroveň (tzv. level 1) představuje samotná směrnice či nařízení, druhou úroveň (level 2) obvykle případná prováděcí směrnice či nařízení a třetí úroveň (level 3) tzv. delegované akty, kam lze zařadit i výše uvedené technické standardy a obecné pokyny ESMA. Vzniká tak poměrně složitá a podle mého názoru často nepřehledná struktura, kdy normu na úrovni jedna je třeba hodnotit též ve světle všech níže položených úrovní, které mohou významně změnit její původní význam či některé oblasti normou předvídané samostatně vymezit.<sup>96</sup> Uvedená relativní složitost a nepřehlednost je dále umocněna aktivitou národních orgánů dohledu, které jsou v rámci pravomocí národním zákonodárcem jim svěřených oprávněny vydávat další národní dokumenty s různou měrou právní závaznosti, dále ve stanovených mezích modifikující či upřesňující původní normu.

---

<sup>95</sup> Srov. Česká národní banka [online]. 2012. [cit. 2015-11-30] Sdělení ČNB o vydání obecných pokynů ESMA k určitým aspektům požadavků směrnice MiFID ohledně vhodnosti (suitability)  
[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/legislativni\\_zakladna/obecne\\_pokyny\\_evropskych\\_organu\\_dohledu/esma\\_2012\\_387\\_sdeleni\\_cnb.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/esma_2012_387_sdeleni_cnb.html).

<sup>96</sup> Příkladem může být úprava posuzování vhodnosti a přiměřenosti investičních nástrojů dle MiFID II. Srov. článek 25 odst. 9-11 MiFID II.

Na národní úrovni je kromě výše uvedených stěžejních zákonů třeba zmínit okruh podzákoných právních předpisů, především vyhlášek České národní banky<sup>97</sup> a nařízení vlády,<sup>98</sup> upravujících podmínky distribuce investičních nástrojů, spolu s dalšími dokumenty vydanými Českou národní bankou jako orgánem dohledu, které, ačkoli samy o sobě nejsou prameny práva ve formálním smyslu,<sup>99</sup> mají pro distributory jako regulované subjekty relevanci. Jedná se především o úřední sdělení České národní banky, obsahující výklad ustanovení právních předpisů. Tyto dokumenty, vydávané na základě zmocnění zakotveného v zákoně o České národní bance<sup>100</sup> přináší konkretizaci některých obecných, v praxi nejasných či problematických ustanovení právních předpisů, regulujících ten který segment kapitálového trhu. Ačkoli jim chybí znak obecné závaznosti, jedná se o dokumenty působící jednak silou použité argumentace, jednak silou faktickou, kdy Česká národní banka ze svých úředních sdělení vychází při výkonu dohledu a povinnosti zde stanovené či konkretizované vůči dohlíženým subjektům důsledně uplatňuje. V této souvislosti stojí za zmínku mimořádně zajímavý přístup některých představitelů německé finančněprávní doktríny, kteří považují obdobné dokumenty vydávané tamějším orgánem dohledu<sup>101</sup> za „*právní normu interpretující správní*

---

<sup>97</sup> Příkladem může být vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

<sup>98</sup> Například 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.

<sup>99</sup> BOGUSZAK, Jiří, Jiří ČAPEK a Aleš GERLOCH. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Eurolex Bohemia, 2001, s. 36 n. ISBN 80-86432-13-0. Ani finančněprávní doktrína tyto dokumenty, vydávané Českou národní bankou, mezi prameny finančního práva neřadí. Srov. BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. Prameny finančního práva. In BAKEŠ, Milan, s. 24-25.

<sup>100</sup> Srov. § 49a odst. 3 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance.

<sup>101</sup> Jde o *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, známý pod zkratkou BaFin.

*předpisy, které se dlouhodobým dodržováním mohou stát zvykovým právem.*“<sup>102</sup>

Není příliš překvapující, že pro distributora jako regulovaný subjekt je v zásadě výhodnější podřít se pravidlům nastaveným v úředním sdělení, než tato, s odkazem na možnou absenci jejich zákonného podkladu, ignorovat a riskovat případný postih v rámci sankčního správního řízení. Pro regulovaný subjekt ani pro jeho vedoucí osoby rovněž není, „*těž s ohledem na reputační riziko a nejistý výsledek, efektivní podstupovat spor s orgánem dohledu před správními soudy a riskovat tak možnou zvýšenou pozornost České národní banky při výkonu dohledu nad činností „rebelujícího“ subjektu v budoucnu.*“<sup>103</sup> Dlužno dodat, že z úředních sdělení České národní banky je podle mého názoru patrná snaha vykládat ustanovení právního předpisu, z něhož úřední sdělení vychází, racionálně a nikoli příliš extenzivně. Nesnadný je tento úkol především u v oblasti distribuce investičních služeb hojně se vyskytujících neurčitých právních pojmů, kde je nutnost věnovat jejich výkladu zvláštní pozornost akcentována v zájmu zachování dostatečné určitosti právní úpravy též obecným správním právem.<sup>104</sup> Za zmínku též stojí další metodické materiály v podobě odpovědí na kvalifikované dotazy regulovaných subjektů, přinášející cenné a zároveň *de facto* závazné vodítko pro výklad v praxi nejednoznačných či hraničních situací.<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 7., völlig neu bearb. Aufl. Heidelberg: Müller, 2014, s. 8. ISBN 978-3-8114-7144-3.

<sup>103</sup> HOBZA, Martin. Svévole a zneužití práva při výkonu dohledu nad finančním trhem. In MRKÝVKA, Petr, PAŘÍZKOVÁ, Ivana a Jiří VALDHANS (eds.). *DNY PRÁVA 2014 – DAYS OF LAW 2014 Část VIII. – Zneužití práva a svévole při veřejné finanční činnosti*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2015, s. 99-100. ISBN 978-80-210-7914-4.

<sup>104</sup> SLÁDEČEK, Vladimír. *Obecné správní právo*. 2. aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: ASPI-Wolters Kluwer, 2009, s. 144 n. ISBN 978-80-7357-382-9.

<sup>105</sup> Například Česká národní banka [online] 2015. [cit. 2015-12-02] Registrace vázaných zástupců zahraničních obchodníků s cennými papíry. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/registrace\\_vazanych\\_zastupcu\\_zahranicnich\\_obchodniku.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/registrace_vazanych_zastupcu_zahranicnich_obchodniku.pdf).

Na výše uvedených příkladech byla ilustrována šíře a pestrost palety pramenů práva a dalších dokumentů, upravujících distribuci investičních nástrojů. Předkládaná oblast tak potvrzuje znak vlastní právu finančního trhu obecně, jímž je velké množství regulace zastoupené v podzákonných právních předpisech a dalších dokumentech, vydaných orgánem dohledu. Tato skutečnost, dále prohlubována aktivitou unijního normotvůrce, vynikne zejména v kontrastu s jiným úsekem zvláštní části finančního práva, a to právem daňovým, je logickým vyústěním snahy reagovat na dynamický vývoj aktivit na finančním trhu. Přesto však sleduji trend neustále se prohlubující a objemově narůstající regulace a zvyšování počtu právních pramenů v oblasti distribuce investičních služeb s určitou skepsí, a to zejména v předkládané oblasti, která je typická velkým počtem subjektů zde se pohybujících s omezenější kapitálovou a odbornou vybaveností například proti bankám a dalším velkým finančním institucím. Domnívám se, že již dnes je, jak bylo ostatně nastíněno na předchozích řádkách, okruh pramenů regulace předkládané oblasti mimořádně různorodý a relativně složitý. Lze si pokládat otázku, zda tato skutečnost negativně neovlivňuje efektivitu regulace celého sektoru.<sup>106</sup>

Na základě mých praktických zkušeností docházím k přesvědčení, že dohlížené subjekty nejsou efektivně s to reagovat na stále se prohlubující regulaci jednotlivých činností. Distributoři jako regulované subjekty jsou povinni, především prostřednictvím právního či compliance útvaru,<sup>107</sup> sledovat celou řadu dokumentů, k čemuž zčásti nemají organizační či

---

<sup>106</sup> V této souvislosti shledávám trefnou poznámku o přeregulaci neboli overkillu. „*Důležité obecně je, aby nedošlo k „přeregulaci“ (overkill), a tím vytvoření zbytečné a ještě větší administrativní zátěže pro všechny zúčastněné, tedy jak pro orgán dohledu, tak pro účastníky podnikající na finančních trzích.*“ JANOVEC, Michal. *Současná integrace dohledu na finančních trzích. Obchodněprávní revue.* Praha: C.H. Beck, 2013, roč. 5., č. 6, s. 164. ISSN 1803-6554.

<sup>107</sup> Například v případě obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů v smyslu § 47 odst. 1 vyhlášky č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.



kapitálovou vybavenost, zčásti i přes dobrou vůli nejsou schopni podchytit veškeré nově vydávané dokumenty nejen na národní, ale též unijní úrovni. Pro drobné distributory, kteří jsou v předkládané oblasti hojně zastoupeni, je tak nezdědky ekonomicky efektivnější měnící se regulaci nesledovat a riskovat případnou sankci, než vynakládat prostředky na dosažení souladu v této oblasti. Jak též přiznávají i někteří představitelé orgánu dohledu,<sup>108</sup> rozsah a hloubka regulace nepředstavuje problém pouze pro její adresáty, ale neumožňuje též účinný výkon dohledu. Dochází tak k paradoxní situaci, kdy v předkládané oblasti platí pravidla, která nejen že nejsou adresáty často dodržována či jsou dodržována pouze formálně, jejich dodržování není ani Českou národní bankou dohlíženo či je dohlíženo formálně. Je takový stav v souladu s principy regulace předkládané oblasti a obecné právní teorie?

Domnívám se, že nikoliv, přítomnost pravidel veřejnoprávního charakteru v právním řádu, jejichž dodržování není dohlíženo, považují obecně za nežádoucí, ztěžující orientaci a odklánějící pozornost jak regulovaných subjektů, tak investorů, tak i orgánu dohledu od pravidel, která jsou v dané oblasti naopak stěžejní. Ztotožňuji se s názorem, podle něhož *„není nutno váhat s konstatováním, že bez následné kontroly (dozoru, dohledu) plnění podmínek regulace, by regulace konkrétní lidské činnosti ani neměla být vytvářena.“*<sup>109</sup> Řešením, v kontextu současného unijního legislativního vývoje spíše hypotetickým, by mohlo být omezení rozsahu regulace zejména v oblasti obezřetnostních požadavků kladených na distributory spolu s navrácením důrazu na regulaci v nařízeních a směrnicích (respektive zákonech směrnici implementujících) oproti regulaci v prováděcích právních předpisech a dalších dokumentech. Realističtějším,

---

<sup>108</sup> Na tomto místě vycházím z dosud nepublikovaných informací sdělených Mgr. Alenou Šebestovou v rámci přednášky Kolektivní investování, konané dne 10. 4. 2015 na půdě Právnické fakulty UK v rámci kurzu Právo finančního trhu a jeho aplikace v praxi.

<sup>109</sup> KOHAJDA, Michael. Dohled nad obchodním jednáním subjektů na finančním trhu v ČR. In KOHAJDA, Michael, Zdenka PAPOUŠKOVÁ, Radim BOHÁČ a Roman VYBÍRAL. *Aktuální otázky finančního práva ve střeoevropském prostoru*. 1. vyd. Olomouc: Iuridicum Olomoucense, 2013, s. 294. ISBN 978-80-87382-43-1.

avšak nikoli teoreticky bezvadným a právní jistotu podporujícím řešením, které v praxi uplatňuje Česká národní banka, je zaměřit pozornost nejen v rámci výkonu dohledu, ale též v rámci samoregulace distributorů na stěžejní pravidla, směřující bezprostředně k ochraně investora, která je ostatně významným, ne-li hlavním deklarovaným cílem regulace distribuce investičních nástrojů.

### 3 Distribuce investičních nástrojů a zúčastněné subjekty

Po vymezení obecnějších teoretických východisek předkládané problematiky považuji za vhodné věnovat následující kapitole práce subjektům zúčastněným na distribuci investičních nástrojů, tedy distributorům a investorům jako adresátům distribučních aktivit. Je to právě kategorie investorů, tedy „*okruh osob, který investuje do nabízených cenných papírů,*“<sup>110</sup> kterou systematicky analyzuji jako první. Důvodem pro tento postup je především skutečnost, že ochrana investora je základním určujícím momentem právní regulace distribuce, od něhož se posléze odvíjí konkrétní pravidla pro distributory a jejich činnost.

#### 3.1 Investoři jako adresáti distribuce

Důraz na ochranu investora prostupuje výrazně celou oblastí právní regulace distribuce investičních nástrojů. Nejsou to však všechny subjekty z množiny investorů na finančním trhu, tedy subjektů, „*kteří poskytují ostatním subjektům (...) žádoucí peněžní prostředky (...) tím, že nakupují jimi nabízené investiční nástroje a po nějakém čase investiční nástroje prodávají zpět,*“<sup>111</sup> jejichž ochraně je regulace primárně určena. Chráněni jsou především investoři drobní, neprofesionální, přičemž diferencovaný přístup k jednotlivým kategoriím investorů představuje podle mého názoru nezbytné východisko pro dosažení efektivní ochrany těch investorů, kteří ji skutečně potřebují. Především distribuci drobným investorům je tak věnována i tato práce. V této souvislosti považuji za vhodné věnovat několik odstavců teoretické a pozitivněprávní kategorizaci investorů jako adresátů distribuce, neboť, jak již bylo letmo zmíněno v úvodu této práce,

---

<sup>110</sup> GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, s. 12. ISBN 978-3-406-65413-8.

<sup>111</sup> RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 20. ISBN 978-80-210-5277-2.

platná legislativa v oblasti distribuce investičních nástrojů přistupuje k vymezení jednotlivých podmnožin investorů poněkud nejednotně.

Pojmovým znakem distribuce je interakce distributora s investorem, tedy osobou, která má zájem umístit své dočasně volné peněžní prostředky na finančním, potažmo kapitálovém trhu. Podle kapitálové vybavenosti této osoby rozlišuje obecná ekonomická teorie investory drobné, neboli retailové, kterými jsou především fyzické osoby a menší obchodní korporace, a tzv. investory wholesaleové, tedy investory z řad velkých obchodních korporací a finančních institucí. V obdobném kontextu doktrína hovoří též o investorech individuálních (*private/individual investors*) a investorech institucionálních (*institutional investors*), kde však rozlišovacím kritériem není kapitálová vybavenost či síla investora, ale nepřítomnost, respektive přítomnost znaku výkonu investiční činnosti jako hlavní činnosti investora,<sup>112</sup> další kategorizací pak může být dělení investorů na finanční (*financial investors*) a strategické (*strategical investors*),<sup>113</sup> případně též dělení v závislosti na erudici investorů na investory drobné, tzv. prosté zákazníky, kteří v pozici spotřebitele vstupují do právního vztahu na finančním trhu s cílem uspokojit své soukromé potřeby, investory větší, zejména právnické osoby, s vyššími odbornými znalostmi, u nichž však není investování primárním důvodem existence a kteří podnikají v jiné oblasti než na finančním trhu a konečně investory, u kterých je investování, resp. podnikání na finančním trhu primárním důvodem existence a nelze tak pochybovat o jejich profesionalitě a odborné způsobilosti.<sup>114</sup>

---

<sup>112</sup> Srov. KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Subjekty finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, s. 453 nebo VEIL, Rüdiger. *European capital markets law*. Oxford: Hart Publishing, 2013, s. 89. ISBN 978-1-84946-440-6.

<sup>113</sup> VEIL, Rüdiger. Tamtéž.

<sup>114</sup> Uvedené dělení vychází ze dvou prací M. Kohajdy. KOHAJDA, Michael. Vztah mezi pojmy „spotřebitel“ v soukromém právu a „klient“ v právu finančního trhu. In MRKÝVKA, Petr a kol. *DNY PRÁVA 2013 – DAYS OF LAW 2013: Část IX. – Interakce soukromého a finančního práva*. Brno: Masarykova Univerzita, 2014, s. 216. ISBN 978-80-210-6816-2 a KOHAJDA, Michael. Finanční trh a postavení klienta v rámci finančních

### 3.1.1 Hledisko kategorizace investorů

S ohledem na cíl práce bude níže pozornost zaměřena na dva charakteristické rysy investorů, relevantní pro přístup k nim v rámci distribuce. V první řadě jde o problematiku pozitivněprávní kategorizace investorů jako adresátů distribuce s tím, že pominout můžeme kategorii institucionálních investorů ve smyslu zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu,<sup>115</sup> kteří typicky nebudou adresáty distribuce. Domnívám se, že tato kategorizace je provedena v jednotlivých sektorových předpisech nedůsledně a v některých ohledech dokonce rozporně, což způsobuje v praxi nejasnosti. Ochrana investora jako adresáta distribuce je totiž zajištěna jednak okruhem investičních příležitostí, které mohou být investorovi v závislosti na jeho kategorii nabídnuty, jednak rozsahem povinností, které musí distributor vůči investorovi plnit s tím, že v prvním případě platí ve vztahu k odbornosti a kapitálové vybavenosti investora úměra přímá, ve druhém pak úměra nepřímá. Pro distributory je tak stěžejní závčas správně posoudit charakter investora, na něhož se s nabídkou obrací, přičemž toto posouzení se může lišit a v praxi též liší dle kategorie investičního nástroje a způsobu, jakým je distribuován.

Pro uvedení tohoto tvrzení do konkrétního rámce poslouží nejlépe pojmy kvalifikovaný investor a profesionální zákazník, resp. profesionální zákazník na žádost, které jsou v praxi někdy nesprávně zaměňovány. Smyslem zmíněných pojmů je shodně vymezit okruh investorů, u nichž se presumuje taková míra zkušenosti, odbornosti a kapitálové vybavenosti, která odůvodňuje možnost neplnit vůči těmto investorům při distribuci

---

služeb. In PAPOUŠKOVÁ, Zdenka, KOHAJDA, Michael a kol. *Vybrané instituty finančního práva v roce 2014*. Olomouc: Iuridicum Olomoucense o.p.s., 2015, s. 204. ISBN 978-80-87382-62-2.

<sup>115</sup> Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů (dále jen „zákon o dohledu“) vymezuje jako institucionální investory banky provádějící obchody na vlastní účet s investičními nástroji na kapitálovém trhu, investiční společnosti, investiční fondy, penzijní fondy, pojišťovny a odpovídající zahraniční subjekty.

některé zákonné informační povinnosti a některá pravidla jednání a zároveň jim nabídnout širší paletu investičních příležitostí než investorům, kteří znaky těchto kategorií nenaplní. Obsah obou pojmů je však odlišný. Zatímco kategorie profesionálních zákazníků je vymezena výhradně ZPKT a zahrnuje zjednodušeně řečeno institucionální investory ve smyslu výše uvedeného teoretického členění a další subjekty mezinárodněprávního charakteru s tím, že retailový investor jako primární adresát distribuce se profesionálním zákazníkem (a jak bude uvedeno níže, tím pádem i kvalifikovaným investorem ve smyslu ZPKT) může stát spíše jen hypoteticky, a to jako profesionální zákazník na žádost,<sup>116</sup> pojem kvalifikovaný investor je vymezen jak v ZPKT, tak v ZISIF, a to vždy s odlišným obsahem. Zatímco vymezení obsahu pojmu kvalifikovaný investor v ZPKT je provedeno odkazem na pojem profesionální zákazník, resp. profesionální zákazník na žádost,<sup>117</sup> ZISIF shodně znějící pojem vymezuje pro své účely odlišně. Na základě provedené analýzy relevantních zákonných ustanovení docházím k závěru, že i přes terminologické odlišnosti je okruh profesionálních zákazníků, případně profesionálních zákazníků na žádost a okruh kvalifikovaných investorů ve smyslu ZPKT totožný,<sup>118</sup> tedy že neexistuje osoba, jež by byla kvalifikovaným investorem ve smyslu ZPKT a zároveň nebyla profesionálním zákazníkem či profesionálním zákazníkem na žádost dle téhož zákona, a to v kontrastu s okruhem kvalifikovaných investorů ve smyslu ZISIF, který je vymezen obsahově širěji, když zahrnuje výslovným odkazem na ZPKT jak okruh profesionálních zákazníků, tak profesionálních zákazníků na žádost, tak i

---

<sup>116</sup> Srov. § 2a a 2b ZPKT.

<sup>117</sup> Srov. § 34 odst. 3 ZPKT.

<sup>118</sup> Tento závěr lze dovodit též z komentářové literatury, viz SMUTNÝ, Aleš. Veřejná nabídka investičních cenných papírů. In HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 355-356. ISBN 978-80-7400-433-9.

dalších subjektů včetně retailových investorů, splňují-li podmínky minimální výše investice a prohlášení dle ZISIF.<sup>119</sup>

Mám za to, že s ohledem na princip přehlednosti a srozumitelnosti právní úpravy není žádoucí mít v rámci úpravy v praxi úzce provázaných oblastí zakotven identický pojem s odlišným obsahem, či dokonce v tomtéž právním předpisu používat pro tentýž okruh subjektů odlišné pojmy, byť je třeba zohlednit, že tato skutečnost je do značné míry determinována unijním právem. Stav, kdy je v oblasti distribuce investičních nástrojů třeba rozlišovat okruh kvalifikovaných investorů ve smyslu ZPKT, který je současně identický s okruhem profesionálních zákazníků, resp. profesionálních zákazníků na žádost podle téhož zákona, avšak odlišný od okruhu subjektů, uvedených pod totožným pojmem zakotveným ZISIF, považuji přinejmenším za nesystematický a matoucí. V tomto ohledu bych *de lege ferenda* navrhoval terminologické sjednocení pojmů profesionální zákazník a kvalifikovaný investor v ZPKT.

### **3.1.2 Hledisko počtu investorů**

Nejen správné zařazení investora z hlediska jejich kategorizace je při distribuci investičních nástrojů relevantní. Dalším významným znakem určujícím povinnosti distributora je šíře okruhu investorů, vůči němuž je distribuce konkrétního investičního nástroje prováděna. Některá z regulatorních pravidel se totiž uplatní teprve v případě, kdy počet investorů, kteří jsou v rámci distribučního procesu distributorem osloveni, přesáhne stanovený limit. Východiskem pro tento přístup zákonodárce je podle všeho snaha zachovat efektivitu regulace a nerozměňovat pozornost orgánu dohledu řešením distribuce v plošném rozsahu, který lze v celkovém kontextu kapitálového trhu označit za bagatelní, spolu s předpokladem, že v případě distribuce konkrétního investičního nástroje řádově jednotkám

---

<sup>119</sup> Srov. § 272 odst. 1 písm. h) a i) ZISIF. Pojmu kvalifikovaný investor ve smyslu ZISIF bude věnována pozornost níže.

investorů půjde o určitý bližší vztah mezi distributorem a investorem, v rámci něhož je zajištěna náležitá informovanost a ochrana investora i bez intervence veřejného práva.

Vliv počtu investorů či potenciálních investorů na aplikaci pravidel spojených s distribucí investičního nástroje lze ilustrovat jak na případu nabízení investičních cenných papírů, tak cenných papírů kolektivního investování. Především, že platná právní úprava není při vymezení tohoto počtu příliš konzistentní, když okruh osob, který ještě není považován za veřejnost, respektive širší okruh osob a vůči němuž tak není třeba plnit některé povinnosti spojené s nabídkou investičního cenného papíru dle ZPKT není bez zřejmého důvodu totožný s okruhem osob, které jsou považovány za veřejnost při nabízení investic v režimu ZISIF, ačkoli účel obou institutů je podle mého názoru v zásadě totožný.

V první řadě hraje širší okruh investorů roli u veřejné nabídky investičních cenných papírů. Veřejnou nabídkou se dle ustanovení § 34 odst. 1 ZPKT rozumí jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry. Pouze s veřejnou, nikoli jinou než veřejnou nabídkou jsou spojeny povinnosti informačního charakteru nabízejícího vůči investorům, zejména povinnost uveřejnit prospekt. V citovaném ustanovení je počet investorů, rozhodný pro aplikaci souvisejících povinností vymezen pomocí neurčitého právního pojmu, a to v protikladu k navazujícímu ustanovení § 35 odst. 2 písm. a) ZPKT, upravujícímu povinnost uveřejnit prospekt, které aprobejve neuveřejnění prospektu při nabídce, určené omezenému okruhu osob, který v členském státě Evropské unie, kde je tato nabídka činěna, nedosahuje počtu 150,



nepočítaje v to kvalifikované investory.<sup>120</sup> Nezávisle na vymezení širšího okruhu osob je tak stanoveno, kdy s ohledem na kvantitativní kritérium omezeného počtu osob nevzniká povinnost uveřejnit prospekt.<sup>121</sup> Pojem širší okruh osob působil pro svoji nejednoznačnost v praxi obtíže a byl tak Českou národní bankou blíže vymezován.<sup>122</sup> Širším okruhem osob je tak třeba rozumět okruh osob, který přesahuje okruh známých, propojených osob či několika předem domluvených investorů s tím, že o širší okruh osob půjde v zásadě vždy, byl-li překročen limit 150 osob, avšak v závislosti na vztahu mezi nabízejícím a oslovenými též v případě nižšího počtu osob.<sup>123</sup> V této souvislosti je třeba zdůraznit, že počet osob se vztahuje k osobám v rámci veřejné nabídky osloveným, tedy potenciálním investorům, nikoli osobám, které skutečně nabyly nabízené investiční cenné papíry; pro úspěšnost argumentace nedosažením limitu požadovaného pro uveřejnění prospektu je tak podle mého názoru třeba, aby počet investorů jako nabyvatelů daného investičního cenného papíru nebyl vyšší než 149.<sup>124</sup>

Za druhé hraje počet investorů roli v případě nabízení investic do investičních fondů. Tuto skutečnost lze ilustrovat především na ustanovení § 295a ZISIF, rozlišujícím nabízení veřejně a jinak než veřejně, pro které se v praxi vžilo označení *private placement*. Logika použitá u nabízení investic do investičních fondů je obdobná jako v případě veřejné nabídky

---

<sup>120</sup> Jedná se o kvalifikované investory ve smyslu § 34 odst. 3 ZPKT.

<sup>121</sup> Pro obdobný závěr v případě německé právní úpravy srov. GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, s. 217. ISBN 978-3-406-65413-8.

<sup>122</sup> Česká národní banka [online]. 2010. [cit. 2015-12-15] Odpovědi na dotazy - veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Širší okruh osob. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sirsi\\_okruh\\_osob.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sirsi_okruh_osob.pdf).

<sup>123</sup> SMUTNÝ, Aleš. Veřejná nabídka investičních cenných papírů. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 351.

<sup>124</sup> Relevantní výjimkou je případ nabídky investičních cenných papírů nabývaných do obhospodařovaného majetku investorů obchodníkem s cennými papíry. Srov. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2015-12-15] Odpovědi na dotazy - veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Nabídka cenných papírů nabývaných do obhospodařovaného majetku. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/nabidka\\_cennych\\_papiru\\_nabyvanych\\_do\\_obhospodarovaneho\\_majetku.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/nabidka_cennych_papiru_nabyvanych_do_obhospodarovaneho_majetku.pdf).

investičních cenných papírů, obsah obou výše uvedených pojmů a pojmů užitých v souvislosti s veřejnou nabídkou dle ZPKT je však odlišný. Rozlišovacím kritériem veřejného nabízení investic a *private placementu* ve smyslu ZISIF je kromě způsobu nabízení sekundárně též počet a charakter investorů, kterým je investice nabídnuta. V případě investorů, kteří nejsou kvalifikovanými investory ve smyslu ZISIF, činí počet těchto investorů nutný po zachování režimu *private placementu* 20 osob. Pouze takto výrazně omezené skupině retailových investorů lze nabízet investici do investičního fondu, aniž by byly současně splněny podmínky pro veřejné nabízení investic do takového fondu, zejména zápis tohoto fondu do příslušného seznamu. Domnívám se, že analogicky jako v případě veřejné nabídky investičních cenných papírů je rozhodný počet investorů, vůči nimž byla nabídka učiněna, nikoli počet osob, které na základě nabídky nabízený cenný papír kolektivního investování či jinou formu účasti na investičním fondu skutečně nabyly. Za absence bližší věcné či časové specifikace limitu ve shora citovaném ustanovení se ztotožňuji s publikovaným názorem, podle něhož je tento limit nutno vztáhnout na konkrétní nabízený investiční fond (či přesněji investici do konkrétního fondu) po celou dobu jeho existence, respektive po celou dobu, po kterou je v režimu *private placement* nabízen.<sup>125</sup> Při zohlednění výše uvedených skutečností tak vynikne poměrně restriktivní nastavení limitu.

Uvedený nesoulad mezi pojetím širšího okruhu osob dle ZPKT a okruhu retailových investorů, jimž je dovoleno nabízet investice do investičních fondů v režimu *private placement* a neplnit zároveň podmínky pro veřejné nabízení investic do těchto fondů podle mého názoru negativně dopadá jednak na přehlednost právní úpravy distribuce investičních nástrojů jako celku, jednak na oprávněná očekávání distributorů jako regulovaných

---

<sup>125</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 295a. In ŠOVAR, Jan a kol, s. 684.

subjektů, aniž by byl blíže odůvodněn.<sup>126</sup> Nastavení fixního limitu *private placementu* retailovým investorům na 20 osob nezachovává kontinuitu dosavadního přístupu regulátora. Připomeňme, že dle dosavadního výkladu České národní banky v kontextu ZKI a ZISIF v právním stavu do konce roku 2014 se o *private placement* jednalo vždy, pokud počet oslovených osob byl nižší než 10. V případě, že byla investice do konkrétního investičního fondu nabízena více než přibližně 10 osobám, bylo s ohledem na stanovisko České národní banky vždy nutno posoudit, zda je mezi nabízejícím a potenciálním investorem taková osobní vazba, která odůvodňuje nadstandardní důvěru; takovou vazbou mohla být též předchozí déletrvající obchodní spolupráce. Jestliže taková vazba absentovala, například při oslovení zcela nových potenciálních investorů, jednalo se o veřejné nabízení. O veřejné nabízení šlo dále vždy, pokud okruh oslovených překročil 150 osob, s výjimkou kvalifikovaných investorů.<sup>127</sup>

Domnívám se, že odlišné vymezení parametrů obsahem a účelem obdobných institutů v tak blízkých oblastech práva kapitálového trhu, jako je veřejná nabídka a nabízení investic je jednak nedůvodné, jednak nežádoucí. Rovněž je třeba upozornit na široký rozptyl mezi počtem osob, chápaných podle té které oblasti jako veřejnost, který činí několik desítek osob. V obecné rovině neshledávám žádný rozumný důvod, na základě něhož je shodnému počtu osob přikládán právní normou A statut veřejnosti (či většího než omezeného počtu osob) a právní normou B nikoli, za situace, kdy jsou obě právní normy součástí relativně samostatné, velmi úzké a

---

<sup>126</sup> Důvodová zpráva k zákonu novelizujícího ZISIF v tomto ohledu mlčí. Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2014. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-10] Sněmovní tisk 216/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, a některé další zákony v oblasti kapitálového trhu. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=216&CT1=0>, s. 42.

<sup>127</sup> Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-12-15] K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_pojmu\\_verejnost\\_v\\_zakone\\_o\\_kolektivnim\\_investovani.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pojmu_verejnost_v_zakone_o_kolektivnim_investovani.pdf).

specializované oblasti. Ačkoli vymezení dle ustanovení § 295a ZISIF nelze upřít pozitivum, totiž zvýšení právní jistoty distributorů jako adresátů regulace, kteří zakotvením limitu získali jasné zákonné vodítko oproti dřívější praxi založené na výkladovém materiálu České národní banky, nenaplňujícím znaky pramene práva ve formálním smyslu, *de lege ferenda* bych navrhol legislativní sjednocení vymezení okruhu osob, který je pro účely distribuce investičních nástrojů shledáván veřejností, resp. širším než omezeným okruhem osob, a to s ohledem na determinaci počtu 150 osob ve smyslu ustanovení § 35 odst. 2 ZPKT unijním právem na tento počet a zachovat tak kontinuitu právní úpravy v oblasti fondového podnikání, která byla doplněním ustanovení § 295a odst. 2 částečně narušena. Od uvedeného návrhu si slibuji žádoucí unifikaci podmínek distribuce obdobných investičních nástrojů, jdoucí ruku v ruce se zpřehledněním dnes poměrně komplikovaného regulatorního režimu.

### 3.2 Distributoři

Po analýze otázek spojených se specifiky investora jako koncového adresáta distribuovaných investičních nástrojů je na místě se podrobněji zaměřit na opačnou stranu vztahu distributor – investor, tedy na ty poskytovatele služeb na kapitálovém trhu,<sup>128</sup> jejichž hlavní náplní činnosti je nabízení a zprostředkování investičních nástrojů koncovým investorům. Není cílem této kapitoly zevrubně analyzovat všechny subjekty distribucí se zabývající a jejich specifika, v této věci lze zčásti odkázat na dostupnou literaturu.<sup>129</sup> Pozornost bude zaměřena především na analýzu rozsahu oprávnění distribuovat investiční nástroje u jednotlivých distributorů, spolu se stručným přehledem jednotlivých distribučních modelů na tuzemském trhu se vyskytujících.

---

<sup>128</sup> Jak tento pojem chápe KOHAJDA, Michel a PETR KOTÁB. *Subjekty finančního trhu*. In BAKEŠ, Milan, s. 453.

<sup>129</sup> Např. pro investiční zprostředkovatele CHOD, Karel. *Investiční zprostředkovatel - legislativa a praxe, nekalé praktiky*. Brno: Tribun EU, 2013, 202 s. ISBN 978-80-2605-358-3.

Pojem distributor investičních nástrojů není pozitivním právem finančního trhu vymezen, ačkoli je v některých unijních pramenech používán.<sup>130</sup> Při snaze o vymezení tohoto pojmu je tak třeba vycházet z legálních definic věcně blízkých institutů. Distribuci investičních nástrojů jako aktivitu směřující k umožnění či usnadnění interakce mezi stranou nabízející investiční nástroje a stranou tyto poptávající lze podle mého názoru bezesporu podřadit pod širší pojem poskytování služeb na kapitálovém trhu. Distributory investičních nástrojů tak rozumím především subjekty z řad poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, jak je tato kategorie subjektů vymezena zákonem o dohledu v oblasti kapitálového trhu,<sup>131</sup> jejichž charakteristickou činností je nabízení a zprostředkování investičních nástrojů investorům jako koncovým klientům.

### 3.2.1 Obchodníci s cennými papíry

Optikou tohoto vymezení je tak distributorem v první řadě obchodník s cennými papíry (včetně zahraničních obchodníků s cennými papíry) jako harmonizovaný poskytovatel investičních služeb<sup>132</sup> při poskytování vybraných distribučních investičních služeb dle ZPKT. Obchodník s cennými papíry může mít v rámci distribučního řetězce dvojediné postavení, kdy může působit jednak jako tvůrce investičního nástroje, jednak jako distributor téhož investičního nástroje a případně dalších

---

<sup>130</sup> Srov. článek 16 odst. 3 věta pátá MiFID II: „Investiční podnik, který vytváří finanční nástroj, poskytne jakémukoli distributorovi veškeré příslušné informace o finančním nástroji a postupu schvalování produktu, včetně informace o určeném cílovém trhu daného finančního nástroje“ a článek 8 odst. 3 písm. f) věta druhá dosud neúčinného nařízení PRIIPs: „Ve sdělení klíčových informací musí být jasně uvedeno, že poradci, distributoři a všechny ostatní osoby, které poskytují poradenství o produktu s investiční složkou nebo takový produkt prodávají, poskytnou podrobné informace o veškerých nákladech spojených s distribucí, jež nebyly zahrnuty do výše uvedených nákladů (...)“

<sup>131</sup> Srov. § 5 odst. 2 zákona o dohledu.

<sup>132</sup> Pojem poskytovatel investičních služeb není v platném právu používán, s jeho zakotvením však počítá připravovaná novela ZPKT. Srov. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-09] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. § 2 odst. 1 písm. s). Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>.

investičních nástrojů. Jak bude odůvodněno níže, tato možnost připadá v praxi v úvahu především při interní distribuci u bankovních obchodníků s cennými papíry.

Okruh investičních nástrojů, distribuovaných obchodníky s cennými papíry, není *de iure* omezen, o obchodníku s cennými papíry tak snad lze hovořit jako o univerzálním distributorovi. Obchodník s cennými papíry je oprávněn poskytovat investiční služby ke všem kategoriím investičních nástrojů ve smyslu ZPKT, přičemž jednotlivé skupiny či kategorie investičních nástrojů musí být zahrnuty v povolení obchodníka s cennými papíry,<sup>133</sup> není však pravidlem, že by bylo toto nejširší oprávnění vždy využito. Distribuce v podobě poskytování služeb především k derivátovým investičním nástrojům, tedy „*nástrojům, jejichž hodnota se odvozuje od hodnoty jiné, tzv. podkladové hodnoty,*“<sup>134</sup> nese zvýšené nároky na odbornost osob, pomocí kterých obchodník s cennými papíry své služby poskytuje, což reflektuje i platná právní úprava.<sup>135</sup> Distribuce zajišťovaná prostřednictvím investiční služby umístování investičních nástrojů, ať už se závazkem jejich upsání, nebo bez tohoto závazku, zase klade vyšší nároky na počáteční kapitál obchodníka s cennými papíry, než distribuce realizovaná výhradně prostřednictvím investiční služby přijímání a předávání pokynů.<sup>136</sup> Pro obchodníka s cennými papíry tak není v závislosti na modelu jeho podnikání s ohledem na související mzdové a další náklady vždy efektivní využívat plného rozsahu oprávnění. Další faktické omezení přináší v případě externí distribuce omezený okruh investičních nástrojů, jež jsou oprávnění distribuovat spolupracující investiční zprostředkovatelé.

---

<sup>133</sup> Srov. § 6 odst. 2 ZPKT.

<sup>134</sup> GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, s. 133. ISBN 978-3-406-65413-8.

<sup>135</sup> Srov. § 6 odst. 1 písm. f) a § 14 ZPKT a vyhlášku č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

<sup>136</sup> Srov. § 8a odst. 4 a odst. 1 až 3 ZPKT.

### 3.2.2 Správci investičních fondů

Poměrně komplikovanou, avšak teoreticky velmi zajímavou otázkou je, zda, a v případě, že ano, v jakém rozsahu je distributorem investičních nástrojů investiční společnost či jiný správce<sup>137</sup> investičních fondů dle ZISIF. Při analýze uvedené otázky je podle mého názoru třeba vzít v úvahu odlišné právní režimy, v rámci nichž může docházet k distribuci investičních nástrojů ze strany investičních společností, případně jiných správců investičních fondů.

Prvním režimem je distribuce investičních nástrojů, vydaných investičním fondem, zde v podobě nabízení investic do tohoto fondu,<sup>138</sup> přímo správcem jako obhospodařovatelem a administrátorem tohoto investičního fondu v režimu provádění administrace daného investičního fondu. Z jednotlivých skupin investičních nástrojů dle ZPKT mohou podle mého názoru takto být pojmově nabízeny výhradně cenné papíry kolektivního investování jako cenné papíry vydané tímto konkrétním spravovaným fondem, přičemž právní základ pro tuto činnost správce představuje ustanovení § 38 odst. 2 písm. b) ZISIF, vymezující nabízení investic do investičního fondu jako činnost, kterou zahrnuje administrace tohoto fondu, spolu s ustanovením § 39 odst. 4 a odst. 5 ZISIF v kombinaci s ustanovením § 11 odst. 1 písm. b) téhož zákona, z nichž lze dovodit oprávnění správce distribuovat či nabízet investiční nástroje vydané jím spravovaným investičním fondem na základě povolení investiční společnosti či zahraniční osoby, která není srovnatelná se samosprávným investičním fondem, k administraci tohoto fondu. Uvedený závěr lze podle mého názoru dovodit jak syntézou příslušných zákonných ustanovení, tak

---

<sup>137</sup> Správcem investičního fondu rozumím dle okolností obhospodařovatele a/nebo administrátora investičního fondu ve smyslu ZISIF.

<sup>138</sup> Pojmu nabízení investic ve smyslu § 294 ZISIF bude věnována pozornost v kapitolách níže.

příslušných partií důvodové zprávy k ZISIF,<sup>139</sup> důvodové zprávy k novelizačnímu zákonu č. 336/2014 Sb.<sup>140</sup> a podpůrně též konstrukci jednotlivých oprávnění v seznamu regulovaných a registrovaných subjektů České národní banky v případě povolené činnosti investičních společností. Stručně řečeno jde tedy v prvním případě o distribuci cenných papírů kolektivního investování konkrétního investičního fondu ve formě nabízení investic správcem tohoto investičního fondu do jím spravovaného fondu v režimu administrace tohoto fondu, prováděné správcem na základě povolení k administraci dle ZISIF.

Druhým režimem je podle mého názoru distribuce investičních nástrojů ve formě nabízení investic do investičních fondů obhospodařovaných správcem odlišným od nabízející investiční společnosti nebo jiného správce investičních fondů v režimu dle ustanovení § 38 odst. 2 písm. b) ZISIF. K této činnosti je v souladu s ustanovením § 39 odst. 4 ZISIF investiční společnost oprávněna na základě povolení vykonávat činnost dle ustanovení § 11 odst. 1 písm. e) téhož zákona, tedy činnost, která je materiálně poskytováním hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům, konkrétně cenným papírům kolektivního investování. Vychází se tak z premisy, že nabízení investic mimo výkon administrace je materiálně investiční službou.<sup>141</sup> V této souvislosti je třeba zmínit, že ZISIF vymezuje v ustanovení § 11 odst. 1 písm. c) až f)

---

<sup>139</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-12-10] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>, s. 379.

<sup>140</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2014. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-10] Sněmovní tisk 216/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, a některé další zákony v oblasti kapitálového trhu. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=216&CT1=0>, s. 36 – 37.

<sup>141</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-12-10] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>, s. 379 a KRÁLÍK, Aleš. Obhospodařovatel. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 44.



oprávnění investiční společnosti vykonávat činnosti obdobné vybraným investičním službám dle ZPKT, přičemž bližší požadavky kladené na výkon těchto činností jsou pak vymezeny v ustanovení § 33 ZISIF odkazem na relevantní úpravu poskytování investičních služeb dle ZPKT. V předmětném ustanovení ZISIF nehovoří přímo o investičních službách, ale o výkonu činností dle výše citovaného ustanovení pro jiného, přičemž důvodem je podle všeho mírně odlišné vymezení některých takto poskytovaných služeb v ZISIF oproti vymezení korespondujících investičních služeb v ZPKT.<sup>142</sup> Mám za to, že i v tomto režimu je pojmově možné distribuovat z množiny investičních nástrojů výhradně cenné papíry kolektivního investování.

Třetím režimem, nebo spíše podkategorií druhého výše uvedeného režimu, rozumím distribuci investičních nástrojů odlišných od cenných papírů kolektivního investování investiční společností nebo jiným správcem investičního fondu na základě oprávnění zakotveného v ustanovení § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF. Investiční společnost či jiný správce jedná v tomto režimu v postavení srovnatelném s obchodníkem s cennými papíry či investičním zprostředkovatelem, přičemž k výkonu uvedených činností je tento subjekt oprávněn pouze za předpokladu, že mu bylo uděleno povolení dle § 11 odst. 1 písm. c) ZISIF, tedy povolení vykonávat individuální portfolio management;<sup>143</sup> tato podmínka se uplatní též v případě distribuce ve výše zmíněném druhém režimu. Individuální portfolio management je

---

<sup>142</sup> KRÁLÍK, Aleš. Poskytování investičních služeb. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 126.

<sup>143</sup> Srov. § 11 odst. 2 ZISIF. Individuální portfolio management může být vykonáván též ve vztahu k majetku investičního fondu. Srov. WAGNER, Markus, SCHLÖMER, Verena a Dirk ZETZSCHE. AIFMD vs. MiFID: Similarities and differences. In ZETZSCHE, Dirk *The alternative investment fund managers directive: European regulation of alternative investment funds*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2012, s. 100. ISBN 978-90-411-4044-9.

tak chápán jako „vstupní brána pro investiční společnosti do světa obchodníků s cennými papíry.“<sup>144</sup>

Mám za to, že okruh investičních nástrojů, které je investiční společnost či jiný správce na základě písmene e) citovaného ustanovení oprávněn nabízet a zprostředkovat, není na rozdíl od prvních dvou zmíněných režimů nikterak omezen a zahrnuje všechny skupiny investičních nástrojů ve smyslu ZPKT. Právě uvedené lze podle mého názoru dovést za použití metody logického výkladu<sup>145</sup> z písmen c) až f) citovaného ustanovení. Jestliže zákon omezuje okruh investičních nástrojů, k nimž mohou být činnosti odpovídající investičním službám vykonávány, pouze v případě úschovy a správy investičních nástrojů, a to ve vztahu k cenným papírům vydaným investičním fondem nebo zahraničním investičním fondem,<sup>146</sup> zatímco u ostatních činností odpovídajících investičním službám toto omezení chybí, lze tak *argumento per eliminationem* dojít k závěru o neomezenosti okruhu investičních nástrojů, ve vztahu k nimž mohou být zbývající činnosti dle citovaného ustanovení vykonávány. Investiční společnost, vykonávající činnost v mezích výše uvedeného regulatorního rámce, se tak v mnoha ohledech přibližuje obchodníku s cennými papíry.<sup>147</sup>

Závěrem podkapitoly věnované správcům investičních fondů jako distributorům je třeba upozornit na skutečnost, že nikoli všechny kategorie správců jako obhospodařovatelů ve smyslu ZISIF mohou využívat oprávnění dle ustanovení § 11 odst. 1 písm. e) a tím pádem jednak nabízet investice do jimi neobhospodařovaných investičních fondů, jednak být distributorem investičních nástrojů odlišných od cenných papírů

---

<sup>144</sup> KRÁLÍK, Aleš. Obhospodařování a obhospodařovatel. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 45.

<sup>145</sup> KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Beck, 1995, s. 171. ISBN 80-7179-028-1.

<sup>146</sup> Jde tedy zřejmě o cenné papíry kolektivního investování ve smyslu ZPKT a zakladatelské akcie.

<sup>147</sup> K praktickým konotacím tohoto závěru srov. KRÁLÍK, Aleš. Obhospodařování a obhospodařovatel. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 45.

kolektivního investování. Předně se jedná o samosprávný investiční fond a srovnatelný mimounijní subjekt, jenž není ze zákona oprávněn vykonávat jinou podnikatelskou činnost než tu, kterou má uvedenu v povolení, tedy ani distribuční činnost, která je materiálně investiční službou dle citovaného ustanovení. Dále jde o investiční společnost oprávněnou obhospodařovat standardní fondy nebo srovnatelné zahraniční fondy (tedy tzv. UCITS fondy<sup>148</sup>), včetně unijních investičních společností, poskytujících v České republice přeshraniční služby na základě notifikace dle UCITS IV. Taková investiční společnost se tak na distribuci jiných skupin investičních nástrojů než cenných papírů kolektivního investování může podílet pouze nepřímo, formou poskytování investičního poradenství ke konkrétním investičním nástrojům. Oprávnění distribuovat investiční nástroje všech skupin a nabízet investice do fondů obhospodařovaných jiným obhospodařovatelem tak lze dovodit pouze u investičních společností, neoprávněných spravovat standardní fondy či srovnatelné zahraniční fondy, zahraničních osob s povolením podle ZISIF, které nejsou srovnatelné se samosprávným investičním fondem, u nichž možnost obhospodařování standardních fondů nepřipadá v úvahu<sup>149</sup> a konečně poboček zahraničních investičních společností na základě notifikace jako správců alternativních investičních fondů<sup>150</sup> dle AIFMD. Dlužno dodat, že výše uvedené oprávnění investičních společností a dalších správců investičních fondů působit jako distributor investičních nástrojů není v praxi využíváno.<sup>151</sup>

---

<sup>148</sup> Fondy ve smyslu platné Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (dále jen „UCITS IV“).

<sup>149</sup> Srov. § 10 ZISIF.

<sup>150</sup> Tedy fondů ve smyslu Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010 (dále jen „AIFMD“).

<sup>151</sup> Česká národní banka neeviduje žádnou investiční společnost či pobočku zahraniční investiční společnosti, oprávněnou k výkonu činností dle § 11 odst. 1 písm. e) ZISIF. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2015-12-11] Seznam regulovaných a registrovaných subjektů. Dostupné z WWW:

### 3.2.3 Investiční zprostředkovatelé

V případě výše uvedených distributorů jde o finanční instituce, řazené do okruhu poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu výslovně zákonem o dohledu.<sup>152</sup> Distributory, a to dokonce distributory pro tuzemský kapitálový trh charakteristickými, jsou však podle mého názoru také subjekty, jejichž zařazení do okruhu poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu není na první pohled zcela jednoznačné. Předně se jedná o investičního zprostředkovatele ve smyslu ustanovení § 29 ZPKT. Zařazení investičního zprostředkovatele do množiny poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu vyplývá podle mého názoru jednak z povahy jeho činnosti, jednak z výslovného zařazení osoby provádějící přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů za podmínek stanovených zvláštním zákonem do tohoto okruhu. Ačkoli u tohoto subjektu zákon o dohledu odkazuje v poznámce pod čarou na od roku 2004 zrušené ustanovení od roku 2014 zrušeného zákona o cenných papírech<sup>153</sup>, nikoli na ZPKT, do jehož rámce byla úprava poskytování investičních služeb zahrnuta, je třeba podle mého názoru odpovědět na nabízející se teoretickou otázku, nakolik je možné investičního zprostředkovatele, poskytujícího na základě ZPKT investiční službu přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům, nadále považovat za poskytovatele služeb na kapitálovém trhu ve smyslu zákona o dohledu, kladně. *„ZPKT sám neobsahuje výčet poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, obsahuje však výčet investičních služeb a stanoví mimo jiné oprávnění investičního zprostředkovatele za splnění zákonných podmínek přijímat a předávat pokyny týkající se investičních nástrojů. Lze předpokládat, že odkaz na neplatné ustanovení zákona o cenných papírech zůstal v zákoně o*

---

[https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS\\_COUNTS\\_DETAIL?p\\_lang=cz&p\\_DATUM=11.12.2015&p\\_ses\\_idx=204](https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=11.12.2015&p_ses_idx=204).

<sup>152</sup> Srov. § 5 odst. 2 zákona o dohledu. Obchodníka s cennými papíry zákon výslovně zmiňuje, investiční společnost pak zahrnuje pod pojem poskytovatel služeb na kapitálovém trhu v rámci podmnožiny institucionálních investorů ve smyslu odstavce 1 citovaného ustanovení.

<sup>153</sup> Zrušený zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

*dohledu v oblasti kapitálového trhu pouze opomenutím zákonodárce, přičemž jak z povahy činnosti investičního zprostředkovatele, tak ze znění ZPKT jednoznačně vyplývá odůvodněnost zařazení investičního zprostředkovatele do množiny poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu.*<sup>154</sup>

Ačkoli jsem se institutu investičního zprostředkovatele podrobněji věnoval na jiných místech,<sup>155</sup> pro účely této práce považuji za potřebné, především s ohledem na stěžejní význam investičního zprostředkovatele pro většinu externích distribučních modelů, kde investiční zprostředkovatel „*tvorí mezičlánek mezi zákazníkem (investorem) a obchodníkem s cennými papíry, bankou, investiční společností nebo investičním fondem,*“<sup>156</sup> zmínit vybraná specifika, relevantní pro činnost tohoto subjektu jako distributora investičních nástrojů. Určujícím specifíkem, odlišujícím investičního zprostředkovatele od obchodníka s cennými papíry, je omezení spektra investičních nástrojů, které je investiční zprostředkovatel oprávněn distribuovat, spolu s omezením okruhu subjektů, s nimiž je oprávněn v rámci distribučního řetězce spolupracovat a omezením okruhu služeb, které je investiční zprostředkovatel oprávněn poskytovat. Tato omezení vycházejí z požadavků MiFID, resp. MiFID II a určují podobu distribučního kanálu, jehož je investiční zprostředkovatel součástí.

V první řadě není investiční zprostředkovatel oprávněn poskytovat hlavní investiční služby, včetně služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, jež je podstatou distribuční činnosti,

---

<sup>154</sup> HOBZA, Martin. *Právní aspekty činnosti investičního zprostředkovatele* [online]. 2013 [cit. 2015-12-11]. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/detail/130154>. Vedoucí práce Michael Kohajda, s. 12. Investičního zprostředkovatele řadí do množiny poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu výslovně též doktrína, viz KOTÁB, Petr. *Subjekty finančního trhu*. In BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Beck, 2006, s. 628. ISBN 80-7179-431-7.

<sup>155</sup> Např. HOBZA, Martin. *Investiční zprostředkovatel v kontextu práva kapitálového trhu a tržní praxe*. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2014, roč. 22, č. 1, s. 13-17. ISSN: 1210-8103.

<sup>156</sup> RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, s. 20. ISBN 978-80-210-5277-2.

k jiným investičním nástrojům než investičním cenným papírům a cenným papírům kolektivního investování. Zejména tak není, na rozdíl od obchodníka s cennými papíry s příslušným povolením, oprávněn provádět distribuci investičních nástrojů povahy finančních, komoditních či exotických derivátů, a to včetně derivátů, jejichž podkladovou proměnnou jsou měnové kurzy na peněžním trhu (FOREX) a jež v nedávné době byly podle mých zkušeností investičními zprostředkovateli nezdávka nabízeny.<sup>157</sup> Tato skutečnost klade na investiční zprostředkovatele, zejména v případě distribuce investičních nástrojů nacházejících se na pomezí investičního certifikátu a derivátu, zvýšené nároky na posouzení skutečné povahy investičního nástroje. S ohledem na zákonem předpokládanou prostupnost jednotlivých kategorií investičních nástrojů<sup>158</sup> je podle mého názoru v rámci výkonu dohledu namíste vycházet ze zásady *in dubio pro reo* a hodnotit tak daný investiční nástroj jako spíše spadající, než nespádající do okruhu investičnímu zprostředkovateli povolených investičních nástrojů. Všechny (obě) jemu povolené hlavní investiční služby je investiční zprostředkovatel na základě osvědčení o registraci oprávněn poskytovat k oběma kategoriím investičních nástrojů, jedná se o právo, nikoli povinnost investičního zprostředkovatele distribuovat jak investiční cenné papíry, tak cenné papíry kolektivního investování. V praxi jsou zastoupeni jak investiční zprostředkovatelé, využívající plný rozsah oprávnění, tak takoví, kteří se specializují výhradně na distribuci jedné kategorie investičních nástrojů. Případná specializace má pak odraz jak například v oblasti odbornosti osob,

---

<sup>157</sup> Takové jednání bylo a je Českou národní bankou postihováno. Viz např. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-12-11] Rozhodnutí České národní banky č.j. 014/37259/570 ze dne 11. září 2014, sp.zn. Sp/2012/131/573. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/pravomocna\\_rozhodnuti/prilohy/Sp\\_2009\\_162\\_573.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_162_573.pdf).

<sup>158</sup> Srov. § 3 odst. 6 ZPKT a HUSTÁK, Zdeněk. Investiční nástroje a investiční služby. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 58.

jimiž je prováděna distribuce, tak v míře pozornosti, která se konkrétnímu investičnímu zprostředkovateli ze strany orgánu dohledu dostává.<sup>159</sup>

Dále je investiční zprostředkovatel oprávněn předat pokyn investora k investičnímu nástroji, tedy fakticky zajistit distribuci daného investičního nástroje, výhradně subjektům, taxativně vypočteným ZPKT. Okruh těchto subjektů zahrnuje obchodníky s cennými papíry (bankovní i nebankovní), včetně jejich zahraničních forem, obhospodařovatele fondů kolektivního investování nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů, kteří tyto fondy obhospodařují na základě povolení České národní banky a zahraniční osoby, oprávněné nabízet investice do fondů kolektivního investování nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů v České republice.<sup>160</sup> Uvedené omezení se podle mého názoru vztahuje právě a pouze na investiční službu přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům, nikoli též na investiční poradenství. Na základě zásady legální licence je tak investiční zprostředkovatel oprávněn poskytovat investiční poradenství k investičním nástrojům, k nimž však pokyny realizují finanční instituce, odlišné od taxativně uvedených v ZPKT, tedy takové, kterým není investiční zprostředkovatel oprávněn předat případný klientův pokyn k obchodu s investičním nástrojem.<sup>161</sup>

Z taxativního výčtu osob, kterým může být investičním zprostředkovatelem předán pokyn investora, vyplývají pro praxi při distribuci investičních nástrojů dvě významná omezení, týkající se obou povolených kategorií investičních nástrojů. Prvním z nich je zákaz investičního zprostředkovatele v rámci součinnosti při veřejné nabídce investičních cenných papírů, typicky dluhopisů vydávaných obchodními

---

<sup>159</sup> Tato skutečnost nevyplývá z právní úpravy, ale faktického zaměření dohledové činnosti České národní banky a je zejména patrná u investičních zprostředkovatelů, zabývajících se distribucí akcií.

<sup>160</sup> Blíže viz § 29 odst. 1 písm. b) ZPKT.

<sup>161</sup> HOBZA, Martin. Investiční zprostředkovatel v kontextu práva kapitálového trhu a tržní praxe. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2014, roč. 22, č. 1, s. 16. ISSN: 1210-8103.

společnostmi, předávat pokyny investorů k upsání těchto cenných papírů přímo emitentovi, není-li emitent osobou specifikovanou v ustanovení § 29 odst. 1 písm. b) ZPKT. Činnost investičního zprostředkovatele se v tomto případě podle mého názoru musí omezit toliko na propagaci emise, případně zjištění zájmu potenciálního investora o úpis veřejně nabízeného cenného papíru a následného předání kontaktních údajů na investora přímo emitentovi, tedy na aktivitu, pro níž se v oblasti příbuzné, kterou je nabízení a zprostředkování pojistných produktů, vžilo označení tipařská činnost. Shodný závěr podle mého názoru platí též v případě nabídky, která znaky veřejné nabídky s ohledem na omezený okruh adresátů nenaplní. Při distribuci veřejně nabízených investičních cenných papírů je nadto nutno obezřetně zkoumat, zdali distribuční činnost investičního zprostředkovatele nenaplní znaky poskytování hlavní investiční služby umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání,<sup>162</sup> která je na rozdíl od investiční služby přijímání a předávání pokynů službou poskytovanou za úplatu emitentovi, nikoli investorovi,<sup>163</sup> a která nesmí být investičním zprostředkovatelem vůbec poskytována.

Faktické omezení při distribuci cenných papírů kolektivního investování, konkrétně cenných papírů vydaných fondy kvalifikovaných investorů, podle mého názoru interpretačně nejednoznačné, plyne z formulace ustanovení § 29 odst. 1 písm. b) bodu 5. a 6. ZPKT. Citované ustanovení omezuje způsobilé partnery investičního zprostředkovatele toliko na tuzemské a mimounijní obhospodařovatele fondů kolektivního investování a zahraniční osoby oprávněné nabízet v České republice investice do fondu kolektivního investování nebo srovnatelného

---

<sup>162</sup> Ve smyslu § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT.

<sup>163</sup> Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2015-12-11] Úřední sdělení České národní banky ze dne 8. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v\\_2009\\_12\\_21609560.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf).



zahraničního investičního fondu. Gramatickým výkladem citovaného ustanovení lze dojít k závěru, že investiční zprostředkovatel v důsledku právě uvedeného zejména není oprávněn při distribuci cenných papírů kolektivního investování předávat pokyny tuzemskému a mimounijnímu obhospodařovateli fondu kvalifikovaných investorů, včetně samosprávného fondu kvalifikovaných investorů, stejně jako zahraniční osobě oprávněně nabízet v České republice investice do fondu kvalifikovaných investorů, ačkoli k cenným papírům vydaným fondem kvalifikovaných investorů je oprávněn poskytovat investiční služby.<sup>164</sup>

Zajímavou otázkou je, zdali nelze citované ustanovené vykládat tak, že oprávnění investičního zprostředkovatele předávat pokyny investorů k cenným papírům vydaným fondem kvalifikovaných investorů zahrnuje též obhospodařovatele tohoto fondu kvalifikovaných investorů jako způsobilého partnera za podmínky, že tento obhospodařovatel obhospodařuje zároveň alespoň jeden fond kolektivního investování a je tak (také) obhospodařovatelem fondu kolektivního investování ve smyslu bodu 5. citovaného ustanovení ZPKT. Analogickou otázku si lze položit u okruhu zahraničních osob, oprávněných nabízet v České republice investice do fondu kolektivního investování nebo srovnatelného zahraničního investičního fondu podle bodu 6. citovaného ustanovení. Lze též u tohoto okruhu osob dovodit oprávnění investičního zprostředkovatele předávat pokyn investora zahraniční osobě, která je zároveň oprávněna nabízet investice jednak do fondu kolektivního investování, jednak do fondu kvalifikovaných investorů, včetně zahraničních forem těchto fondů?

K zodpovězení této otázky je podle mého názoru třeba dobrat se smyslu a účelu citovaného ustanovení ZPKT a přistoupit k němu též z historické perspektivy. Ze srovnání historických znění ZPKT vyplývá, že v souvislosti s nahrazením ZKI platným ZISIF došlo v roce 2013 ke změně

---

<sup>164</sup> Jak plyne z § 29 odst. 1 ZPKT.

v citovaném ustanovení. Původní okruh subjektů z oblasti kolektivního investování v tehdejší chápání tohoto pojmu zahrnoval bez dalších upřesnění investiční společnosti a investiční fondy a dále zahraniční osoby oprávněné veřejně nabízet a vydávat své cenné papíry fondu kolektivního investování v České republice,<sup>165</sup> přičemž investiční společnost byla oprávněna obhospodařovat podílový fond ve formě speciálního fondu kvalifikovaných investorů a investiční fond jako akciová společnost mohl nabývat formu speciálního fondu kvalifikovaných investorů.<sup>166</sup> Investice do fondu kvalifikovaných investorů nesměly být dle ZKI, na rozdíl od ZISIF, veřejně nabízeny.

Z právě uvedeného lze podle mého názoru dovodit, že distribuce investičních nástrojů investičními zprostředkovateli formou předávání pokynů obhospodařovateli fondu kvalifikovaných investorů nebo přímo tomuto fondu byla za účinnosti tehdejší právní úpravy principiálně možná, avšak fakticky limitovaná zmíněným zákazem veřejného nabízení podílů či účasti na speciálních fondech kvalifikovaných investorů. Ačkoli důvodová zpráva k zákonu, jímž byl okruh subjektů dle citovaného ustanovení ZPKT upraven, vychází z principu zachování totožného věcného rozsahu uvedeného ustanovení,<sup>167</sup> domnívám se, že tento princip v konečném důsledku zachován není. Vlivem terminologických změn, zakotvených ZISIF, totiž okruh fondů kolektivního investování nadále nezahrnuje fondy

---

<sup>165</sup> Srov. § 29 odst. 1 písm. b) bod 5. 6. a 7. ZPKT ve znění účinném do 18. 8. 2013.

<sup>166</sup> Srov. § 14 odst. 1 ve spojení s § 49 a § 56 ZKI.

<sup>167</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-12-12] Sněmovní tisk 897/0, Vládní návrh zákona o změně některých zákonů v souvislosti s přijetím zákona o investičních společnostech a investičních fondech a s přijetím přímo použitelného předpisu Evropské unie upravujícího vypořádání některých derivátů. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>, s. 37. „Legislativně-technické změny nahrazující původní terminologii terminologií novou tak, aby ustanovení v tomto zákoně (ZPKT – pozn. aut.) nedoznalo věcného posunu v souvislosti s novou právní úpravou investičních společností a investičních fondů.“

kvalifikovaných investorů<sup>168</sup> a v tomto ohledu je třeba dle mého názoru vykládat i body 5. a 6. citovaného ustanovení ZPKT. Přestože je tedy dle ZISIF nově možné veřejně nabízet investice do fondu kvalifikovaných investorů, přičemž k nabízení je oprávněn též investiční zprostředkovatel, přikláním se k závěru, že tento není oprávněn předat obhospodařovateli fondu kvalifikovaných investorů pokyn investora k nákupu cenného papíru, vydaného tímto fondem.

Tento závěr se podle mého názoru uplatní též v případě, kdy je obhospodařovatel fondu kvalifikovaných investorů zároveň obhospodařovatelem fondu kolektivního investování ve vztahu k pokynům investora k nákupu účasti na tomto fondu kvalifikovaných investorů. Na investiční fondy je totiž třeba nahlížet i při nabízení investic „*produktovým prizmatem*“<sup>169</sup> a posuzovat tedy splnění zákonných podmínek pro jejich distribuci individuálně pro každý takový fond. Odůvodněnost tohoto přístupu vyplývá podle mého názoru již z konstrukce celé části deváté ZISIF, věnované nabízení investic, kdy například zápis do seznamu investičních fondů, které mohou být na území České republiky nabízeny, se týká právě fondu, nikoli jen jeho obhospodařovatele. Přikláním se tak k závěru, byť jsem si vědom jeho možné diskutabilnosti, že body 5. a 6. shora citovaného ustanovení ZPKT je třeba vykládat vždy ve vztahu ke konkrétnímu investičnímu fondu, jehož cenné papíry jsou distribuovány a k jejichž nákupu směřuje pokyn klienta; od této skutečnosti se následně odvozuje povaha obhospodařovatele tohoto fondu.

Je-li tedy například distribuována investiční akcie fondu kvalifikovaných investorů ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, obhospodařovaného investiční společnosti, pak je

---

<sup>168</sup> Srov. § 92 odst. 1 ZISIF.

<sup>169</sup> ŠOVAR, Jan. Jaké mýty provázejí novou právní úpravu fondů kvalifikovaných investorů? *Právní rádce*. Praha. *Economia*, a.s. 2013, roč. 21, č. 6, s. 16. ISSN 1210-4817.

třeba tuto investiční společnost, která v modelovém případě obhospodařuje též další investiční fondy z kategorie fondů kolektivního investování, posoudit pro účely citovaného ustanovení ZPKT vzhledem k fondu, jehož cenné papíry jsou nabízeny, jako obhospodařovatele fondu kvalifikovaných investorů, nikoli obhospodařovatele fondu kolektivního investování. Pro okruh způsobilých partnerů investičního zprostředkovatele při předávání pokynů to tak znamená vyloučení obhospodařovatelů fondů kvalifikovaných investorů, byť by tito byli zároveň obhospodařovateli jiného fondu kolektivního investování, vždy však výhradně ve vztahu ke konkrétnímu fondu kvalifikovaných investorů, do něhož je daná investice nabízena. Právě uvedené však neznamená, že by jakýkoli obhospodařovatel, obhospodařující zároveň fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů byl *a priori* v analyzované situaci považován za obhospodařovatele fondu kvalifikovaných investorů a byl tak bez dalšího vyřazen z okruhu způsobilých partnerů investičního zprostředkovatele při přijímání a předávání pokynů investorů k nabízeným cenným papírům, vydaným jím obhospodařovaným fondem kolektivního investování. S konečnou platností tuto nejednoznačnou otázku vyřeší zřejmě až připravovaná novela ZPKT, která předpokládá jednoznačně vymezené oprávnění investičního zprostředkovatele předávat pokyny k investičním nástrojům investiční společnosti bez ohledu na to, zda tato v konkrétním případě jedná jako obhospodařovatel fondu kvalifikovaných investorů, nebo kolektivního investování.<sup>170</sup> Tuto skutečnost hodnotím pozitivně, domnívám se, že není důvod pro rozlišování širě oprávnění investičního zprostředkovatele distribuovat cenné papíry vydané fondem kvalifikovaných investorů v případě spolupráce s obchodníkem s cennými papíry a přímo obhospodařovatelem konkrétního fondu kvalifikovaných investorů.

---

<sup>170</sup> Srov. § 29 odst. 4 návrhu novely ZPKT. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-12] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. § 3 odst. 3. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>.

### 3.2.4 Vázání zástupci

Mezi poskytovatele služeb na kapitálovém trhu je podle mého názoru třeba zařadit další subjekt, jehož charakteristickou činností je distribuce investičních nástrojů. Jedná se o vázaného zástupce,<sup>171</sup> byť v jeho případě dochází k poskytování služeb pouze zprostředkovaně, jménem jiného poskytovatele služeb na kapitálovém trhu, v tuzemské tržní praxi typicky investičního zprostředkovatele. Stejně jako obchodník s cennými papíry a na rozdíl od investičního zprostředkovatele je vázaný zástupce harmonizovaným distributorem, oprávněným vykonávat distribuční činnost k teoreticky neomezenému okruhu investičních nástrojů, fakticky je však okruh investičních nástrojů, které je oprávněn distribuovat, omezen širší oprávnění osoby, jejíž jménem při distribuci jedná.<sup>172</sup> Z poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu je vázaný zástupce při distribuci investičních nástrojů oprávněn zastupovat obchodníka s cennými papíry, zahraniční osobu oprávněnou poskytovat investiční služby na území České republiky, a to jak prostřednictvím pobočky, tak přeshraničně, investičního zprostředkovatele a investiční společnost, která má povolení k poskytování investičních služeb. Vázaný zástupce zejména není oprávněn zastupovat jiného vázaného zástupce, i když je třeba zmínit existenci struktur v rámci tzv. broker-poolů, jejichž podstatou je spolupráce širšího okruhu vázaných zástupců v rámci jedné struktury, z nichž někteří (typicky právnické osoby) vykonávají vůči dalším vázaným zástupcům řídicí a kontrolní činnost a v zásadě tak celou strukturu zastřešují a zastupují vůči partnerovi z řad dalších poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu, typicky investičních zprostředkovatelů. Tato struktura však podle mého názoru nic nemění na skutečnosti, že zastoupeným není nadřízený či zastřešující vázaný zástupce, ale až právě investiční zprostředkovatel či, spíše jen hypoteticky, jiný

---

<sup>171</sup> Ve smyslu § 32a ZPKT.

<sup>172</sup> Tento závěr potvrzuje též, byť nepřímou, komentářová literatura. Srov. ŠOVAR, Jan. Vázaný zástupce. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 324.

poskytovatel služeb na kapitálovém trhu, přičemž takto je struktura uvedena též v seznamu regulovaných a registrovaných subjektů vedeném Českou národní bankou a takto vystupuje i vůči investorovi.

Oprávnění vázaného zástupce distribuovat investiční nástroje se zakládá jednak na oprávnění poskytovat na základě písemné smlouvy, typicky smlouvy o obchodním zastoupení, jménem zastoupeného investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, jednak umístování investičních nástrojů bez závazku k jejich upsání, slovy zákona oprávnění zařídit, a popřípadě i uzavřít, obchody týkající se těchto investičních služeb.<sup>173</sup> Použitá terminologie může vyvolávat určité nejasnosti, domnívám se však, že je třeba ji vykládat ve smyslu oprávnění vázaného zástupce poskytovat obě uvedené služby, je-li k jejich poskytování zastoupený oprávněn, typicky formou činností směřujících k uzavření smlouvy o nabytí investičních nástrojů mezi investorem a poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu nebo emitentem, na základě smlouvy o obchodním zastoupení uzavřené mezi vázaným zástupcem a zastoupeným. Oprávnění vázaného zástupce zahrnuje též propagaci investičních služeb, které je zastoupený oprávněn poskytovat a na jejichž základě distribuce probíhá. Toto oprávnění, v němž „*se zřetelně projevuje distribuční charakter smlouvy mezi zastoupeným a vázaným zástupcem*“,<sup>174</sup> se poněkud nesystematicky neuplatní v případě, kdy je zastoupeným investiční společnost.<sup>175</sup> S přihlédnutím k v praxi se vyskytujícím distribučním modelům lze však konstatovat, že toto omezení nemá v zásadě praktickou relevanci.

---

<sup>173</sup> Srov. § 32a odst. 1 písm. a) ZPKT.

<sup>174</sup> ŠOVAR, Jan. Vázaný zástupce. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 325.

<sup>175</sup> Srov. § 32a odst. 1 písm. c) a odst. 2 písm. e) ZPKT.

### 3.2.5 Další osoby

Množina distributorů zahrnuje, kromě výše uvedených subjektů, zvláště upravených v předpisech práva kapitálového trhu, též osoby, které podléhají regulaci nikoli *per se*, ale právě a pouze v souvislosti s jimi vykonávanou distribuční činností. Tyto osoby by snad bylo možné označit za podmíněné distributory, a to na rozdíl od subjektů výše uvedených, u nichž je distribuční činnost významným a v některých případech v zásadě jediným účelem existence. Mimo osob vykonávajících neoprávněně distribuční činnost způsobem vyhrazeným některým z výše uvedených subjektů, kam může patřit například osoba usnadňující shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti jinak než za podmínek stanovených ZISIF propagací nebo zajištěním dostupnosti této činnosti jiným způsobem<sup>176</sup> nebo osoba neoprávněně nabízející investiční nástroje nebo přímo poskytující některou distribuční investiční službu dle ZPKT,<sup>177</sup> které do skupiny distributorů s ohledem na protiprávní charakter jejich činnosti neřadím, se bez nároku na úplnost jedná především o osobu, distribuující investiční nástroje způsobem naplňujícím pojmové znaky veřejné nabídky investičních cenných papírů, odlišnou od emitenta těchto cenných papírů, která při své činnosti nenaplní znaky poskytování hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům nebo umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.

Ilustrativním příkladem z nedávné rozhodovací praxe České národní banky<sup>178</sup> může být případ osoby, která za účelem informování veřejnosti o

---

<sup>176</sup> Jedná se o osobu nabízející investice do tzv. pokoutného fondu kolektivního investování ve smyslu § 98 odst. 1 a § 99 ZISIF.

<sup>177</sup> Jde o tzv. černé podnikání na kapitálovém trhu, sankcionované dle § 164 odst. 1 písm. a) ZPKT. Srov. CETLOVÁ, Klára. Správní delikty a přestupky. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 930.

<sup>178</sup> Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2015-12-13] Rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/27290/570 ze dne 10. března 2015, sp.zn. S-Sp-2014/00166/CNB/573. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/pravomocna\\_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2014\\_00166\\_CNB\\_573.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2014_00166_CNB_573.pdf).

probíhající emisi korporátních dluhopisů, aniž by k tomuto byla výslovně zavázána na základě smlouvy s emitentem, avšak se záměrem podpořit prodej dluhopisů, v rozhovoru pro veřejně přístupný internetový portál poskytne informace o probíhající emisi, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí upsat tyto dluhopisy, a které tedy obsahují *„informace o tom, jaké cenné papíry jsou nabízeny, kolik stojí a kde je lze koupit nebo upsat.“*<sup>179</sup> Tato osoba, která je distributorem z titulu nabízení daných investičních cenných papírů, podléhá při jejich nabízení veřejnosti povinnostem souvisejícím s veřejnou nabídkou dle ZPKT, avšak pouze v případě, že se jedná o nabídku vyžadující uveřejnění prospektu ve smyslu ustanovení § 35 ZPKT. Těmito souvisejícími povinnostmi může být jednak povinnost uveřejnit prospekt ve smyslu shora citovaného ustanovení, s výhradou uplatnění některé z výjimek z povinnosti uveřejnit prospekt, jednak, a to v případě obdobných sdělení především, povinnosti spojené s propagačním sdělením k veřejné nabídce. Jedná se zejména o povinnost informovat o skutečnosti, že byl nebo bude vydán prospekt propagovaného investičního cenného papíru, spolu s informací, kde je nebo bude možné tento prospekt získat.<sup>180</sup>

Zajímavou související otázkou je, zdali povinnosti související s propagačním sdělením týkajícím se veřejné nabídky je třeba plnit též v případě v předchozích podkapitolách uvedených „profesionálních“ distributorů, poskytujících propagační sdělení v rámci jednání s investory v souvislosti s jimi vykonávanou distribuční činností. Komentářová literatura v této souvislosti dovozuje, že poskytování informací o nabízených cenných papírech není v takovém případě nabízením jako jedním z definičních znaků veřejné nabídky, ale podle své povahy investičním doporučením, komunikací poskytovatele investičních služeb se zákazníky nebo

---

<sup>179</sup> SMUTNÝ, Aleš. Veřejná nabídka investičních cenných papírů. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 353.

<sup>180</sup> Srov. § 36k ZPKT.



potenciálními zákazníky, nebo obecným informováním.<sup>181</sup> Nahlíženo touto optikou, postačí tedy distributorovi při v rámci distribuce propagované veřejné nabídky konkrétního investičního nástroje dodržet pravidla informování zákazníků, ať už obecná nebo ve zvláštních případech<sup>182</sup> a upustit od plnění pravidel propagačních a jiných sdělení souvisejících s veřejnou nabídkou, zejména od plnění povinnosti informovat o skutečnosti, že byl nebo bude vydán prospekt a o možnosti jej získat?

Podle mého názoru nikoliv, a to s ohledem na vztah speciality mezi ustanovením § 15a odst. 1 a § 36k odst. 1 ZPKT. Zatímco první uvedené ustanovení reguluje jednání obchodníka s cennými papíry nebo jiného poskytovatele investičních služeb<sup>183</sup> při jednání s investorem v případě distribuce celé široké palety investičních nástrojů, jak již na trhu dostupných, tak na trh teprve vstupujících a je tak ustanovením obecným, druhé uvedené ustanovení upravuje výhradně jeden z aspektů distribuce investičního cenného papíru formou veřejné nabídky na trh teprve uváděného a je tak ustanovením zvláštním. Povinnosti spojené s propagačním sdělením jsou tak povinnostmi komplementárními k obecným povinnostem spojeným s komunikací s investorem, včetně propagačního sdělení. Praktickým důsledkem právě uvedeného je dovozovaná povinnost distributora jako poskytovatele investičních služeb informovat investora v případě distribuce veřejně nabízeného investičního cenného papíru o prospektu a jeho dostupnosti.

---

<sup>181</sup> SMUTNÝ, Aleš. Veřejná nabídka investičních cenných papírů. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 354.

<sup>182</sup> Ve smyslu § 15a ZPKT a § 17 vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

<sup>183</sup> Pravidla jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky se analogicky vztahují jak na investičního zprostředkovatele (§ 32 odst. 3 ZPKT), tak na investiční společnost při poskytování investičních služeb (§ 33 odst. 1 písm. c) bod 3. ZISIF).

### 3.3 Modely distribuce investic

Problematika modelů distribuce investic je do značné míry problematikou spíše ekonomickou, nežli právní. Vznik a fungování jednotlivých modelů distribuce jsou tak determinovány především ekonomickými veličinami, jako je efektivita, nákladovost a podobně, než právním a regulatorním prostředím. Právě řečené však neznamená, že by bylo možno regulatorní aspekty při posouzení modelu distribuce zcela opomenout. Osoba přímo jednající s investorem při nabízení investice do investičního fondu podléhá v zásadě totožným pravidlům jednání vůči investorovi, nezávisle na skutečnosti, zda je například vázaným zástupcem investičního zprostředkovatele, externě spolupracujícího s investiční společností jako obhospodařovatelem a administrátorem daného investičního fondu, nebo zaměstnancem bankovního obchodníka s cennými papíry, který prostřednictvím své pobočkové sítě nabízí svým klientům kromě služeb komerčního bankovníctví též služby investičního bankovníctví<sup>184</sup> v podobě možnosti investovat do daného investičního fondu či přesněji účasti na daném investičním fondu, obhospodařovaném investiční společností, náležící do téže finanční skupiny jako bankovní obchodník s cennými papíry.

Odlišnosti regulatorního prostředí nastávají v případě pravidel upravujících vztahy mezi jednotlivými subjekty v rámci distribučního řetězce, přičemž tyto odlišnosti a možná rizika z porušení pravidel vyplývající jsou faktorem, který musí emitent nebo jiný tvůrce investičního nástroje brát v úvahu při posuzování nejvhodnější distribuční cesty k investorovi jako koncovému klientovi.<sup>185</sup> V této souvislosti se někdy

---

<sup>184</sup> K pojmu „investiční bankovníctví“ srov. PLÍVA, Stanislav, Štefan ELEK, Petr LIŠKA a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009, s. 122. ISBN 978-807-3574-338 nebo KOHAJDA, Michael a Petr KOTÁB. Subjekty finančního trhu. In BAKEŠ, Milan, s. 477.

<sup>185</sup> Výslovnou povinnost poskytovatele investičních služeb posoudit vhodnost distribuční strategie s ohledem na určený cílový trh nově přináší článek 16 odst. 3 věta třetí MiFID II.

v obecné rovině hovoří o regulatorní arbitráži, jejíž podstatou je volba distribučního kanálu v závislosti na míře a podrobnosti pravidel tento kanál svazujících, přičemž logickým cílem je zvolit kanál s nejnižší měrou regulace. Regulatorní arbitráž, tedy jev, kdy materiálně obdobné činnosti podléhají výrazně odlišnému rozsahu pravidel na ně se vztahujících, se v oblasti distribuce na finančním trhu obecně podle mého názoru nejvýrazněji projevuje při srovnání podmínek distribuce pojistných produktů s investiční složkou, které jsou často konstruovány spíše jako investiční, než jako pojistné produkty, a distribuce podílových listů či jiných cenných papírů kolektivního investování, které jsou investičním nástrojem povahově nejbližším.

Zatímco distribuce podílového listu jako investičního nástroje externími distributory podléhá striktní regulaci normami práva kapitálového trhu, včetně pravidel jednání se zákazníky, distribuce investičního životního pojištění podléhá dosud citelně mírnějším pravidlům z oblasti pojišťovacího práva,<sup>186</sup> ačkoli se jedná o produkt, jehož nákladovost je z pohledu investora typicky spíše vyšší. Uvedený nedostatek se za absence právní úpravy sjednocující podmínky distribuce produktů na finančním trhu<sup>187</sup> snaží zhojit Česká národní banka formou výkladu stávajících ustanovení zákona o pojišťovacích zprostředkovatelích, otevřenou teoretickou otázkou však zůstává, nakolik se ještě jedná o ještě přípustný, byť extenzivní výklad zákonných ustanovení, a nakolik o dotváření práva, tedy ukládání povinností distributorům jako regulovaným subjektům, které nemá oporu

---

<sup>186</sup> Distribuci pojistných produktů, tedy primárně činnost pojišťovacích zprostředkovatelů, zařazuje do pojišťovacího práva KARFÍKOVÁ, Marie a Vladimír PŘIKRYL. *Pojišťovací právo*. Vyd. 1. Praha: Leges, 2010, s. 28. ISBN 978-80-87212-45-5.

<sup>187</sup> Takovou právní úpravou měl být zamýšlený zákon o distribuci finančních služeb. Srov. VACEK, Lukáš. *Změny v regulaci distribuce na finančním trhu*. In Asociace českých pojišťovacích makléřů [online]. 2011. [cit. 2015-12-07] Konference pojišťovacích makléřů 2011. Dostupné z WWW: <http://acpm.cz/index.php?action=article&id=31679>.

v zákoně.<sup>188</sup> Oproti této v rámci stručného exkursu do pojišťovacího práva ilustrované sektorové regulatorní arbitráži je třeba vliv regulatorní arbitráže v rámci jednotlivých modelů distribuce investičních nástrojů téhož typu či kategorie posoudit jako výrazně nižší.

Distribuci investičních nástrojů lze pro účely této práce rozdělit na interní a externí. Interní distribucí či interní distribuční sítí v oblasti distribuce investičních nástrojů rozumím situaci, kdy je investor s nabídkou investice do konkrétního investičního nástroje oslovován přímo obchodníkem s cennými papíry nebo investiční společností jako emitentem, tvůrcem či zprostředkovatelem investičního nástroje nebo jejich výhradním zástupcem, typicky prostřednictvím zaměstnanců jednotlivých poboček těchto subjektů. Jako externí distribuci či externí distribuční síť pak hodnotím situaci, kdy je investor oslovován distributorem jako smluvním zástupcem finanční instituce jako emitenta, tvůrce či zprostředkovatele investičního nástroje, přičemž tento zástupce jako nezávislý podnikatel typicky zastupuje více finančních institucí a vstupuje jako mezičlánek mezi investora a finanční instituci. Přestože je v kontextu České republiky podíl externí distribuční sítě na objemu zprostředkovaných investic do investičních nástrojů oproti subjektům využívajícím primárně interní distribuční síť nižší,<sup>189</sup> je to právě externí distribuce investičních nástrojů, která je v praxi problematičtější.<sup>190</sup>

---

<sup>188</sup> V případě distribuce investičního životního pojištění Česká národní banka dovedla z povinností dle § 21 odst. 1 a odst. 8 zákona č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí a o změně živnostenského zákona povinnost pojišťovacích zprostředkovatelů provádět test obdobný testu vhodnosti dle § 15h ZPKT. Dovození této povinnosti, ačkoli jistě sloužící ve prospěch investorů (pojištěných), je dle mého názoru při absenci výslovné zákonné úpravy již za hranici nepřijatelně extenzivního výkladu. Srov. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-12-06] Úřední sdělení České národní banky ze dne 19. září 2014 k řízení a kontrole kvality distribuční sítě pojišťovacího zprostředkovatele. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik\\_2014\\_16\\_22214580.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik_2014_16_22214580.pdf).

<sup>189</sup> Srov. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2009. [cit. 2015-12-06] Analýza vybraných aspektů distribuce na finančním trhu v ČR, s. 20 n. Dostupné z WWW:

Z hlediska charakteru subjektů, zapojených do distribučního řetězce, umožňuje platná právní úprava vznik několika modelů externích distribučních struktur, z nichž ne všechny se v kontextu České republiky uplatňují v praxi. Kromě nejrozšířenějšího modelu, založeného na spolupráci obchodníka s cennými papíry nebo investiční společnosti s několika, případně i několika desítkami investičních zprostředkovatelů, který je v tuzemské praxi nejrozšířenější, se lze, spíše jen výjimečně, setkat s distribučním modelem spočívajícím v přímém navázání vázaných zástupců na obchodníka s cennými papíry, přičemž tento model bych zařadil svoji povahou spíše do oblasti interní distribuce. Dále lze uvažovat o modelu, založeném na spolupráci investiční společnosti s obchodníkem s cennými papíry, kdy druhý uvedený subjekt prostřednictvím sítě spolupracujících investičních zprostředkovatelů a na ně navázaných vázaných zástupců distribuuje cenné papíry kolektivního investování, vydané investičními fondy, obhospodařovanými touto investiční společností. Aplikace tohoto modelu v praxi je však poměrně omezená. Prakticky vůbec pak není využívána možnost navázání vázaných zástupců přímo na investiční společnost.

Důvody pro oblíbenost nejrozšířenějšího externího distribučního modelu je podle mého názoru třeba spatřovat jednak v ekonomické efektivitě spolupráce obchodníka s cennými papíry s investičními zprostředkovateli oproti nutnosti udržovat nezanedbatelný počet vlastních vázaných zástupců v případě distribuce svépomocí, spolu se snahou obchodníků s cennými papíry o omezení rizika spočívajícího v porušení právních norem upravujících přímou interakci s investorem vázanými zástupci. Právě uvedený důvod je zároveň podle mého názoru hlavním

---

<http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/ochrana-spotrebitele/distribuce-na-financnim-trhu>.

<sup>190</sup> Tuto tezi podporuje počet sankčních rozhodnutí Česká národní banky uložených subjektům, které jsou součástí externích distribučních řetězců.

nedostatkem této struktury. Přestože je v případě distribuce prostřednictvím investičních zprostředkovatelů a na ně navázaných vázaných zástupců obchodník s cennými papíry povinen sledovat a vyhodnocovat soulad jednání s ním spolupracujících investičních zprostředkovatelů se zákonem a dalšími normami v oblasti distribuce investičních nástrojů, právní následky související s případným porušením těmito normami stanovených povinností dopadají primárně na investičního zprostředkovatele.

## **4 Zákonné formy distribuce investičních nástrojů**

### **4.1 Jednotlivé formy distribuce a jejich vzájemný vztah**

Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, distribuce investičních nástrojů může probíhat v několika zákonných formách. Jedná se o distribuci formou poskytování distribučních investičních služeb, nabízení investic do investičních fondů a veřejné nabídky investičních cenných papírů. Stranou poté stojí propagace těchto činností nebo investičních nástrojů jako pomocná činnost při distribuci. Na tomto místě považuji za důležité upozornit na skutečnost, že jednotlivé zmíněné formy nejsou striktně odděleny a konkrétní distribuční činnost v závislosti na povaze distribuovaného investičního nástroje a způsobu jejího výkonu může, či pojmově dokonce musí v konkrétním případě současně naplňovat znaky více zmíněných zákonných forem. Příkladem budiž distribuce cenných papírů kolektivního investování externím distributorem širokému okruhu retailových investorů, která naplňuje jednak znaky poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, jednak znaky nabízení investic do investičního fondu. Praktickým důsledkem je pak nutnost souběžné aplikace regulačních pravidel spojených s oběma zákonnými formami distribuce. Ve vztahu k investorovi jde ve výše uvedeném případě například o povinnost distributora dodržet pravidla jednání dle ZPKT<sup>191</sup> a současně pravidla spojená s veřejným nabízením investic do investičního fondu dle ZISIF.<sup>192</sup>

Zatímco některé formy distribuce jsou vzájemně podmíněné, jako je tomu v případě poskytování distribučních investičních služeb k cenným papírům kolektivního investování a nabízení investic do investičních fondů, avšak pouze v případě, že tato investice nabývá podobu cenného papíru

---

<sup>191</sup> Ve smyslu § 15 a násl. ZPKT.

<sup>192</sup> Ve smyslu § 294 a násl. ZISIF.

kolektivního investování,<sup>193</sup> u jiných forem není podle mého názoru jejich vzájemný vztah zcela jasný, jako je tomu v případě veřejné nabídky investičních cenných papírů a nabízení investic do investičních fondů, kde investice nabývá podobu cenného papíru kolektivního investování. Tento cenný papír však může zároveň naplňovat, s ohledem na již výše zmíněnou dostupnost kategorií investičních nástrojů dle ZPKT, znaky investičního cenného papíru a je tak třeba položit si otázku, zda touto skutečností nemůže být založen souběh pravidel upravujících veřejnou nabídku s pravidly nabízení investic dle ZISIF.

Pro objasnění nastíněné otázky lze podle mého názoru vyjít z ustanovení § 34 odst. 4 písm. j) ZPKT, vymezujícího výjimku z právního režimu veřejné nabídky dle citovaného zákona pro podílové listy vydané otevřeným podílovým fondem, investiční akcie vydávané akciovou společností s proměnným základním kapitálem a cenné papíry vydávané zahraničním investičním fondem, s nimiž je spojeno právo na jejich odkoupení na účet tohoto fondu. Lze tak dovodit, že v případě výše uvedených cenných papírů je souběh distribuce formou nabízení investic a veřejné nabídky vyloučen, neboť úprava v ZISIF je pro tuto kategorii investičních fondů úpravou speciální,<sup>194</sup> zatímco u dalších, výše neuvedených cenných papírů, představujících účast na investičním fondu, které mohou být zařazeny též jako investiční cenné papíry, tento souběh *a contrario* vyloučen není.<sup>195</sup> V konkrétním případě je tak při distribuci

---

<sup>193</sup> Pojem nabízení investic dle § 294 odst. 1 ZISIF zahrnuje kromě nabízení cenných papírů kolektivního investování též nabízení jiné možnosti nabýt účast na investičním fondu, kde však již nelze hovořit s ohledem na předmět distribuce o distribuci investičních nástrojů. Této skutečnosti se budu podrobněji věnovat níže.

<sup>194</sup> SMUTNÝ, Aleš. Veřejná nabídka investičních cenných papírů a prospekt cenného papíru. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 358.

<sup>195</sup> Obdobně Ministerstvo financí České republiky. [online]. 2015. [cit. 2015-12-26] Nabízení investic do investičního nebo zahraničního investičního fondu, jehož domovským státem JE členský stát a domovským státem obhospodařovatele JE členský stát. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2013/informativni-elektronicke-brozury-k-nove-13894>.



formou nabízení investic dle ZISIF třeba posoudit možné naplnění znaků veřejné nabídky dle ZPKT a splnit s touto nabídkou spojené povinnosti, zejména týkající se prospektu nabízeného investičního nástroje. Je třeba upozornit na skutečnost, že statut investičního fondu,<sup>196</sup> ačkoli v případě standardních fondů kolektivního investování zahrnuje prospekt ve smyslu UCITS IV,<sup>197</sup> nenahrazuje prospekt ve smyslu ZPKT, „*proto v případech, kdy je stanovena povinnost uveřejnit prospekt podle prospektové směrnice, má být tento uveřejněn vedle statutu.*“<sup>198</sup>

Na řádkách níže budou analyzovány především otázky související s distribucí ve formě poskytování vybraných investičních služeb a nabízení investic do investičních fondů. Pro podrobnější analýzu distribuce formou veřejné nabídky investičních cenných papírů si s ohledem na rozsah práce dovoluji odkázat na dostupnou literaturu.<sup>199</sup>

## 4.2 Distribuční investiční služby

První charakteristickou formou distribuce investičních nástrojů je poskytování investičních služeb distribučního charakteru k těmto investičním nástrojům. Z množiny hlavních investičních služeb se jedná v první řadě o investiční službu přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům a dále obě hlavní investiční služby související se zajištěním umístění emise investičních nástrojů. Tyto investiční služby, které lze označit za distribuční, představují nepominutelnou součást právního mechanismu, zajišťujícího interakci investora a tvůrce či emitenta daného investičního nástroje a poskytují základ dalším zákonným formám distribuce. S ohledem na skutečnost, že se investičním službám obecně a

---

<sup>196</sup> Ve smyslu § 219 ZISIF v případě fondu kolektivního investování a § 288 ZISIF v případě fondu kvalifikovaných investorů.

<sup>197</sup> Srov. článek 68 a násl. UCITS IV.

<sup>198</sup> MICHALÍKOVÁ, Jana. Zpřístupňování informací. § 219. In ŠOVAR, Jan a kol, s. 542.

<sup>199</sup> Např. MIKULÁŠ, Jan. *Veřejná nabídka cenných papírů* [online]. 2011 [cit. 2015-12-28]. 177 s. Dostupné z: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/detail/11978>. Vedoucí práce Stanislava Černá.

problematice jejich poskytování budu podrobněji věnovat na jiném místě, považuji pro účely této práce za vhodné zaměřit se na tyto distribuční investiční služby spíše jen telegraficky.

Základní distribuční investiční službu představuje hlavní investiční služba přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. Obsahem této investiční služby v oblasti distribuce je typicky zprostředkování uzavření smlouvy, na jejímž základě nabude investor investiční nástroj či nástroje. Může se jednat jak o přímočarý případ zprostředkování uzavření smlouvy o nákupu konkrétního investičního nástroje nebo nástrojů, tak o případy méně jednoznačné, například o uzavření rámcové smlouvy o budoucím investování,<sup>200</sup> nebo zprostředkování uzavření smlouvy o poskytování investiční služby portfolio management<sup>201</sup> „jako smlouvy, která určuje podobu budoucích pokynů týkajících se investičních nástrojů.“<sup>202</sup> Distribuční charakter této služby podtrhuje i skutečnost, že ze zákona zahrnuje zprostředkování obchodů s investičními nástroji (*brokerage*), tedy situaci, „kdy poskytovatel této služby vyvíjí činnost tak, aby jeho zákazník měl příležitost uzavřít příslušný obchod s investičními nástroji či smlouvu o investičních nástrojích.“<sup>203</sup> Pro přehlednost připomínám, že právě na tuto investiční službu odkazuje ZISIF v oblasti oprávnění nabízet investice do investičních fondů, jak bylo blíže analyzováno v kapitole věnované správcům investičních fondů jako

---

<sup>200</sup> HUSTÁK, Zdeněk. Investiční nástroje a investiční služby. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 64.

<sup>201</sup> Tedy hlavní investiční služby obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání ve smyslu § 4 odst. 2 písm. d) ZPKT.

<sup>202</sup> Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2015-12-19] Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v\\_2009\\_12\\_21609560.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf).

<sup>203</sup> HUSTÁK, Zdeněk. Investiční nástroje a investiční služby. In HUSTÁK, Zdeněk a kol., s. 65.

distributorům. Soukromoprávním podkladem distribuce v tomto režimu bývá typicky komisionářská smlouva<sup>204</sup> nebo smlouva o zprostředkování.<sup>205</sup>

Dalšími distribučními investičními službami jsou služby spojené s umístováním investičních nástrojů<sup>206</sup> v souvislosti s jejich veřejnou či jinou než veřejnou nabídkou. Oproti výše uvedené investiční službě, která je poskytována investorovi jako zákazníkovi, jsou tyto služby distributorem poskytovány emitentovi investičního nástroje či jeho zástupci a jejich podstatou je zajistit či podpořit úpis investičních nástrojů dané emise investory. Podřazení těchto investičních služeb pod pojem distribuční činnost přitom předpokládá interakci s investory, kdy vůči investorům distributor vystupuje jako poskytovatel investiční služby přijímání a předávání pokynů k umístovaným investičním nástrojům. Z hlediska předkládaného tématu je relevantnější investiční služba, u níž závazek upsat umístované investiční nástroje absentuje a kde distributor působí jako pouhý zprostředkovatel úpisu.

V některých případech může být hranice mezi distribucí ve formě investiční služby přijímání a předávání pokynů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání poměrně nezřetelná. Tato skutečnost představuje riziko především pro ty distributory, kteří jsou ze zákona oprávněni poskytovat pouze jednu z obou zmíněných distribučních investičních služeb. V praxi dochází podle mých zkušeností k potížím především při distribuci emise korporátních dluhopisů investičními zprostředkovateli. S ohledem na poměrně liberální režim emise dle zákona o

---

<sup>204</sup> Ve smyslu § 2455 a násl. NOZ. Více viz LIŠKA, Petr, Štefan ELEK a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 179 n. ISBN 978-80-7478-510-8.

<sup>205</sup> Ve smyslu § 2445 a násl. NOZ. Více viz BEJČEK, Josef. Zprostředkování. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, s. 241-249. ISSN 1803-6554.

<sup>206</sup> Hlavní investiční služby upisování nebo umístování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání dle § 4 odst. 2 písm. g) ZPKT a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání dle písmene h) citovaného ustanovení.

dluhopisech<sup>207</sup> mají jak emitenti, tak distributoři tendenci postupovat v obdobném duchu i při distribuci těchto dluhopisů a nejsou si vědomi rizika naplnění znaků investiční služby umístování investičních nástrojů distributorem. Zvláštní pozornost je proto třeba věnovat soukromoprávnímu podkladu spolupráce mezi emitentem či zástupcem emitenta a distributorem. Syntézou zveřejněných sankčních rozhodnutí České národní banky<sup>208</sup> a nezveřejněných odpovědí na kvalifikované dotazy distributorů lze dovést, že pro posouzení, zda je distributorem poskytována uvedená investiční služba, je relevantní především úprava okamžiku splnění závazku distributora dle smlouvy, odměny za vykonávanou činnost a skutečná činnost distributora při jednání s investorem. Zjednodušeně řečeno lze podle mého názoru hovořit o poskytování uvedené investiční služby především v případě, kdy závazek distributora ze smlouvy s emitentem či jeho zástupcem je splněn až úpisem dluhopisu investorem, odměna distributora je vázána na skutečné upsání dluhopisu investorem a distributor je v bezprostředním kontaktu s investorem v souvislosti s úpisem. Nejasná je podmínka alternativního, či naopak kumulativního splnění výše uvedených znaků. Osobně se přikláním k závěru o nutnosti naplnit uvedené znaky kumulativně pro dovození výkonu distribuce v režimu výše uvedené investiční služby, byť je třeba přihlídnout ke specifikům konkrétního případu. Distributorům tak lze doporučit věnovat zvýšenou pozornost smluvnímu ujednání s emitentem nebo jeho zástupcem, a to zejména v případě, kdy smluvní stranou je subjekt, jemuž není daná kategorie distributora oprávněna předat pokyn investora, typicky emitent, který je běžnou právníckou osobou.

---

<sup>207</sup> Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

<sup>208</sup> Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2015-12-20] Rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/54655/570 ze dne 21. května 2015, sp.zn. Sp/2015/10/573. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/pravomocna\\_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015\\_00010\\_CNB\\_573.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00010_CNB_573.pdf).

## 4.3 Nabízení investic

### 4.3.1 Pozitivní vymezení nabízení investic

Další zákonnou formou distribuce, tentokrát pouze vybraných investičních nástrojů, konkrétně cenných papírů kolektivního investování, je nabízení investic do investičních fondů nebo zahraničních investičních fondů ve smyslu ustanovení § 294 a následujících ZISIF. Legální definice nabízení investic vychází z unijního práva,<sup>209</sup> aplikuje se na investiční fondy bez ohledu na jejich kategorii a organizační formu a zahrnuje jednak nabízení cenných papírů vydaných investičními fondy nebo zahraničními investičními fondy, kdy jsou konkrétně jmenovány podílové listy, ekvivalentní zahraniční cenné papíry a účastnické cenné papíry vydané investičním fondem, jednak nabízení jiné možnosti nabytí účast na investičním fondu, respektive zahraničním investičním fondu. Obdobně se použije též na podfond investičního fondu ve formě akciové společnosti s proměnným základním kapitálem. Je zřejmé, že institut nabízení investic se neomezuje pouze na nabízení cenných papírů vydaných investičním fondem, jeho záběr je širší a zahrnuje podle mého názoru nabízení v zásadě jakékoli příležitosti nabytí účast na investičním fondu, nehledě na formu, kterou se investice do investičního fondu realizuje a organizační formu fondu, do něhož je investice nabízena. Zejména tak zahrnuje nabízení účasti na fondu, která není reprezentována cenným papírem.<sup>210</sup> Tato skutečnost je determinována širokou paletou investičních fondů dle ZISIF, z nichž pouze některé pojmově mohou vydávat cenné papíry a účast na nich tak může být představována tímto cenným papírem.

---

<sup>209</sup> Článek 4 odst. 1 písm. x) AIFMD nabízením rozumí „*přímé nebo nepřímé primární nabízení nebo umístování podílových jednotek nebo akcií alternativního investičního fondu, které správce spravuje, investorům s bydlištěm nebo se sídlem v Unii z podnětu správce nebo jeho jménem.*“

<sup>210</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 294. In ŠOVAR, Jan a kol, s. 675.

Uvedenou skutečnost pozitivní právo reflektuje, když výslovně hovoří o „*nabízení jiné možnosti stát se podílníkem, obmyšleným, zakladatelem, společníkem nebo tichým společníkem investičního fondu (...) nebo v případě svěřenského fondu nebo srovnatelného zařízení také osobou, která zvyšuje majetek tohoto fondu smlouvou.*“<sup>211</sup> Lze si položit povahou spíše akademickou otázku, zda toto vymezení skutečně zahrnuje veškeré formy účasti na investičním fondu v každé z organizačních forem, které ZISIF rozlišuje. Pochybnosti mohou podle mého názoru nastat u fondu kvalifikovaných investorů ve formě družstva, respektive evropské družstevní společnosti. V případě uvedených organizačních forem totiž zákon hovoří o členech družstva,<sup>212</sup> tedy o okruhu osob, který není ve výše citovaném ustanovení na první pohled zohledněn. Byť někteří členové družstva mohou být jistě zároveň i jeho zakladateli, otázku jednoznačně řeší až výkladové ustanovení ZISIF, zahrnující pro účely tohoto zákona pojem člen družstva pod pojem společník.<sup>213</sup> Lze uzavřít, že výklad pojmu nabízení investic by měl „*vždy vycházet ze smyslu a účelu právní úpravy, kterým je pokrýt jakoukoli možnost stát se investorem daného fondu tak, jak je tento pojem obecně vnímán ve sféře finančních trhů.*“<sup>214</sup>

Zajímavou související otázku zahrnující jak aspekty nabízení investic, tak poskytování distribučních investičních služeb představuje, zdali lze jako nabízení investic kvalifikovat též distribuci podílových listů či akcií tuzemských investičních fondů či obdobných cenných papírů zahraničních investičních fondů, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, osobou odlišnou od emitenta. V této souvislosti se často hovoří o tzv.

---

<sup>211</sup> Srov. § 294 odst. 1 písm. b) ZISIF.

<sup>212</sup> Srov. § 552 a násl. ZOK.

<sup>213</sup> Srov. § 630 odst. 1 ZISIF: „Používá-li tento zákon pojem „společník“, rozumí se jím i akcionář a člen družstva nebo jiná osoba v obdobném postavení jako společník v závislosti na právní formě právnické osoby, a to i založené podle práva cizího státu.“

<sup>214</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 294. In ŠOVAR, Jan a kol, s. 675.

burzovně obchodovaných fondech, *exchange traded funds*, či zkráceně ETF.<sup>215</sup>

S ohledem na výše uvedený princip zahrnutí jakékoli příležitosti stát se investorem investičního fondu do právního rámce nabízení investic je podle mého názoru nabízení možnosti nabytí účast na ETF v podobě již zmíněného podílového listu či akcie na regulovaném trhu distributorem též třeba takto hodnotit, stejně jako bude pravidelně distribuční investiční službou. Jelikož ZISIF neobsahuje zvláštní právní úpravu nabízení investic do ETF, je právní režim nabízení investic do takového fondu podle mého názoru v zásadě shodný s právním režimem nabízení investic do příslušných kategorií investičních fondů, jejichž cenné papíry nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Praktickým důsledkem pro tuzemské distributory je pak zejména nutnost posoudit, zda ETF, jehož cenné papíry jsou investorovi distributorem nabízeny, splňuje podmínky pro nabízení (typicky veřejné nabízení) v České republice, především zda je zapsán v příslušném seznamu, vedeném Českou národní bankou.<sup>216</sup> Považuji nicméně za nezbytné zmínit, že v kontextu právních řádů jiných členských států tento závěr nemusí platit bez dalšího. Relevantní pro posouzení, zda jde či nejde o nabízení investic, může být charakter vztahu distributora při nabízení investic do konkrétního ETF vzhledem k tomuto fondu či jeho správci s tím, že o nabízení investic do daného ETF může jít výhradně

---

<sup>215</sup> Právní povahou tzv. ETF se v kontextu ZPKT a ZKI zabývala též Česká národní banka, která cenné papíry vydávané těmito fondy zařadila jako cenné papíry kolektivního investování. Srov. Česká národní banka [online]. 2010. [cit. 2015-12-22] K právní povaze Exchange Traded Funds (ETF). Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_pravni\\_povaze\\_exchange\\_traded\\_funds.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pravni_povaze_exchange_traded_funds.pdf).

<sup>216</sup> Srov. § 300 a násl. ZISIF. Případná pochybení distributora mohou naplnit skutkovou podstatu správního deliktu dle § 614 odst. 1 písm. e) a f) ZISIF.

v případě existence přímé smluvní vazby mezi ETF nebo jeho správcem a distributorem.<sup>217</sup>

Distribuce cenných papírů kolektivního investování představuje pouze výšeč aktivit, které jsou hodnoceny jako nabízení investic, jde tedy o užší pojem. V této souvislosti je třeba upozornit na skutečnost, že institut nabízení investic se podle mého názoru uplatní právě a pouze k cenným papírům vydaným entitou, která je investičním fondem. Právě uvedené je relevantní v případě distribuce cenných papírů, představujících účast na obchodní společnosti, spravující shromážděný majetek dle ustanovení § 15 ZISIF. Nabízení takových cenných papírů podle mého názoru nikdy nebude distribucí investičních nástrojů ve formě nabízení investic ve smyslu ZISIF, jednoduše proto, že emitent těchto cenných papírů není investičním fondem, může však být, pokud takové cenné papíry splňují znaky investičních nástrojů a neuplatní se některá z výjimek stanovených ZPKT, distribucí ve formě poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům.

Na obecná pravidla nabízení investic navazují konkrétní podmínky, uvedené v ustanoveních § 300 a následujících ZISIF.<sup>218</sup> Tyto podmínky se vztahují též na distributory<sup>219</sup> a závisí na několika proměnných, vztahujících se k nabízenému fondu, obhospodařovateli, způsobu nabízení a geografickým ukazatelům a mohou ve svém souhrnu vytvářet celou řadu

---

<sup>217</sup> Commission de Surveillance du Secteur Financier [online]. 2015. [cit. 2015-12-22] Frequently Asked Questions (version 9, 10 August 2015) concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage transparency and supervision. Dostupné z WWW: [http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ\\_AIFMD.pdf](http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ_AIFMD.pdf), s. 46.

<sup>218</sup> SCHWARZ, Jaroslav. Nabízení investic do investičních fondů podle ZISIF. *Právní rádce*. Praha. Economia, a.s. 2013, roč. 21, č. 12, s. 53. ISSN 1210-4817.

<sup>219</sup> MIKULA, Ondřej. Přeshraniční neveřejné nabízení investičních fondů dle nového ZISIF (2. díl). *Patria Online* [online]. 2013. [cit. 2015-12-28]. Dostupné z WWW: <https://www.patria.cz/pravo/2495107/preshranicni-neverejne-nabizeni-investicnich-fondu-dle-noveho-zisif-2-dil.html>.



kombinací. S ohledem na zaměření této práce mám za to, že postačí tyto proměnné stručně identifikovat. Těmito proměnnými podle mého názoru jsou:

1. způsob nabízení (veřejně, *private placement*),
2. stát nabízení (Česká republika, jiný členský stát),
3. typ fondu (standardní fond, speciální fond, fond kvalifikovaných investorů, srovnatelný zahraniční fond),
4. domovský stát fondu (Česká republika, jiný členský stát, třetí stát),
5. domovský stát obhospodařovatele (Česká republika, jiný členský stát, třetí stát),
6. oprávnění obhospodařovatele přesáhnout rozhodný limit.

Na základě kombinací výše uvedených proměnných jsou nastavena detailní pravidla pro nabízení investic do jednotlivých fondů, jejichž společným rysem je zpravidla nutnost notifikace či zápisu fondu, do něhož je investice nabízena, do příslušného seznamu, vedeného orgánem dohledu.<sup>220</sup> Pro distributory je relevantní ověřit si splnění podmínek pro tu kterou formu nabízení investic do konkrétního investičního fondu, a to s ohledem na možné naplnění skutkové podstaty správního deliktu neoprávněného nabízení investic do investičních fondů v případě fondů, které nesplňují zákonem předvídané podmínky, zejména nejsou evidovány v seznamu, vedeném orgánem dohledu.<sup>221</sup>

---

<sup>220</sup> Blíže PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 300 až § 326. In ŠOVAR, Jan a kol, s. 698-795, Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-12-28] K přeshraničnímu nabízení investic do standardních fondů nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů (UCITS). Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_preshranicnimu\\_nabizeni\\_i\\_nvestic\\_do\\_standardnich\\_fondu.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_preshranicnimu_nabizeni_i_nvestic_do_standardnich_fondu.pdf) nebo TORNOVÁ, Jarmila. Změny v nabízení investic (nejen) podle nového zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Epravo.cz [online]. 2013. [cit. 2015-12-28]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/zmeny-v-nabizeni-investic-nejen-podle-noveho-zakona-o-investicnich-spolecnostech-a-investicnich-fondech-91823.html>.

<sup>221</sup> Srov. § 614 odst. 1 písm. e) a f) ZISIF.

### 4.3.2 Rozhodnutí investora z vlastního podnětu

Mimo výše analyzované pozitivní vymezení nabízení investic pracuje platné právo také s vymezením negativním. O nabízení investic se dle zákona nejedná, činí-li investor rozhodnutí nabýt účast na investičním fondu z vlastního podnětu (tzv. *reverse sollicitation* či *passive marketing*). Za absence bližšího zákonného vymezení je podle mého názoru třeba vykládat tento institut v kontextu definice nabízení investic a chápat jej jako protiklad situace, kdy je investiční rozhodnutí učiněno v reakci na podnět správce konkrétního fondu nebo distributora. Inspirativní vodítko objasňující povahu takového podnětu lze získat za užití komparativní metody v zemích s rozvinutým sektorem investičních fondů, jako je například Lucembursko. Dle stanoviska *Commission de Surveillance du Secteur Financier* jako tamějšího orgánu dohledu se pod pojmem *reverse sollicitation* v oblasti AIFMD rozumí „*poskytování informací o konkrétním fondu a umožnění nabytí cenných papírů vydaných tímto fondem investorovi, které následuje po iniciativě investora či jeho zástupce, bez jakékoli akvizice ze strany dotyčného fondu či jeho správce (nebo zprostředkovatele, zastupujícího tyto subjekty) ve vztahu k dotyčnému fondu.*“<sup>222</sup> Kumulativní naplnění podmínek *reverse sollicitation*, jimiž jsou jednak kontaktování dotyčného fondu či jeho správce investorem se záměrem investovat do daného fondu, jednak skutečnost, že ani fond, ani jeho správce nepřesvědčovali investora

---

<sup>222</sup> Commission de Surveillance du Secteur Financier. [online]. 2015. [cit. 2015-12-22] Frequently Asked Questions (version 9, 10 August 2015) concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage transparency and supervision, s. 45: *Reverse sollicitation consists in providing information regarding an AIF and making units or shares of that AIF available for purchase to a potential investor following an initiative of that investor (or an agent of that investor) without any sollicitation made by the AIF or its AIFM (or an intermediary acting on their behalf) in relation to the relevant AIF.*

k investici do daného fondu, je povinen prokázat dotyčný fond, respektive jeho správce.<sup>223</sup>

Obdobná východiska se odráží ve směrnici MiFID v oblasti poskytování investičních služeb z podnětu investora, která však přináší další a podle mého názoru relevantní zúžení. Dle MiFID by se služba „měla považovat za poskytovanou z podnětu klienta, pokud ji klient nepožaduje v reakci na sdělení, které je na něj osobně zaměřeno podnikem (tedy obchodníkem s cennými papíry či jiným poskytovatelem investičních služeb, pozn. aut.) nebo na účet podniku a které obsahuje výzvu nebo se jej snaží ovlivnit v souvislosti s určitým finančním nástrojem nebo určitou transakcí. Službu lze považovat za poskytovanou z podnětu klienta bez ohledu na to, zda ji klient požaduje na základě jakéhokoli sdělení propagujícího nebo nabízejícího finanční nástroje jakýmkoli způsobem, který je svou povahou obecný a určený veřejnosti či širší skupině nebo kategorii klientů nebo potenciálních klientů.“<sup>224</sup>

V kontextu tuzemské právní úpravy je pak podle mého názoru relevantní stanovisko orgánu dohledu k podmínkám poskytování investičních služeb dle ZPKT v režimu *execution only*.<sup>225</sup> V souladu s tímto stanoviskem je třeba rozhodnutí investora z vlastního podnětu dovést především tehdy, „pokud zákazník žádá o investiční službu (...), aniž k tomu byl předtím ze strany banky (...) vyzván resp. aniž by mu byla taková služba nabízena jako pro něj osobně vhodná. Pokud banka veřejně inzeruje, že jejím prostřednictvím lze koupit určité cenné papíry, neznamená to samo o sobě, že by navazující služba byla poskytována z podnětu banky a ne

---

<sup>223</sup> Commission de Surveillance du Secteur Financier. [online]. 2015. [cit. 2015-12-22] Tamtéž, s. 45.

<sup>224</sup> Recital 30 MiFID.

<sup>225</sup> Tedy ve smyslu § 15k odst. 1 ZPKT.

*zákazníka. Podstatná je právě individualizace kontaktu se zákazníkem.*<sup>226</sup> Relevantní je rovněž vymezení veřejné nabídky investičních cenných papírů, vymezující tuto nabídku jako „*jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry,*“<sup>227</sup> stejně jako pojem cílené nabízení finančních služeb, jímž Česká národní banka rozumí „*vyvíjení propagační činnosti (...) směřující k poskytnutí finanční služby, například ve formě inzerce v českých sdělovacích prostředcích nebo nabízení služby prostřednictvím internetu (...). O cílené nabízení (...) se dále jedná v případě oslovování potenciálních příjemců této služby s její nabídkou prostřednictvím adresných dopisů, e-mailů, telefonátů nebo návštěv obchodních zástupců (...).*“<sup>228</sup>

V distribuční praxi není a nebude zcela snadné posoudit, zda se v konkrétním případě distribuce jedná o nabízení investic, nebo o rozhodnutí investora z vlastního podnětu. Ačkoli jsem doposud nezaznamenal žádná související rozhodnutí České národní banky, troufám si předpokládat, že Česká národní banka zastane k uvedenému institutu spíše restriktivní přístup. Jednoznačná a pro distributora neriziková by měla být situace, kdy investor daný cenný papír, představující účast na investičním fondu sám aktivně vyhledal, bez jakéhokoli konkrétnějšího podnětu ze strany distributora. Další situace, zahrnující již určitý stupeň a formu

---

<sup>226</sup> Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2015-12-22] K podmínkám poskytnutí služby execution only. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_podminkam\\_poskytnuti\\_sluzby\\_execution\\_only.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_podminkam_poskytnuti_sluzby_execution_only.pdf).

<sup>227</sup> Šrov. § 34 odst. 1 ZPKT.

<sup>228</sup> Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-12-25] K výkladu pojmu poskytování finančních služeb v České republice. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_vykladu\\_pojmu\\_poskytovani\\_financnich\\_sluzeb\\_v\\_cr.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_vykladu_pojmu_poskytovani_financnich_sluzeb_v_cr.pdf).

aktivity vůči investorovi ze strany distributora, bude třeba hodnotit velmi obezřetně.

Syntézou výše uvedených dokumentů docházím k závěru, že určitá míra aktivity ze strany distributora sama o sobě nevylučuje aplikaci režimu rozhodnutí investora z vlastního podnětu, distributor nemusí být zcela pasivní, jde však o stanovení míry a obsahu této aktivity. Rozlišovacím znakem obou režimů je především individualizovanost a míra detailnosti informací, které investor před investičním rozhodnutím od distributora obdrží či na základě aktivity distributora získá. O rozhodnutí investora z vlastního podnětu lze podle mého názoru hovořit v případě, kdy investor kontaktuje distributora na základě tímto distributorem široké veřejnosti šířených obecných informací o investičních příležitostech, například formou prezentace na internetových stránkách distributora či v odborném periodiku, které nedosahují intenzity dostačující k tomu, aby investor učinil příslušné investiční rozhodnutí, zejména nezmiňují konkrétní investiční fond nebo jeho správce. O rozhodnutí investora z vlastního podnětu naopak podle mého názoru nepůjde v případě, kdy je investor distributorem osloven přímo, například formou telemarketingu či elektronické nebo listinné zprávy a součástí tohoto oslovení budou informace o konkrétním fondu či jeho správcí. Obdobné bude zřejmě platit v případě, kdy neadresně uveřejněné informace budou natolik detailní, že umožní investorovi učinit investiční rozhodnutí, zejména budou obsahovat bližší informace o konkrétním investičním fondu a možnostech investice do tohoto fondu<sup>229</sup> s tím, že pro posouzení naplnění tohoto znaku lze podpůrně užít kritéria spojená

---

<sup>229</sup> Srov. MIKULA, Ondřej. Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. díl. Patria Online [online]. 2013. [cit. 2015-12-25]. Dostupné z WWW: <https://www.patria.cz/pravo/2460662/preshranicni-private-placement-investicnich-fondu-v-cr-v-novem-zisif-1-dil.html>.

s veřejnou nabídkou investičních cenných papírů,<sup>230</sup> vždy však bude třeba pečlivě posoudit konkrétní okolnosti daného případu.

V případě externích distributorů, oprávněných nabídnout a zprostředkovat investici do konkrétního investičního fondu, bude prokázání rozhodnutí investora z vlastního podnětu zřejmě složitější než v případě tohoto fondu či jeho správce, na něž se investor přímo obrátil. Charakteristickým znakem distribučních aktivit vůči retailovým investorům je totiž aktivní oslovování konkrétních potenciálních investorů s tím, že aktivní vyhledání investiční příležitosti investorem, například v reakci na sdělení uveřejněné na internetových stránkách distributora je v praxi spíše řídké. V takových případech převládá přímý kontakt mezi investorem a daným fondem nebo jeho správcem, nikoli externím distributorem. Mám za to, že v případě externích distributorů bude orgán dohledu zvláště pečlivě prověřovat, zda nebyly naplněny znaky nabízení investic. Distributorům tedy lze doporučit, zejména do případného vydání výkladového stanoviska orgánu dohledu či ESMA opatrnost při argumentaci rozhodnutím investora z vlastního podnětu<sup>231</sup> a vyčerpávající podložení této argumentace podklady osvědčujícími tvrzený stav, zejména pak v případě, že tuto argumentaci využívají u většího množství obchodních případů. Režim *reverse solicitation* totiž nesmí sloužit k účelovému obcházení regulace nabízení investic do investičních fondů.

#### **4.3.3 Nabízení veřejně a jinak než veřejně**

Nabízení investic do investičních fondů může probíhat ve dvou zákonných formách, a to jednak veřejně, jednak jinak než veřejně (*private placement*), přičemž veřejné nabízení v sobě nezahrnuje *private*

---

<sup>230</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 295. In ŠOVAR, Jan a kol, s. 679.

<sup>231</sup> Režim *reverse solicitation* je považován za rizikový i zahraničními prameny. Srov. LK Shields [online]. 2015. [cit. 2015-12-25] Reverse Solicitation. Dostupné z WWW: <http://www.lkshields.ie/publications/reverse-solicitation> nebo COOConnect [online]. 2015. [cit. 2015-12-25] Reverse solicitation is the riskiest option. Dostupné z WWW: <http://cooconnect.com/guide/aifmd/reverse-solicitation-is-the-riskiest-option>.

*placement*.<sup>232</sup> Dichotomie nabízení investic vyplývá jednak z ustanovení ZISIF regulujících jednotlivé případy nabízení v závislosti na druhu fondu, domicilu obhospodařovatele a podobně,<sup>233</sup> jednak z generální klauzule v ustanovení § 295a ZISIF. K institutu veřejného nabízení investic lze přistoupit z hlediska charakteru investorů, kterým je investice nabízena (retailoví investoři, kvalifikovaní investoři, profesionální zákazníci), okruhu investorů, kteří mohou s nabídkou přijít do styku (zde jde o veřejnou formu), nebo okruhu investorů, kteří mohou investici skutečně efektivně učinit (zde jde o okruh osob, kterým je možno v souladu se zákonem investici nabídnout, kteří se mohou stát investory), přičemž relevantní jsou všechny výše uvedené přístupy.<sup>234</sup>

Problematika rozlišení veřejného a jiného než veřejného nabízení investic do investičních fondů zasluhuje hlubší analýzu, pro níž však v této práci nezbyvá místa. V této oblasti v podrobnostech odkazují na komentářovou literaturu,<sup>235</sup> považují však za nezbytné na tomto místě prezentovat alespoň stručné teze. Z hlediska distribuce investičních nástrojů je při vymezení veřejného nabízení podle mého názoru třeba vyjít z následujících skutečností. Za prvé, distribuce cenných papírů kolektivního investování formou veřejného nabízení investic do příslušného investičního fondu, tedy nabízení široké veřejnosti, a to jak z hlediska charakteru oslovených osob, tak z hlediska šíře okruhu oslovených osob, je přípustná pouze za podmínek stanovených ZISIF.<sup>236</sup> Za druhé, veřejné nabízení stojí v protikladu k nabízení v režimu *private placement*, přičemž podmínky, za nichž je přípustný *private placement*, zároveň představují meze veřejného nabízení. Za třetí, pro posouzení mezí veřejného nabízení je

---

<sup>232</sup> SCHWARZ, Jaroslav. Nabízení investic do investičních fondů podle ZISIF. *Právní rádce*. Praha. Economia, a.s. 2013, roč. 21, č. 12, s. 53. ISSN 1210-4817.

<sup>233</sup> Část hlavy deváté ZISIF začínající § 300.

<sup>234</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 294 a § 296. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 674, 687-689.

<sup>235</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 673-689.

<sup>236</sup> Srov. § 295a odst. 1 ZISIF.

relevantní příbuzný institut veřejné nabídky investičních cenných papírů, respektive meze *private placementu* investičních cenných papírů, avšak se zohledněním úpravy *private placementu* investorům odlišným od kvalifikovaných investorů dle ustanovení § 295a odst. 2 ZISIF.

Jiné než veřejné nabízení investic investorům, kteří nejsou kvalifikovanými investory ve smyslu ZISIF, je ze zákona možné výhradně v případě, že jsou splněny podmínky pro veřejné nabízení, nebo v případě, že počet osob, kterým je takto nabízeno, nepřevyšuje 20. Toto omezení je v oblasti distribuce investičních nástrojů relevantní zejména v případě nabízení investic retailovým investorům do unijních investičních fondů, které nepodstoupily notifikační proceduru. Pevně stanovená hranice pro *private placement*, odlišná od hranice dovozené Českou národní bankou pro oblast veřejné nabídky investičních nástrojů a též pro oblast nabízení investic obecně před účinností novely ZISIF<sup>237</sup> podle mého názoru platí jen a pouze v případě *private placementu* retailovým investorům, v případě ostatních investorů lze i nadále vycházet z testu zakotveného Českou národní bankou.<sup>238</sup>

#### 4.3.4 Veřejné nabízení investic do fondů kvalifikovaných investorů

S ohledem na zaměření předkládané práce a navrhované zpřístupnění fondů kvalifikovaných investorů širšímu okruhu investorů než dosud<sup>239</sup> považují za potřebné zaměřit pozornost na výšeč veřejného nabízení

---

<sup>237</sup> Zákon č. 336/2014 Sb., kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, a některé další zákony v oblasti kapitálového trhu, který v předmětné oblasti zakotvil především nový § 295a ZISIF.

<sup>238</sup> Jak vyplývá ze stanoviska České národní banky. Srov. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-12-25] K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování. Dostupné z WWW:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_pojmu\\_verejnost\\_v\\_zakone\\_o\\_kolektivnim\\_investovani.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pojmu_verejnost_v_zakone_o_kolektivnim_investovani.pdf), srov. výše.

<sup>239</sup> Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-25] Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>, s. 116-117, 144.



investic, a to konkrétně na veřejné nabízení investic do fondů kvalifikovaných investorů a srovnatelných zahraničních investičních fondů. Na rozdíl od právní úpravy ZKI, která k oblasti distribuce fondů kvalifikovaných investorů přistupovala velmi restriktivně,<sup>240</sup> ZISIF kromě *private placementu* fondů kvalifikovaných investorů<sup>241</sup> umožňuje též jejich veřejné nabízení. Oprávnění veřejně nabízet investice do této kategorie investičních fondů však neimplikuje, že by se investorem mohla stát jakákoli osoba z řad veřejnosti. Okruh osob oslovených v rámci veřejného nabízení může být výrazně širší než okruh osob, které jsou skutečně způsobilé investici učinit. I při veřejném nabízení je totiž okruh osob, které jsou oprávněny nabýt účast na nabízeném fondu, omezen výhradně na kvalifikované investory, přičemž na tuto skutečnost musí být při veřejném nabízení příslušným distributorem výslovně upozorněno. Případné nabytí účasti na fondu kvalifikovaných investorů osobou nesplňující znaky kvalifikovaného investora je stíženo sankcí zdánlivosti ve smyslu NOZ.<sup>242</sup> Souhlasím s názorem, podle něhož by upozornění „*mělo být prokazatelné a mělo by být zahrnuto v jakémkoli propagačním sdělení, které se fondu týká – ať už má písemnou, elektronickou, či ústní formu.*“<sup>243</sup>

Vymezení kvalifikovaného investora plyne z ustanovení § 272 ZISIF, přičemž okruh kvalifikovaných investorů je vymezen jednak způsobilými osobami, jednak minimální peněžitou částkou investice.<sup>244</sup> Za pozornost stojí, že zatímco ustanovení § 296 ZISIF výslovně uvádí jako formu účasti na fondu kvalifikovaných investorů pozici obmyšleného, v ustanovení § 272 téhož zákona obmyšlený jmenován není. Tento rozdíl však nemá podle

---

<sup>240</sup> Cenné papíry vydávané speciálním fondem kvalifikovaných investorů nesměly být veřejně nabízeny ani propagovány. Při zakládání fondu však mohla být uveřejněna propagační upoutávka. Srov. § 56 odst. 5 ZKI ve znění účinném do 18. 8. 2013.

<sup>241</sup> Přípustnost *private placementu* fondů kvalifikovaných investorů lze dovodit za pomoci argumentu *e silentio legis*. Srov. § 295a odst. 1 a § 296 ZISIF.

<sup>242</sup> Srov. § 272 odst. 3 ZISIF a § 554 NOZ.

<sup>243</sup> PILKOVÁ, Jarmila. Nabízení investic. § 296. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 686-687.

<sup>244</sup> ŠOVAR, Jan. Základní ustanovení. § 272. In ŠOVAR, Jan a kol., s. 630.

mého názoru praktické důsledky, neboť obmyšleným bude v případě fondu kvalifikovaných investorů ve formě svěřenského fondu vždy zakladatel nebo osoba, zvyšující majetek tohoto fondu smlouvou.<sup>245</sup> Kromě průniků s množinou profesionálních zákazníků a kvalifikovaných investorů ve smyslu ZPKT, kterým byla věnována jedna z předchozích kapitol této práce, je třeba s ohledem na obvyklého adresáta distribuce investičních nástrojů upozornit na skutečnost, že kvalifikovaným investorem ve smyslu citovaného ustanovení se může stát i osoba, jejíž investice do nabízeného fondu kvalifikovaných investorů dosáhne stanoveného limitu a učiní prohlášení o tom, že si je vědoma rizik spojených s investováním do tohoto fondu kvalifikovaných investorů.<sup>246</sup> Obdobné platí pro osobu, která zjednodušeně řečeno již je investorem jiného investičního fondu obhospodařovaného týmě obhospodařovatelem a jehož administraci provádí tentýž administrátor jako v případě nabízeného fondu kvalifikovaných investorů a jejíž výše investice do těchto fondů, případě též majetku spravovaného v rámci individuálního portfolio managementu tímto obhospodařovatelem, v součtu dosáhne stanovené hranice.<sup>247</sup>

V oblasti distribuce je relevantní jak forma, tak obsah zmíněného prohlášení. Zákon výslovně předepisuje písemnou formu, přičemž prohlášení musí být učiněno samostatně, tedy nikoli jako součást smluvního ujednání, představujícího právní podklad investice do konkrétního fondu. Co se týče obsahu, s ohledem na absenci bližšího zákonného vymezení obsahu prohlášení dle písmen h) a i) citovaného ustanovení mám za to, že by mělo obstat již zcela obecné prohlášení, které je pouhou kopií zákonného textu. Distributor tak podle mého názoru není povinen zajistit prohlášení investora o obeznámenosti s konkrétními vypočtenými riziky či třídami

---

<sup>245</sup> HOBZA, Martin a Tomáš SEJKORA. Svěřenské fondy jako fondy investiční – Díl II. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2015, roč. 13, číslo 1, s. 23. ISSN: 1801- 6006.

<sup>246</sup> Srov. § 272 odst. 1 písm. i) ZISIF.

<sup>247</sup> Srov. § 272 odst. 1 písm. h) ZISIF.

rizik, která či které jmenuje statut daného fondu kvalifikovaných investorů, stejně tak není ze ZISIF povinen prověřovat pravdivost tohoto prohlášení.<sup>248</sup> V případě prohlášení se tak jedná o čistě formální dokument, jehož způsobilost „zajistit, že se fondy kvalifikovaných investorů nestanou záležitostmi retailových investorů,“<sup>249</sup> je v praxi spíše omezená. Podle mého názoru je dále nezbytné učinit prohlášení vždy ve vztahu ke konkrétnímu fondu kvalifikovaných investorů, nikoli například ke kategorii fondů kvalifikovaných investorů obecně nebo ke všem fondům kvalifikovaných investorů obhospodařovaných týmž obhospodařovatelem, a to k tomu, jehož cenné papíry jsou investorovi distributorem nabízeny, respektive, do něhož investor zamýšlí investovat alespoň stanovenou minimální částku. Tento závěr vyplývá z gramatického výkladu ustanovení § 272 odst. 1 písm. i) ZISIF<sup>250</sup> a je přiměřeně aplikovatelný též v případě dle písmene h) citovaného ustanovení.

Zajímavou související otázkou představuje vliv případného věcného rozporu mezi prohlášením a výsledkem testu přiměřenosti, který je distributor při poskytování distribuční investiční služby přijímání a předávání pokynů k nabízenému cennému papíru vydaného fondem kvalifikovaných investorů povinen pravidelně provést. Pro ilustraci, v modelovém případě je investor osloven distributorem s nabídkou zprostředkování investice do fondu kvalifikovaných investorů ve formě akciové společnosti. Na základě regulace poskytování distribuční investiční služby přijímání a předávání pokynů k investičním nástrojům je tento

---

<sup>248</sup> Tento závěr nevyklučuje ani evropská předloha, kterou je článek 6 odst. 1 písm. b) Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu (tzv. nařízení EuVECA).

<sup>249</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-12-26] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>, s. 401.

<sup>250</sup> „Osoba, jejíž výše splaceného vkladu nebo splacené investice do tohoto fondu odpovídá částce alespoň 125 000 EUR a která učinila prohlášení o tom, že si je vědoma rizik spojených s investováním do tohoto fondu kvalifikovaných investorů.“

distributor povinen provést tzv. test přiměřenosti, jehož obsahem jsou otázky týkající se znalostí a zkušeností investora v oblasti investic.<sup>251</sup> Výsledkem tohoto testu je zjištění pouze omezených znalostí a zkušeností investora v oblasti investování do investičních nástrojů, které objektivně nemohou přispět k uvědomění si rizik spojených s investicí do daného fondu kvalifikovaných investorů. Investor je však připraven učinit prohlášení dle výše uvedeného ustanovení ZISIF a taktéž naplnit minimální limit investice do tohoto fondu kvalifikovaných investorů. Stane se investor i v případě, kdy byl v rámci posouzení dle ZPKT distributorem zjištěn objektivní rozpor mezi prohlášením a realitou, právoplatným kvalifikovaným investorem a je mu distributor oprávněn investici do tohoto fondu kvalifikovaných investorů vůbec zprostředkovat?

Ačkoli tento závěr není s ohledem na princip ochrany investora právě nejspokojivější, mám za to, že v zájmu právní jistoty investora, distributora i příslušného fondu kvalifikovaných investorů či jeho správce musí být odpověď na obě výše nastíněné otázky kladná. Charakter prohlášení dle ZISIF a nařízení EuVECA je odlišný od testu přiměřenosti dle ZPKT a MiFID, ačkoli společným účelem obou institutů je zajistit, aby konkrétní investice byla zprostředkována pokud možno pouze způsobilým investorům. Prohlášení kvalifikovaného investora však, na rozdíl od testu přiměřenosti, nepředpokládá aktivní součinnost distributora při zjišťování specifik daného investora a nestanoví odpovědnost distributora za vyžádání informací, vedoucích k zjištění těchto specifik. Distributor se tak podle mého názoru může spolehnout na investorovo sebehodnocení a vycházet z něj, aniž by byl povinen jej jakkoli přezkoumávat, v souladu se ZPKT však nesmí dojít k opomenutí investora upozornit, že zamýšlená investice do fondu kvalifikovaných investorů neodpovídá jeho znalostem a zkušenostem

---

<sup>251</sup> Srov. § 15i ZPKT a § 27 odst. 1 vyhlášky č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

nezbytným pro pochopení souvisejících rizik.<sup>252</sup> Otevřenou otázkou ve veřejnoprávní rovině zůstává, zda postup distributora nemůže být shledán v rozporu s principem odborné péče, mám však za to, že jestliže zákon obecně aprobejuje poskytnutí investiční služby k investičnímu nástroji, který není pro investora přiměřený, a to po výše zmíněném upozornění, není důvod tento postup neaplikovat též na uvedený modelový případ.<sup>253</sup> V soukromoprávní rovině lze uvažovat, zda by na danou situaci nemohla případně dopadat povinnost distributora nahradit újmu způsobenou poskytnutou informací nebo radou. Domnívám se též, že status dotyčného investora jako investora kvalifikovaného nemůže být na základě ustanovení § 272 odst. 3 ZISIF účinně zpochybněn, neboť zákon stanoví pouze podmínku existence příslušného prohlášení jako jednostranného právního jednání investora, aniž by musela (či směla) být přezkoumávána odůvodněnost tohoto prohlášení.

Výše ilustrovaná problematická návaznost institutů ZPKT a ZISIF ověřujících „kvalifikovanost“ investora v oblasti distribuce téhož investičního nástroje vyvolává úvahy nad optimálnější nastavením podmínek pro distribuci investic do fondů kvalifikovaných investorů těm osobám, které jsou povahou blíže retailovým investorům, než investorům charakteru profesionálních zákazníků ve smyslu ZPKT. Diskutabilní je zejména vypovídací hodnota kritéria minimální výše investice. Mám za to, že dosažení určité minimální výše investice samo o sobě nevypovídá ani o znalostech a zkušenostech investora, potřebných pro vyhodnocení základních aspektů investice, ani o kvalitě jeho finančního zázemí, nutném pro případné vypořádání se ze ztrátou, která by mohla být s investicí do této rizikovější kategorie investičních fondů spojena. V souvislosti s právě uvedeným si dále pokládám otázku, nakolik je odůvodněné uplatňovat

---

<sup>252</sup> Srov. § 15i odst. 3 ZPKT.

<sup>253</sup> Srov. § 11a odst. 1 a § 15i odst. 3 a 4 ZPKT.

rozdílné požadavky v oblasti minimální výše investice na investora do fondu kvalifikovaných investorů, kde je minimální výše investice zákonem pevně stanovena a investora investujícího například do investičního certifikátu, s nímž může být spojena vyšší míra rizika, než s investicí do fondu kvalifikovaných investorů, kde minimální limit investice zákon vůbec nestanoví.

*De lege ferenda* bych se v rámci distribuce investic do fondů kvalifikovaných investorů přikláněl ke snížení relevance kritéria minimální výše investice ve prospěch institutů známých ze ZPKT, jako je především test přiměřenosti nebo test vhodnosti. Inspirativní je v tomto ohledu nařízení ELTIF, podle něhož lze tato kategorie investičních fondů distribuovat neprofesionálnímu investorovi výhradně v případě, kdy správce fondu ELTIF obdrží okruh informací, věcně odpovídající informacím zjišťovaným v rámci testu vhodnosti dle MiFID, správce nebo distributor poskytne investorovi investiční poradenství ohledně investice do fondu ELTIF a výše investice investora do jednoho fondu ELTIF dosáhne alespoň 10 000 euro, nikoli však více, než činí 10 % investorova portfolia investičních nástrojů.<sup>254</sup> Ačkoli se domnívám, že výše uvedená kombinace požadavků je až příliš komplikovaná a v praxi distributory těžko kontrolovatelná (to se týká zejména 10% limitu investice do fondu ELTIF z celkového portfolia investora), kombinaci testu vhodnosti s výrazně nižším limitem pro investici, než jaký je v současnosti nastaven u fondů kvalifikovaných investorů, považuji za krok správným směrem.

Ačkoli je předčasné předjímat jeho konečnou podobu, obdobným směrem se vydává návrh novely ZPKT. Navrhovaná minimální výše investice do fondu kvalifikovaných investorů se více než třikrát snižuje na 1 000 000 Kč, a to v případě, že distributor či jiná osoba oprávněná poskytovat hlavní investiční službu investiční poradenství či individuální

---

<sup>254</sup> Srov. článek 28 odst. 1 a článek 30 odst. 1 až 3 nařízení ELTIF.

portfolio management dle ZPKT či odpovídající činnosti dle ZISIF písemně potvrdí, že považuje investici za vhodnou pro investora na základě posouzení, zda odpovídá jeho finančnímu zázemí, jeho investičním cílům a jeho odborným znalostem a zkušenostem v oblasti investic potřebným pro pochopení souvisejících rizik, provedeného ve formě testu vhodnosti dle ZPKT.<sup>255</sup> V ostatních případech se navrhuje ponechat současnou hranici beze změny.

Otázkou zůstává, zda je vhodným řešením vázat snížený limit výhradně na provedení testu vhodnosti a nikoli též testu přiměřenosti. Ačkoli obsahem testu přiměřenosti není zjišťování finančního zázemí a investičních cílů investora, jsou jeho prostřednictvím zjišťovány relevantní informace o znalostech a zkušenostech investora, na základě kterých je možno (na rozdíl od pouhého formálního prohlášení dle platné právní úpravy) kvalifikovaně posoudit, zda je investor schopen chápat rizika související s investicí do fondu kvalifikovaných investorů. Domnívám se, že pokud je testem přiměřenosti osvědčena investorova obeznamenost se specifiky investice do této kategorie investičních fondů, není důvod nepřiznat takovému investorovi možnost profitovat ze sníženého limitu investice do fondu. Toto navrhuji zajistit možností aplikovat snížený limit v případě, kdy by investice do fondu kvalifikovaných investorů odpovídala investičnímu profilu investora, zjištěnému testem přiměřenosti. Oproti obecné úpravě v ZPKT by pak ZISIF zakotvil aplikaci vyššího limitu v

---

<sup>255</sup> Srov. § 272 odst. 1 písm. i) ZPKT ve znění návrhu novely ZPKT. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-17] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. § 272 odst. 1. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>. Obdobné je obsahem pozměňovacího návrhu k v Poslanecké sněmovně aktuálně projednávané novele ZPKT. Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-17] Sněmovní tisk 571/2, usnesení rozpočtového výboru z 31. schůze ze dne 11. listopadu 2015 k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a další související zákony. Novelizační bod 5. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=7&ct=571&ct1=2>.

případě, že test přiměřenosti nebyl proveden, například z důvodu odmítnutí investora odpovědět na některé otázky, nebo že investice neodpovídá stanovenému investičnímu profilu investora, s možnou výjimkou v případě aplikace institutu informovaného souhlasu (viz níže). Domnívám se, že omezení aplikace sníženého limitu pouze na případy, kdy je poskytováno investiční poradenství či individuální portfolio management, by v rámci distribuce investic do fondu kvalifikovaných investorů znevýhodnilo ty distributory, kteří danou investiční službu jako nadstavbu k distribučním investičním službám neposkytují, případně vůbec nejsou oprávněni poskytovat a že výše navržené opatření zajistí ochranu investorů v dostatečné míře.



## Závěr

Na předchozích stránkách jsem se v souladu s v úvodu vymezenými cíli práce pokusil teoreticky podchytit poměrně rozsáhlou problematiku distribuce investičních nástrojů, zanalyzovat některé problematické pasáže platné právní úpravy a navrhnout vlastní řešení, která snad mají potenciál některé třecí plochy vznikající mezi jednotlivými sektorovými předpisy alespoň zjemnit, když už ne odstranit. V průběhu přípravy této práce jsem si naplno uvědomil rozsah předkládaného tématu, které by jistě vydalo i na další vysokoškolskou kvalifikační práci. S ohledem na standardní rozsah rigorózní práce jsem tak bohužel nemohl do práce zahrnout a zodpovědně zanalyzovat všechny problematické otázky s tématem spojené, doufám však, že se mi podařilo vybrat otázky teoreticky i prakticky podnětné a že alespoň některé z opomenutých otázek budu mít příležitost zodpovědět na jiném místě. Rád bych se domníval, že cílů práce bylo dosaženo a že práce přináší některé nové teoreticky a snad i prakticky využitelné poznatky. Ucelený teoretický rozbor problematiky distribuce investičních nástrojů v odborné literatuře doposud chyběl, v tomto ohledu je snad této práce přínosná.

Z obsahu prvních dvou kapitol, věnovaných obecným teoretickým otázkám spojeným s předkládaným tématem, bych rád zdůraznil provedenou analýzu kategorie cenných papírů kolektivního investování jako podkategorie investičních nástrojů s ohledem na zvláštní druhy cenných papírů, které jsou dle ZISIF oprávněny vydávat investiční fondy, stejně jako teoretické zařazení tématu do systému finančního práva z hlediska tuzemské i zahraniční doktríny. Ve třetí kapitole jsem se pokusil vymezit a zanalyzovat, která specifika jsou optikou regulatorního režimu relevantní u investora jako adresáta distribuce. Dospěl jsem k závěru, že přístup distributorů k investorům je ze zákona determinován jednak jejich počtem, jednak jejich kategorií. Stěžejní část třetí kapitoly je pak věnována

jednotlivým distributorům a šíři jejich oprávnění, kde bych rád upozornil jednak na analýzu odlišných právních režimů, v nichž je jako distributor oprávněn vystupovat správce investičního fondu, jednak na vymezení oprávnění investičního zprostředkovatele při distribuci cenných papírů kolektivního investování. Čtvrtá kapitola práce, která je uvozena teoretickým vymezením zákonných forem distribuce a jejich vzájemným vztahem, je převážně věnována nabízení investic do investičních fondů. Ze zde řešených otázek považuji za stěžejní analýzu institutu rozhodnutí investora z vlastního podnětu a jeho aplikace v distribuční praxi, spolu s otázkami spojenými s prokázáním způsobilosti investora při distribuci investic do fondů kvalifikovaných investorů.

V rámci práce jsem kromě analýzy jednotlivých nejasných oblastí a nastínění jejich možného výkladu identifikoval několik okruhů otázek, které by podle mého názoru bylo *de lege ferenda* vhodné legislativně vyjasnit. Některé problematické otázky do značné míry vyplývají z unijního práva, pravomoc národního zákonodárce je případně vyřešit tak může být omezená. Většina z těchto otázek spadá do širokého okruhu vzájemných průsečíků ZPKT a ZISIF v oblasti distribuce cenných papírů, představujících účast na investičním fondu. V této oblasti bych za účelem zpřesnění právní úpravy a posílení právní jistoty adresátů regulace navrhoval revizi vymezení pojmu cenné papíry kolektivního investování tak, aby bylo zřejmé, zda tato kategorie investičních nástrojů zahrnuje či nezahrnuje též cenné papíry, představující účast na fondu kvalifikovaných investorů. Terminologickou a věcnou unifikaci bych dále navrhoval v případě pojmů označujících investora jako adresáta distribuce. To se týká především pojmů kvalifikovaný investor a profesionální zákazník, případně profesionální zákazník na žádost ve smyslu ZPKT. Mám za to, že je poněkud nesystematické označovat shodnou skupinu investorů v rámci téhož právního předpisu odlišně, přestože jsem si vědom unijním právem

determinovaného původu tohoto rozlišování. Unifikaci *de lege ferenda* dále navrhuji v případě okruhu investorů, kteří jsou při distribuci investičních nástrojů bez dalšího již považováni za veřejnost dle ZPKT a dle ZISIF, a to na 150 osob. Mám za to, že nově zakotvené ustanovení § 295a ZISIF v případě retailových investorů poněkud nesystémově mění dosavadní chápání tohoto limitu.

Poslední oblastí, kterou jsem v předkládané práci identifikoval jako vhodnou k legislativní úpravě, je vzájemná interakce institutů dle ZPKT a ZISIF, sloužících k posouzení způsobilosti investora nabýt účast na fondu kvalifikovaných investorů v případě distribuce investic do této kategorie investičních fondů. Současný stav, kdy ZISIF stanoví kritérium minimální investované částky, na tuzemský trh však podle mého názoru až příliš vysoké, spolu s formálním prohlášením investora, navrhuji v zájmu posílení ochrany investorů a současně zvýšení atraktivity fondového sektoru nahradit řešením založeným na závaznosti výsledku testu přiměřenosti, případně testu vhodnosti, provedeného distributorem, jenž by podmínil aplikaci snížené minimální hranice pro investici do daného fondu kvalifikovaných investorů. Nadto by bylo případně možno uvažovat o zavedení institutu informovaného souhlasu investora s investicí v případě, že by distributor na základě testu přiměřenosti nebo testu vhodnosti vyhodnotil, že investice do konkrétního fondu kvalifikovaných investorů je v rozporu s investičním profilem investora, avšak tento by trval na provedení investice. Podstatou tohoto institutu by byl poučený souhlas investora s investicí do fondu kvalifikovaných investorů, přestože daná investice byla testem přiměřenosti, respektive testem vhodnosti shledána jako neodpovídající charakteristikám investora. Souhlas by byl poskytován pro každou jednotlivou investici zvlášť a nutným předpokladem pro jeho udělení by bylo předchozí vyhodnocení příslušného testu distributorem s odbornou péčí. V případě sporu mezi distributorem a retailovým investorem plynoucího z takto

zprostředkované investice by distributora tížila povinnost předložit tento souhlas orgánu dohledu, soudu nebo jinému orgánu řešení sporů z distribuce investičních nástrojů<sup>256</sup> a prokázat tak oprávněnost předchozího postupu. Otevřenou otázkou zůstává, nakolik se obdobný institut může s ohledem na paternalistické tendence regulace distribuce investičních nástrojů prosadit v praxi.

Rovněž navrhuji kriticky zhodnotit institut minimální investované částky nutné pro dosažení statutu kvalifikovaného investora. Vypovídací hodnotu kritéria minimální investované částky hodnotím spíše skepticky, přiklonil bych se proto ke snížení relevance tohoto kritéria spolu s výrazným snížením dosavadního limitu. V této souvislosti bych se neobával ještě výraznějšího snížení, než které je obsahem vládního návrhu novely ZPKT,<sup>257</sup> respektive pozměňovacího návrhu k aktuálně projednávané novele ZPKT,<sup>258</sup> za optimální bych považoval částku stanovenou nařízením ELTIF, tedy ekvivalent 10 000 euro na jeden fond kvalifikovaných investorů.

Jak bylo naznačeno v úvodu této práce, právo finančního trhu obecně, a oblast distribuce investičních nástrojů není v tomto ohledu žádnou pravidlo potvrzující výjimkou, je dynamicky se vyvíjejícím pododvětvím finančního práva. V roce 2016 a zejména v roce 2017 tak předkládanou oblast mají čekat relativně citelné změny, determinované jak změnami

---

<sup>256</sup> V kontextu České republiky je by tímto orgánem mohl být finanční arbitr, jehož působnost je dnes v případě sporů v oblasti kolektivního investování založena ustanovením § 1 odst. 1 písm. d) zákona č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi.

<sup>257</sup> Vládní návrh novely ZPKT, kterým se současně mění některá ustanovení ZISIF, počítá s částkou 1 000 000 Kč. Srov. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-29] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. § 272 odst. 1 písm. i) ZISIF. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>.

<sup>258</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-29] Sněmovní tisk 571/2, usnesení rozpočtového výboru z 31. schůze ze dne 11. listopadu 2015 k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a další související zákony. Novelizační bod 5. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=7&ct=571&ct1=2>.

unijního, tak národního práva. Ačkoli se v době dokončení této práce nejen na unijní úrovni vlivem zpoždění Evropské komise s vydáním prováděcích aktů začíná otevřeně hovořit o prodloužení transpoziční lhůty stěžejního unijního předpisu, MiFID II, zřejmě o 1 rok do ledna 2018,<sup>259</sup> je třeba prozatím i nadále vycházet z předpokladu, že se s účinností od počátku roku 2017 nejen v oblasti distribučních investičních služeb uplatní právní režim, založený MiFID II, souvisejícím nařízením MiFIR<sup>260</sup> a též transpoziční národní právní úpravou, konkrétně již výše na několika místech zmíněnou novelou ZPKT.

V současnosti se zdá, že tato právní úprava nebude zcela minimalistického charakteru a zakotví v předkládané oblasti mimo transpozicí podmíněné změny též okruh změn transpozicí nepodmíněných, u nichž se znalostí současného stavu novely předpokládám poměrně citelný dopad na současnou praxi distribuce investičních nástrojů a na některé z rozšířených distribučních modelů. Předmětné změny se budou týkat především institutu investičního zprostředkovatele jako jednoho z pro tuzemský trh typických distributorů. Zdá se, že tento institut bude, oproti některým předpokladům, zachován, což umožňuje výjimka z MiFID/MiFID II, na jejíž základě investiční zprostředkovatelé působí,<sup>261</sup> věcný rozsah působnosti této kategorie poskytovatelů investičních služeb při distribuci investičních nástrojů však bude v několika ohledech omezen. Navrhovaná omezení dopadají jednak na okruh investičních nástrojů, které je investiční

---

<sup>259</sup> Viz např. JESCH, Thomas A. *MiFID II – Zurück in die Zukunft. Recht der Finanzinstrumente* [online]. 2015. [cit. 2015-12-29]. Dostupné z WWW: <http://finanzen.ruw.de/rdf-news/standpunkte/MiFID-II--Zurueck-in-die-Zukunft-28613> nebo VERLAINE, Julia-Ambra. *Banks May Get Extra Time to Soften Up EU Financial-Market Rules*. Bloomberg Business. [online]. 2015. [cit. 2015-12-29]. Dostupné z WWW: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-10/eu-commission-proposes-to-delay-mifid-ii-rules-by-a-year>.

<sup>260</sup> 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. V oblasti distribuce investičních nástrojů je jeho vliv spíše jen okrajový.

<sup>261</sup> Srov. článek 3 MiFID a článek 3 odst. 1 MiFID II.

zprostředkovatel oprávněn distribuovat, kdy je oproti současnému stavu navrhován zákaz distribuce akcií, investičních certifikátů a některých dluhopisů, jednak na okruh subjektů, které jsou způsobilými partnery v rámci distribučního řetězce, kde je navrhováno omezení na pouze tuzemské subjekty.<sup>262</sup> Výše uvedené změny mohou podle mého názoru v praxi vést k „*dílčím změnám distribučního schématu, možné transformaci některých personálně a kapitálově silných investičních zprostředkovatelů na obchodníky s cennými papíry, nebo, zejména v případě investičních zprostředkovatelů – fyzických osob, naopak k transformaci na vázané zástupce.*“<sup>263</sup>

Transpozicí podmíněné změny v oblasti distribuce investičních nástrojů považuji ve srovnání s výše nastíněnými netranspozičními změnami za neméně významné. Velmi diskutovaným tématem se na unijní úrovni stala především problematika tzv. regulace produktů či *product governance*, zahrnující též povinnosti distributora při distribuci investičních nástrojů směřující jak vůči investorům, tak vůči emitentům či tvůrcům investičních nástrojů. Distributorovi jako poskytovateli investičních služeb nabízejícímu či doporučujícímu investiční nástroje je nově stanovena povinnost seznámit se s určeným cílovým trhem daného investičního nástroje, rozumět investičním nástrojům, které nabízí nebo doporučuje, posoudit jejich sloučitelnost s potřebami investorů, kterým poskytuje investiční služby, a to též s přihlédnutím k určenému cílovému trhu koncových investorů.<sup>264</sup> Povinnost posoudit soulad investičního nástroje s potřebami investora je dodatečnou povinností k povinnosti distributora

---

<sup>262</sup> Srov. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-28] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. § 29. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>.

<sup>263</sup> HOBZA, Martin. Distribuce investičních nástrojů. *Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2015, roč. 23, č. 12, s. 45. ISSN 1210-4817.

<sup>264</sup> Srov. článek 24 odst. 2 pododst. 2 MiFID II.

provést test přiměřenosti nebo test vhodnosti.<sup>265</sup> Stanovením oboustranné informační povinnosti je dále zdůrazněna nutnost komunikace mezi tvůrcem a distributorem daného investičního nástroje při stanovení cílového trhu. Ideovým východiskem je skutečnost, že distributoři jsou blíže klientům, proto je vhodné zohlednit distributory získané informace při případných úpravách cílového trhu. Vymezení institutu cílového trhu, který je v zásadě odrazem principu *know your customer*, známého z testu přiměřenosti či testu vhodnosti na úrovni skupiny investorů, přináší do budoucna určité pochybnosti a lze se domnívat, že se cílový trh a způsob distribuce identického investičního nástroje může v rozporu se záměrem unijního normotvůrce u různých poskytovatelů investičních služeb též lišit.<sup>266</sup>

Kromě výše uvedených unijních i národních předpisů má taktéž nabytí účinnosti přímo použitelné nařízení PRIIPs, zakotvující především povinnost v případě distribuce takzvaných strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou (*packaged retail and insurance-based investment products*)<sup>267</sup> předložit investorovi sdělení klíčových informací daného produktu, které je obdobou sdělení klíčových informací u fondů kolektivního investování dle ZISIF, respektive UCITS IV. Koncept sdělení klíčových informací je reakcí na hrozící „přeinformovanost“ (*information overload*) investora, způsobenou množstvím a komplexností informací poskytovaných dle jednotlivých sektorových předpisů, jeho vůdčí myšlenkou je shrnout přístupnou formou stěžejní informace o zamýšlené investici tak, aby mohla být porovnána

---

<sup>265</sup> KURZ, Antje-Irina. MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten. *Der Betrieb*. Düsseldorf: Handelsblatt Fachmedien GmbH, 2014, 67. Jahrg., Nr. 21, s. 1184. ISSN 0005-9935.

<sup>266</sup> GEIER, Bernd M. a Laura DRUCKENBRODT. Product Governance: MiFID II, PRIIP, Kleinanlegerschutzgesetz – quo vadis? *Recht der Finanzinstrumente*. Frankfurt am Main: Deutscher Fachverlag GmbH, 2015, 5. Jahrg., Nr. 1, s. 28. ISSN 2191-3838.

<sup>267</sup> Blíže HUSTÁK, Zdeněk a Klára KUBÁŇOVÁ. *Nová úprava poskytování informací při tvorbě a prodeji investičních produktů*. Epravo.cz [online]. 2014. [cit. 2015-12-28]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-poskytovani-informaci-pri-tvorbe-a-prodeji-investicnich-produktu-96263.html>.

s jinými. Sdělení klíčových informací má podle mého názoru potenciál přispět k optimalizaci distribuce dotčených investičních produktů investorům, když dává jak investorovi, tak i distributorovi<sup>268</sup> jasné vodítko pro klasifikaci rizikovosti a dalších pro investora významných faktorů spojených se zamýšlenou investicí. Distributor tak může klasifikaci základních veličin dle sdělení klíčových informací využít například pro vhodné nastavení procesů souvisejících s testováním přiměřenosti daného produktu pro investora.

Výše uvedená pravidla v kombinaci s ostatními, v této práci nezmíněnými pravidly postaví před distributory, ale i orgán dohledu a též před investory nové výzvy. Regulace činností souvisejících s distribucí investičních nástrojů se, jak je příznačné nejen pro tuto oblast práva finančního trhu, výrazně prohloubí. Zdali tato skutečnost přispěje k ochraně retailového investora, která je deklarovaným vůdčím principem navrhovaných změn, je podle mého názoru diskutabilní. Z hlediska právní vědy hodnotím nicméně připravované změny pozitivně, neboť s sebou přinášejí celou řadu zajímavých, nevyjasněných otázek, na něž bude třeba najít odpovídající odpovědi a strávit tak čas podnětnou analytickou prací.

---

<sup>268</sup> Dle článku 4 odst. 5 PRIIPs je distributorem osoba, která prodává produkt s investiční složkou, tedy osoba, která retailovému investorovi nabízí nebo s ním uzavírá smlouvu o produktu s investiční složkou.



## Seznam použité literatury a pramenů

### Literatura:

1. BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Petr KOTÁB, Hana MARKOVÁ, Radim BOHÁČ, Petr NOVOTNÝ, Michael KOHAJDA a Pavlína VONDRÁČKOVÁ. *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.
2. BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Beck, 2006, s. 628. ISBN 80-7179-431-7.
3. BARTELS, Boris. *European banking and financial services law*. 5th ed. Ghent: Larcier, 2012, 434 s. ISBN 978-2-8044-5562-0.
4. BEJČEK, Josef. Zprostředkování. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2015, s. 241-249. ISSN 1803-6554.
5. BOGUSZAK, Jiří, Jiří ČAPEK a Aleš GERLOCH. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Eurolex Bohemia, 2001, 323 s. ISBN 80-86432-13-0.
6. BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 7., völlig neu bearb. Aufl. Heidelberg: Müller, 2014, 324 s. ISBN 978-3-8114-7144-3.
7. CLAUSSEN, Carsten Peter a Roland ERNE. *Bank- und Börsenrecht*. 2. Aufl. München: Beck, 2000, 695 s. ISBN 3-406-46203-0.
8. GEIER, Bernd M. a Laura DRUCKENBRODT. Product Governance: MiFID II, PRIIP, Kleinanlegerschutzgesetz – quo vadis? *Recht der Finanzinstrumente*. Frankfurt am Main: Deutscher Fachverlag GmbH, 2015, 5. Jahrg., Nr. 1, s. 21-28. ISSN 2191-3838.
9. GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. 4. upr. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, 343 s. ISBN 978-80-7380-023-9.

10. GRUNEWALD, Barbara a Michael SCHLITT. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. München: C. H. Beck, 2014, 341 s. ISBN 978-3-406-65413-8.
11. HOBZA, Martin a Tomáš SEJKORA. Svěřenské fondy jako fondy investiční – Díl II. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2015, roč. 13, číslo 1, s. 20-25. ISSN: 1801- 6006.
12. HOBZA, Martin. Distribuce investičních nástrojů. *Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2015, roč. 23, č. 12, s. 42-45. ISSN 1210-4817.
13. HOBZA, Martin. Investiční zprostředkovatel v kontextu práva kapitálového trhu a tržní praxe. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2014, roč. 22, č. 1, s. 13-17. ISSN: 1210-8103.
14. HOBZA, Martin. Investment services and protection of the retail client. *The lawyer quarterly*. Praha: Ústav státu a práva AV ČR, v.v.i., 2015, roč. 5, číslo 1, s. 51-58. ISSN 1805-8396.
15. HOBZA, Martin. Svévole a zneužití práva při výkonu dohledu nad finančním trhem. In MRKÝVKA, Petr, PAŘÍZKOVÁ, Ivana a Jiří VALDHANS (eds.). *DNY PRÁVA 2014 – DAYS OF LAW 2014 Část VIII. – Zneužití práva a svévole při veřejné finanční činnosti*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2015, s. 88-101. ISBN 978-80-210-7914-4.
16. HÖRING, Johannes: *Investmentrecht : Rechtliche Grundlagen für die Anlageberatung*. Wiesbaden: Springer Gabler, 2013, 286 s. ISBN 978-3-8349-2902-0.
17. HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.
18. CHOD, Karel. *Investiční zprostředkovatel - legislativa a praxe, nekalé praktiky*. Brno: Tribun EU, 2013, 202 s. ISBN 978-80-2605-358-3.

19. JANOVEC, Michal. Současná integrace dohledu na finančních trzích. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2013, roč. 5., č. 6, s. 161-164. ISSN 1803-6554.
20. KARFÍKOVÁ, Marie a Vladimír PŘIKRYL. *Pojišťovací právo*. Vyd. 1. Praha: Leges, 2010, 351 s. ISBN 978-80-87212-45-5.
21. KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Beck, 1995, 247 s. ISBN 80-7179-028-1.
22. KOHAJDA, Michael a Iva JAHODOVÁ. Kritický pohled na důchodovou reformu. *Daně a finance*. Praha: Comenius Print, 2012, roč. 15, č. 3, s. 8-14. ISSN 1801-6006.
23. KOHAJDA, Michael. Dohled nad obchodním jednáním subjektů na finančním trhu v ČR. In KOHAJDA, Michael, Zdenka PAPOUŠKOVÁ, Radim BOHÁČ a Roman VYBÍRAL. *Aktuální otázky finančního práva ve středoevropském prostoru*. 1. vyd. Olomouc: Iuridicum Olomoucense, 2013, 352 s. ISBN 978-80-87382-43-1.
24. KOHAJDA, Michael. Finanční trh a postavení klienta v rámci finančních služeb. In PAPOUŠKOVÁ, Zdenka, KOHAJDA, Michael a kol. *Vybrané instituty finančního práva v roce 2014*. Olomouc: Iuridicum Olomoucense o.p.s., 2015, 215 s. ISBN 978-80-87382-62-2.
25. KOHAJDA, Michael. Vztah mezi pojmy „spotřebitel“ v soukromém právu a „klient“ v právu finančního trhu. In MRKÝVKA, Petr a kol. *DNY PRÁVA 2013 – DAYS OF LAW 2013: Část IX. – Interakce soukromého a finančního práva*. Brno: Masarykova Univerzita, 2014, s. 211-217. ISBN 978-80-210-6816-2.
26. KOTÁB, Petr a Martin HOBZA. Zdanění investičních společností a investičních fondů. *Acta Universitatis Carolinae Iuridica*. Praha: Karolinum, 2013, roč. 59, číslo 3, s. 91-111. ISSN: 0323-0619.
27. KOTÁSEK, Josef. *Právo cenných papírů*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, 242 s. ISBN 978-80-7400-515-2.

28. KOTÁSEK, Josef, Vlastimil PIHERA, Přemysl RABAN, Jarmila POKORNÁ a Jindřich VÍTEK. *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha: Beck, 2009, 419 s. ISBN 978-80-7179-454-7.
29. KURZ, Antje-Irina. MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten. *Der Betrieb*. Düsseldorf: Handelsblatt Fachmedien GmbH, 2014, 67. Jahrg., Nr. 21, s. 1182-1187. ISSN 0005-9935.
30. LIŠKA, Petr, Štefan ELEK a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer, 2014, 214 s. ISBN 978-80-7478-510-8.
31. MAREK, Radan a Václav JEŽEK. *Cenné papíry v novém občanském zákoníku: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2013, 431 s. ISBN 978-80-7400-466-7.
32. MICKLITZ, Hans-Wolfgang. The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services. *European review of contract law : ERCL*. Berlin: De Gruyter, 2014, roč. 10, č. 4, s. 473-475. ISSN 1614-9939.
33. MOLONEY, Niamh. *How to protect investors: lessons from the EC and the UK*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, 474 s. ISBN 978-0-521-88870-7.
34. NĚMEC, Libor a Jarmila TORNOVÁ. Investování po evropsku: Nová úprava nabídky i SICAV a SICAR. *Právní rádce*. Praha: Economia, a.s. 2013, roč. 21, č. 4, s. 40-43. ISSN 1210-4817.
35. PLÍVA, Stanislav, Štefan ELEK, Petr LIŠKA a Karel MAREK. *Bankovní obchody*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2009, 220 s. ISBN 978-807-3574-338.
36. RADVAN, Michal, Libor KYNCL a Michaela MOŽDIÁKOVÁ. *Právo kapitálového trhu*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2010, 61 s. ISBN 978-80-210-5277-2.
37. SCHWARZ, Jaroslav. Nabízení investic do investičních fondů podle ZISIF. *Právní rádce*. Praha. Economia, a.s. 2013, roč. 21, č. 12, s. 52-53. ISSN 1210-4817.

38. SLÁDEČEK, Vladimír. *Obecné správní právo*. 2. aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: ASPI-Wolters Kluwer, 2009, 463 s. ISBN 978-80-7357-382-9.
39. ŠOVAR, Jan a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1669 s. ISBN 978-80-7478-783-6.
40. ŠOVAR, Jan a Ondřej MIKULA. O komanditní společnosti na investiční listy. *Obchodněprávní revue*. Praha: C.H. Beck, 2014, roč. 6, č. 11, s. 305-311. ISSN 1803-6554.
41. ŠOVAR, Jan. Jaké mýty provázejí novou právní úpravu fondů kvalifikovaných investorů? *Právní rádce*. Praha. *Economia*, a.s. 2013, roč. 21, č. 6, s. 16-19. ISSN 1210-4817.
42. VEIL, Rüdiger. *European capital markets law*. Oxford: Hart Publishing, 2013, 512 s. ISBN 978-1-84946-440-6.
43. WAGNER, Markus, SCHLÖMER, Verena a Dirk ZETZSCHE. AIFMD vs. MiFID: Similarities and differences. In ZETZSCHE, Dirk *The alternative investment fund managers directive: European regulation of alternative investment funds*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2012, 803 s. ISBN 978-90-411-4044-9.
44. ZETZSCHE, Dirk. Investment Law as Financial Law. In BIRKMOSE, Hanne Søndergaard, Mette NEVILLE a Karsten ENGSIG SØRENSEN. *The European financial market in transition*. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, 2012, 451 s. ISBN 978-90-411-3360-1.

## Elektronické zdroje:

1. ABZ.cz [online]. 2005. [cit. 2015-11-13] Slovník cizích slov. Heslo „distribuce“. Dostupné z WWW: <http://slovník-cizich-slov.abz.cz/web.php/slovo/distribuce>.
2. BERAN, Jiří. *Novinky z legislativy na finančním trhu*. In Konference EFPA ČR 2015 [online]. 2015. [cit. 2015-11-13]. Dostupné z WWW: <https://efpa.cz/files/beran.0.pdf>.
3. Commission de Surveillance du Secteur Financier [online]. 2015. [cit. 2015-12-22] Frequently Asked Questions (version 9, 10 August 2015) concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage transparency and supervision. Dostupné z WWW: [http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ\\_AIFMD.pdf](http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ_AIFMD.pdf).
4. COOConnect [online]. 2015. [cit. 2015-12-25] Reverse solicitation is the riskiest option. Dostupné z WWW: <http://cooconnect.com/guide/aifmd/reverse-solicitation-is-the-riskiest-option>.
5. Česká národní banka [online]. 2009. [cit. 2015-12-19] Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. září 2009 k povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v\\_2009\\_12\\_21609560.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2009/download/v_2009_12_21609560.pdf).
6. Česká národní banka [online]. 2010. [cit. 2015-12-15] Odpovědi na dotazy - veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Širší okruh osob. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sirsi\\_okruh\\_osob.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sirsi_okruh_osob.pdf).
7. Česká národní banka [online]. 2010. [cit. 2015-12-22] K právní povaze Exchange Traded Funds (ETF). Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_pravni\\_povaze\\_exchange\\_traded\\_funds.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pravni_povaze_exchange_traded_funds.pdf).

8. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2015-12-15] Odpovědi na dotazy - veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Nabídka cenných papírů nabývaných do obhospodařovaného majetku. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/nabidka\\_cennych\\_papiru\\_nabyvanych\\_do\\_obhospodarovaneho\\_majetku.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/nabidka_cennych_papiru_nabyvanych_do_obhospodarovaneho_majetku.pdf).
9. Česká národní banka [online]. 2011. [cit. 2015-12-22] K podmínkám poskytnutí služby execution only. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_podminkam\\_poskytnuti\\_sluzby\\_execution\\_only.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_podminkam_poskytnuti_sluzby_execution_only.pdf).
10. Česká národní banka [online]. 2012. [cit. 2015-11-30] Sdělení ČNB o vydání obecných pokynů ESMA k určitým aspektům požadavků směrnice MiFID ohledně vhodnosti (suitability) [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislativni\\_zakladna/obecne\\_pokyny\\_evropskych\\_organu\\_dohledu/esma\\_2012\\_387\\_sdeleni\\_cnb.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/esma_2012_387_sdeleni_cnb.html).
11. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-11-21] K registraci činnosti vázaného zástupce obchodníka s cennými papíry a investičního zprostředkovatele. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_registraci\\_cinnosti\\_vazaneho\\_zastupce.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_registraci_cinnosti_vazaneho_zastupce.pdf).
12. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-11-25] K obchodování s drahými kovy (např. zlatem) z hlediska dohledu České národní banky. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_obchodovani\\_s\\_drahyymi\\_kovy.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_obchodovani_s_drahyymi_kovy.pdf).
13. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-12-15] K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_pojmu\\_verejnost\\_v\\_zakone\\_o\\_kolektivnim\\_investovani.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pojmu_verejnost_v_zakone_o_kolektivnim_investovani.pdf).

14. Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2015-12-25] K výkladu pojmu poskytování finančních služeb v České republice. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_vykladu\\_pojmu\\_poskytovani\\_financnich\\_sluzeb\\_v\\_cr.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_vykladu_pojmu_poskytovani_financnich_sluzeb_v_cr.pdf).
15. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-11-15] Úřední sdělení České národní banky ze dne 17. ledna 2014 o podmínkách přípustnosti pobídek při distribuci některých produktů na finančním trhu. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik\\_2014\\_01\\_20114560.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik_2014_01_20114560.pdf).
16. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-11-21] K přeshraničnímu nabízení investic do standardních fondů nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů (UCITS). Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_preshranicnimu\\_nabizeni\\_investic\\_do\\_standardnich\\_fondu.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_preshranicnimu_nabizeni_investic_do_standardnich_fondu.pdf).
17. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-11-25] Upozornění na aktivity skupiny WSM. Dostupné z WWW: [https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana\\_spotrebitele/upozorneni/upozorneni\\_wsm.html](https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitele/upozorneni/upozorneni_wsm.html).
18. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-12-06] Úřední sdělení České národní banky ze dne 19. září 2014 k řízení a kontrole kvality distribuční sítě pojišťovacího zprostředkovatele. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik\\_2014\\_16\\_22214580.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2014/download/vestnik_2014_16_22214580.pdf).
19. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-12-11] Rozhodnutí České národní banky č.j. 014/37259/570 ze dne 11. září 2014, sp.zn. Sp/2012/131/573. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/pravomocna\\_rozhodnuti/prilohy/Sp\\_2009\\_162\\_573.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/Sp_2009_162_573.pdf).



20. Česká národní banka [online]. 2014. [cit. 2015-12-28] K přeshraničnímu nabízení investic do standardních fondů nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů (UCITS). Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_preshranicnimu\\_nabizeni\\_investic\\_do\\_standardnich\\_fondu.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_preshranicnimu_nabizeni_investic_do_standardnich_fondu.pdf).
21. Česká národní banka [online] 2015. [cit. 2015-12-02] Registrace vázaných zástupců zahraničních obchodníků s cennými papíry. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/registrace\\_vazanych\\_zastupcu\\_zahranicnich\\_obchodniku.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/registrace_vazanych_zastupcu_zahranicnich_obchodniku.pdf).
22. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2015-12-11] Seznam regulovaných a registrovaných subjektů. Dostupné z WWW: [https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS\\_COUNTS\\_DETAIL?p\\_lang=cz&p\\_DATUM=11.12.2015&p\\_ses\\_idx=204](https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=11.12.2015&p_ses_idx=204).
23. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2015-12-13] Rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/27290/570 ze dne 10. března 2015, sp.zn. S-Sp-2014/00166/CNB/573. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/pravomocna\\_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2014\\_00166\\_CNB\\_573.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2014_00166_CNB_573.pdf).
24. Česká národní banka [online]. 2015. [cit. 2015-12-20] Rozhodnutí České národní banky č.j. 2015/54655/570 ze dne 21. května 2015, sp.zn. Sp/2015/10/573. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/pravomocna\\_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015\\_00010\\_CNB\\_573.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00010_CNB_573.pdf).
25. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-12-10] Sněmovní tisk 896/0, Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>.
26. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2013. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 6. volební období, 2010-2013 [cit. 2015-12-12] Sněmovní tisk 897/0,

Vládní návrh zákona o změně některých zákonů v souvislosti s přijetím zákona o investičních společnostech a investičních fondech a s přijetím přímo použitelného předpisu Evropské unie upravujícího vypořádání některých derivátů. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=6&CT=896&CT1=0>.

27. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2014. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-10] Sněmovní tisk 216/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, a některé další zákony v oblasti kapitálového trhu. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=216&CT1=0>.
28. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-11-13] Sněmovní tisk 415/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí a o změně živnostenského zákona (zákon o pojišťovacích zprostředkovatelích a likvidátorech pojistných událostí), ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&T=415>.
29. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-29] Sněmovní tisk 571/2, usnesení rozpočtového výboru z 31. schůze ze dne 11. listopadu 2015 k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů a další související zákony. Novelizační bod 5. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=7&ct=571&ct1=2>.
30. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2015. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 7. volební období, 2013- [cit. 2015-12-28] Sněmovní tisk 679/0, Vládní návrh zákona o spotřebitelském úvěru. Dostupné z WWW: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=7&CT=679&CT1=0>.
31. HOBZA, Martin. *Právní aspekty činnosti investičního zprostředkovatele* [online]. 2013 [cit. 2015-12-11]. 75 s. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/detail/130154>. Vedoucí práce Michael Kohajda.

32. HUSTÁK, Zdeněk a Klára KUBÁŇOVÁ. *Nová úprava poskytování informací při tvorbě a prodeji investičních produktů*. Epravo.cz [online]. 2014. [cit. 2015-12-28]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-poskytovani-informaci-pri-tvorbe-a-prodeji-investicnich-produktu-96263.html>.
33. JESCH, Thomas A. *MiFID II – Zurück in die Zukunft. Recht der Finanzinstrumente* [online]. 2015. [cit. 2015-12-29]. Dostupné z WWW: <http://finanzen.ruw.de/rd-news/standpunkte/MiFID-II--Zurueck-in-die-Zukunft-28613>.
34. KOHAJDA, Michael. *Dozor nad regulovanými subjekty finančního trhu* [online]. Praha, 2008 [cit. 2015-12-30]. 179 s. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/detail/8000985400>. Vedoucí práce Milan Bakeš.
35. LK Shields [online]. 2015. [cit. 2015-12-25] Reverse Solicitation. Dostupné z WWW: <http://www.lkshields.ie/publications/reverse-solicitation>.
36. MIKULA, Ondřej. Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. díl. Patria Online [online]. 2013. [cit. 2015-12-25]. Dostupné z WWW: <https://www.patria.cz/pravo/2460662/preshranicni-private-placement-investicnich-fondu-v-cr-v-novem-zisif-1-dil.html>.
37. MIKULA, Ondřej. Přeshraniční neveřejné nabízení investičních fondů dle nového ZISIF (2. díl). Patria Online [online]. 2013. [cit. 2015-12-28]. Dostupné z WWW: <https://www.patria.cz/pravo/2495107/preshranicni-neverejne-nabizeni-investicnich-fondu-dle-noveho-zisif-2-dil.html>.
38. MIKULÁŠ, Jan. *Veřejná nabídka cenných papírů* [online]. 2011 [cit. 2015-12-28]. 177 s. Dostupné z: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/detail/11978>. Vedoucí práce Stanislava Černá.
39. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2009. [cit. 2015-12-06] Analýza vybraných aspektů distribuce na finančním trhu v ČR. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/ochrana-spotrebitele/distribuce-na-financnim-trhu>.

40. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-11-27] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2014. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2014/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-21618>.
41. Ministerstvo financí České republiky. [online]. 2015. [cit. 2015-12-26] Nabízení investic do investičního nebo zahraničního investičního fondu, jehož domovským státem JE členský stát a domovským státem obhospodařovatele JE členský stát. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2013/informativni-elektronicke-brozury-k-nove-13894>.
42. TORNOVÁ, Jarmila. Změny v nabízení investic (nejen) podle nového zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Epravo.cz [online]. 2013. [cit. 2015-12-28]. Dostupné z WWW: <http://www.epravo.cz/top/clanky/zmeny-v-nabizeni-investic-nejen-podle-noveho-zakona-o-investicnich-spolecnostech-a-investicnich-fondech-91823.html>.
43. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-11-22] Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>.
44. Úřad vlády České republiky [online]. 2015. [cit. 2015-12-25] Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a některé další související zákony. Dostupné z WWW: <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN9XSBWQ4Q>.
45. Ústav pro jazyk český, v. v. i. [online]. 2011. [cit. 2015-11-13] Slovník spisovného jazyka českého. Heslo „distribuce“. Dostupné z WWW: <http://ssjc.ujc.cas.cz/search.php?hledaj=Hledat&heslo=distribuce&sti=EMPTY&where=hesla&hsubstr=no>.
46. VACEK, Lukáš. *Změny v regulaci distribuce na finančním trhu*. In Asociace českých pojišťovacích makléřů [online]. 2011. [cit. 2015-11-13] Konference

pojišťovacích makléřů 2011. Dostupné z WWW:  
<http://acpm.cz/index.php?action=article&id=31679>.

47. VERLAINE, Julia-Ambra. *Banks May Get Extra Time to Soften Up EU Financial-Market Rules*. Bloomberg Business. [online]. 2015. [cit. 2015-12-29]. Dostupné z WWW: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-10/eu-commission-proposes-to-delay-mifid-ii-rules-by-a-year>.
48. Vláda České republiky [online]. 2012. [cit. 2015-11-13] Věcný záměr zákona o některých podmínkách nabízení, zprostředkování a poskytování finančních služeb a o finančním poradenství. Dostupné z WWW: <http://www.vlada.cz/cz/ppov/lrv/ria/databaze/mf-9--vecny-zamer-zakona-o-nekterych-podminkach-nabizeni--zprostredkovani-a-poskytovani-financnich-sluzeb-a-o-financnim-poradenstvi--92575/>.
49. VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Státní dohled nad finanční činností* [online]. 2015 [cit. 2015-11-27]. 327 s. Dostupné z WWW: <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/detail/56679>  
Vedoucí práce Milan Bakeš.

## **Právní předpisy:**

1. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/760 ze dne 29. dubna 2015 o evropských fondech dlouhodobých investic.
2. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES.
3. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou.
4. 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.
5. Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu.
6. 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.
7. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.
8. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.
9. 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.
10. Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

11. Vyhláška č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.
12. Vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.
13. Zákon č. 102/2001 Sb., o obecné bezpečnosti výrobků.
14. Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů.
15. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.
16. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.
17. Zákon č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi.
18. Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.
19. Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.
20. Zákon č. 275/2012 Sb., o volbě prezidenta republiky.
21. Zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku.
22. Zákon č. 336/2014 Sb., kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, a některé další zákony v oblasti kapitálového trhu.
23. Zákon č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí a o změně živnostenského zákona.
24. Zákon č. 426/2011 Sb., o důchodovém spoření.

25. Zákon č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření.
26. Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.
27. Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance.
28. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.
29. Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích).



## **Abstrakt v českém jazyce**

### **Distribuce investičních nástrojů**

Tato rigorózní práce se zabývá problematikou distribuce investičních nástrojů a její právní regulace. Cílem práce je teoreticky vymezit, v rámci finančního práva systematicky zařadit a analyzovat problematiku právního rámce distribuce investičních nástrojů. Sekundárním cílem práce je poukázat na dílčí neprovázanost právních předpisů, regulujících jednotlivé formy distribuce a navrhnout možná řešení. První dvě kapitoly této práce jsou věnovány obecným teoretickým otázkám spojeným s předkládaným tématem, mimo jiné pojmům distribuce na finančním trhu a investiční nástroj. Třetí kapitola se zabývá investory jako adresáty distribuce a jednotlivými kategoriemi distributorů a analyzuje rozsah jejich oprávnění při distribuci investičních nástrojů. Čtvrtá kapitola analyzuje jednotlivé zákonné formy distribuce investičních nástrojů se zaměřením na nabízení investic do investičních fondů. V rámci jednotlivých kapitol jsou uváděny autorovy názory na danou problematiku, včetně návrhů *de lege ferenda*. Závěrem je předložen návrh legislativních úprav v oblasti distribuce investičních nástrojů, představujících účast na investičním fondu.

## **Abstract in English language**

### **Distribution of financial instruments**

This thesis deals with the issue of distribution of financial instruments and its legal regulation. The aim of the thesis is to theoretically define, within the financial law systematically classify and analyze the issue of legal framework for the distribution of financial instruments. The secondary objective is to highlight the partial incoherence of legislation regulating the various forms of distribution and propose possible solutions. The first two chapters of this thesis are devoted to general theoretical issues related to the present topic, among others to the concepts of distribution in the financial market and financial instrument. The third chapter deals with investors as addressees of distribution and with the various categories of distributors and analyzes the extent of their qualification in the area of distribution of financial instruments. The chapter four analyzes the different legal forms of distribution of financial instruments with a focus on marketing of investment funds. Within particular chapters, author's views on the issue are given, including proposals *de lege ferenda*. Finally, the draft of legislative amendments in the area of distribution of financial instruments, representing participation in the investment fund is proposed.

## **Resumé**

### **Distribution of financial instruments**

This thesis deals with the issue of distribution of financial instruments and its legal regulation. The primary objective of the thesis is to theoretically define and analyze the issue of legal framework governing the distribution of financial instruments. The secondary objective is to highlight the partial incoherence of legislation regulating the various forms of distribution, namely the Act on Capital Market Undertakings and Act on Investment Companies and Investment Funds, and propose possible legislative solutions. The general theoretical part of the thesis, comprising first two chapters, is devoted to the concept of distribution in the financial market, concept of financial instruments and incorporation of the presented topic into the system of financial law, including the comparative perspective. The chapter three focuses on subjects involved in the process of distribution of financial instruments, namely the investors as addressees of distribution and certain categories of distributors. The accent is put on the investment fund managers and investment intermediaries as distributors. The external distribution models common in the Czech capital markets are briefly mentioned. The fourth chapter analyzes certain legal forms of distribution of financial instruments and their correlation, namely distributional investment services and marketing of investment funds with a focus on private placement of investment funds and marketing of qualified investors' funds to general public. According to the author, the criterion of minimal investment should be revised and supplemented by the appropriateness test in order to enable general public to take advantage of investments into the qualified investors' funds. In the conclusion the author's views on the issue and proposals *de lege ferenda* are given. Furthermore, the future legislative changes, their aspects and implication are discussed.

## **Klíčová slova**

Investiční nástroje, distribuce, nabízení investic do investičních fondů.

## **Key words**

Financial instruments, distribution, marketing of investment funds.