

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA
KATEDRA FINANČNÍHO PRÁVA A FINANCÍ

DIPLOMOVÁ PRÁCE

KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ A JEHO PRÁVNÍ ÚPRAVA

VEDOUcí DIPLOMOVÉ PRÁCE: JUDR. PETR KOTÁB
DIPLOMANT: JAN SKUHRAVÝ

BŘEZEN 2007

PROHLAŠUJI, ŽE JSEM TUTO DIPLOMOVOU PRÁCI ZPRACOVAL SAMOSTATNĚ A ŽE JSEM VYZNAČIL PRAMENY, Z NICHŽ JSEM PRO SVOU PRÁCI ČERPAL, ZPŮSOBEM VE VĚDECKÉ PRÁCI OBVYKLÝM.

V PRAZE, DNE 14. 6. 2007



JAN SKUHŘAVÝ

TÍMTO BYCH RÁD PODĚKOVAL PANU JUDR. PETRU KOTÁBOVI ZA CENNÉ PŘIPOMÍNKY A NÁMĚTY, KTERÉ PŘÍSPĚLY KE ZPRACOVÁNÍ TĚTO PRÁCE.

OBSAH

OBSAH	- 1 -
1. ÚVOD	- 3 -
2. POJEM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 4 -
2.1 EKONOMICKÝ POJEM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 4 -
2.2 PRÁVNÍ ÚPRAVA KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICE.....	- 5 -
(a) <i>Zákon o kolektivním investování</i>	- 6 -
(b) <i>Zákon o podnikání na kapitálovém trhu</i>	- 13 -
3. PRODUKTY KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 19 -
3.1 SPECIÁLNÍ FONDY KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 19 -
(a) <i>Fondy otevřeného typu</i>	- 20 -
(b) <i>Fondy uzavřeného typu</i>	- 20 -
3.2 HEDGINGOVÉ FONDY	- 22 -
3.3 HYBRIDNÍ INSTRUMENTY	- 23 -
(a) <i>Vymezení instrumentů</i>	- 23 -
(b) <i>Nevýhody při insolvenci emitenta</i>	- 25 -
(c) <i>Druhy běžně emitovaných hybridních produktů</i>	- 25 -
4. VEŘEJNÁ NABÍDKA ZAHRANIČNÍCH INSTRUMENTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICE	- 26 -
4.1 STANOVISKO K VEŘEJNÉ NABÍDCE ZAHRANIČNÍCH SPECIÁLNÍCH FONDŮ.....	- 27 -
(a) <i>Okruh adresátů veřejného nabízení podle stanoviska</i>	- 27 -
(b) <i>Teritoriální pojetí veřejné nabídky ve stanovisku Komise</i>	- 28 -
4.2 NABÍZENÍ NĚKTERÝCH ZAHRANIČNÍCH SPECIÁLNÍCH FONDŮ.....	- 29 -
(a) <i>Požadavek §58 zákona o kolektivním investování</i>	- 29 -
(b) <i>Veřejné nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu a Směrnice o prospektu</i>	- 32 -
4.3 NABÍDKA CENNÝCH PAPIRŮ ZAHRANIČNÍCH OTEVŘENÝCH SPECIÁLNÍCH FONDŮ.....	- 37 -
(a) <i>Požadavek ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování</i>	- 37 -
(b) <i>Podmínky povolení veřejné nabídky cenných papírů speciálního fondu v České republice</i>	- 39 -
(c) <i>Řízení o povolení veřejné nabídky</i>	- 40 -
4.4 NABÍDKA HYBRIDNÍCH INSTRUMENTŮ A NĚKTERÝCH HEDGINGOVÝCH FONDŮ.....	- 40 -
(a) <i>Propagace podkladového aktiva</i>	- 41 -
(b) <i>Provádění transakcí sekundárního trhu emitentem</i>	- 42 -
4.5 VEŘEJNÁ NABÍDKA CENNÝCH PAPIRŮ, KTERÉ NEJSOU INVESTIČNÍMI CENNÝMI PAPIŘY	- 42 -
4.6 BURZOVNÍ OBCHODOVÁNÍ FONDŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 44 -

4.7	PUBLIKAČNÍ POVINNOSTI VZTAHUJÍCÍ SE K VEŘEJNÉ NABÍDCE	- 45 -
(a)	<i>Publikační povinnosti podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu</i>	- 45 -
(b)	<i>Publikační povinnosti podle zákona o kolektivním investování</i>	- 46 -
5.	DALŠÍ REGULATORNÍ OMEZENÍ VEŘEJNÉHO NABÍZENÍ ZAHRAJNÍCH PRODUKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 47 -
5.1	OBEČNÁ PRAVIDLA PROPAGACE	- 47 -
5.2	ZASÍLÁNÍ ELEKTRONICKÝCH ZPRÁV	- 48 -
5.3	PROPAGACE ZA POUŽITÍ WEBOVÝCH STRÁNEK S OMEZENÝM PŘÍSTUPEM	- 49 -
6.	ODPOVĚDNOSTNÍ VZTAHY V SOUVISLOSTI S VEŘEJNÝM NABÍZENÍM PRODUKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 49 -
6.1	VEŘEJNOPRÁVNÍ ODPOVĚDNOST NA ÚSEKU VEŘEJNÉ NABÍDKY	- 50 -
(a)	<i>Porušení předpisů o propagaci</i>	- 50 -
(b)	<i>Porušení předpisů o poskytování investičních služeb</i>	- 50 -
(c)	<i>Porušení předpisů o veřejném nabízení cenných papírů kolektivního investování a investičních cenných papírů</i>	- 51 -
6.2	SOUKROMOPRÁVNÍ ODPOVĚDNOST PŘI VEŘEJNÉM NABÍZENÍ	- 52 -
6.3	ODPOVĚDNOST ZA OBSAH PROPAGAČNÍCH SDĚLENÍ V SOUVISLOSTI S VEŘEJNOU NABÍDKOU	- 52 -
(a)	<i>Odpovědnost na základě zákona o kolektivním investování</i>	- 53 -
(b)	<i>Odpovědnost na základě zákona o podnikání na kapitálovém trhu</i>	- 53 -
(c)	<i>Teoretická odpovědnost na základě obchodního zákoníku</i>	- 54 -
7.	ZÁVĚR	- 56 -
8.	POUŽITÁ LITERATURA	- 59 -

1. ÚVOD

V současné době je s velkou pravděpodobností jen málo právních odvětví, která by se rozvíjela tak bouřlivě a dynamicky, jako je tomu ve sféře právní úpravy finančního, respektive kapitálového trhu. Ruku v ruce s tímto překotným vývojem jde též snaha zákonodárců prakticky všech ekonomicky vyspělých zemí změny a novinky v ekonomické realitě průběžně zachycovat a příslušným způsobem reflektovat v národní legislativě (nebo na úrovni Evropských společenství v legislativě ES). Přes veškerou tuto snahu ovšem pozitivní právní úprava není nikdy schopna z různých důvodů plně kopírovat dynamický rozvoj kapitálového trhu samotného. Též z tohoto důvodu právní praxe stále a znovu naráží na oblasti, ve kterých převládá jakési „legislativní vakuum“.

Jednou z těchto oblastí je bezesporu též alespoň část právní úpravy kolektivního investování (jak jej definuji dále). Rychlost rozvoje finančních inovací v této oblasti i výrazný přeshraniční charakter mnoha činností způsobuje, že platná právní úprava ne vždy zachycuje možné varianty ekonomické reality.

Neexistence příslušné právní úpravy rozličných produktů kapitálového trhu v České republice nebo popřípadě nejasnost existující právní úpravy vyvolávají na straně emitentů produktů a zprostředkovatelů na kapitálovém trhu transakční náklady, které jsou ovšem v konečném důsledku přenášeny na investory v podobě snížených výnosových měr u těchto produktů. Odstranění těchto nejasností a právní nejistoty by vedlo k celkovému zefektivnění trhu.

V této práci jsem se zaměřil na objasnění některých možností působení zahraničních fondů v České republice, na nabízení cenných papírů takových fondů v České republice a dále se snažím objasnit problematiku některých obecných omezení a odpovědnostních vztahů souvisejících s tímto nabízením zahraničních produktů.

V úvodních partiích této práce též diskutuji některé ze základních pojmů českého práva kapitálového trhu, které s danou problematikou úzce souvisí a které je potřeba vymezit pro účely jejich následné aplikace na zahraniční instrumenty, které jsou předmětem této práce. Jde převážně o pojmy, ohledně jejichž vymezení nebylo dosud dosaženo potřebného konsenzu v právní teorii ani v odborné praxi.

Český trh kolektivního investování, popřípadě kapitálový trh obecně, je v evropském měřítku relativně malý co do objemu spravovaných aktiv. To je i jedním z důvodů, proč je pro emitenty produktů kolektivního investování často výhodnější, spíše než zakládat organismy kolektivního investování přímo v České republice, použít zahraniční organismus kolektivního investování pro veřejnou nabídku v několika jurisdikcích, včetně České republiky. Z hlediska emitenta (a potažmo též investora) zde dochází k významnému snížení transakčních nákladů spojených se zakládáním a správou produktů kolektivního investování. Toto je i důvodem, proč jsem svou práci zaměřil právě na přeshraniční nabízení produktů kolektivního investování.

Vzhledem k tomu, že problematika nabízení cenných papírů zahraničních fondů, které odpovídají požadavkům práva evropských společenství (takzvané UCITS fondy, dle českého zákona o kolektivním investování standardní fondy), nevyvolává zásadní interpretační a aplikační obtíže, nebudu se těmto fondům v této práci dále věnovat. Naopak se zaměřím na fondy speciální, tj. fondy, které nesplňují požadavky práva Evropských společenství, a dále na takzvané hedgingové¹ fondy a další instrumenty, které ač nejsou produkty kolektivního investování stricto sensu, mohou mít pro investory stejný ekonomický význam (tzv. hybridní produkty, jak je definuji a rozebírám dále).

Tuto práci jsem zpracovával dle právního stavu účinného k 1. lednu 2007.

2. POJEM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

2.1 EKONOMICKÝ POJEM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

V ekonomickém smyslu je možné definovat kolektivní investování jako investování určitého většího počtu investorů, kteří se snaží co nejlépe zhodnotit své volné peněžní prostředky při

¹ Je otázkou, jakým způsobem správně překládat anglický pojem „hedge funds“. Některé české prameny uvádí pojem hedgingové fondy, jiné naopak volí fonetický přepis hedžové fondy (v literatuře např. Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Praha, Grada, 2005). Není možné s jistotou říci, že by některý ze zmíněných výrazů měl v praxi převahu.

současné snaze minimalizovat investiční rizika dostatečnou diverzifikací společného portfolia.² Níže v této práci poukážu na odlišnosti od této definice u některých hedgingových fondů.

Literatura uvádí mnoho důvodů, které stojí za rozvojem kolektivního investování. Zejména jde o výhodu profesionální správy úspor jednotlivců skrze mechanismy kolektivního investování, možnost efektivnější diverzifikace rizika skrze spojování individuálních investičních portfolií, využití úspor z rozsahu a ze sortimentu a z tohoto plynoucí nižší transakční náklady jednotlivců, umožnění investic jednotlivců do instrumentů, které by jim jinak nebyly dostupné (např. cenné papíry peněžního trhu, nemovitosti, deriváty, umělecké předměty, některé komodity, atd.), a v neposlední řadě množství dostupných investičních produktů vyznačujících se odlišným zaměřením.³

Kromě výše popsaných výhod jsou s kolektivním investováním spojena inherentní investiční rizika, která spočívají zejména v neexistenci státních systémů pojištění instrumentů kolektivního investování (na rozdíl od například pojištění vkladů či pojištění v rámci garančních schémat při obhospodařování portfolií na individuálním základě), dále v možném konfliktu zájmů mezi investory a správci portfolia kolektivního investování a nakonec i v nebezpečí kapitálových ztrát plynoucích z tržního ohodnocování instrumentů kolektivního investování.⁴

Kolektivní investování se děje především prostřednictvím takzvaných fondů kolektivního investování (tento pojem je rozebrán dále). Ovšem v rámci finančních inovací došlo též k vytvoření produktů, které investorům nabízí z ekonomického pohledu velmi podobnou investici, a odlišují se od fondů právní formou, kterou se tohoto ekonomicky podobného výsledku dosahuje.

2.2 PRÁVNÍ ÚPRAVA KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICĚ

Problematika nabízení zahraničních instrumentů kolektivního investování je v České republice upravena v pozitivním právu zejména zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování,

² Viz Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Praha, Ekopress, 2002. Str. 365

³ Musílek, P.: op. cit., str. 368

⁴ Musílek, P.: op. cit., str. 369

v platném znění (dále jen **zákon o kolektivním investování**). Některé aspekty kolektivního investování, kterými se tato práce zabývá, jsou upraveny zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění (dále jen **zákon o podnikání na kapitálovém trhu**).

(a) **Zákon o kolektivním investování**

(i) *Definice kolektivního investování*

Zákon o kolektivním investování upravuje kolektivní investování, které sám v §2 odst. 1 písm. a) definuje 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.“

Jako zdroj inspirace pro tuto definici nepochybně posloužila směrnice číslo 85/611/ES (dále jen **Směrnice o UCITS**), v platném znění, která ve svém článku 1 odst. 2 definuje organismy kolektivního investování.⁵ Na rozdíl od české definice obsahuje u shromažďování peněžních prostředků odkaz na pojem „veřejnost“. Tento pojem byl dříve též součástí české definice kolektivního investování, avšak byl z definice v §2 odstraněn při novelizaci zákonem č. 224/2006 Sb., Byl ovšem přesunut do ustanovení nového §2a zákona o kolektivním investování, který diskutuji dále.

V §2 odst. 1 písm. c) zákona je fond kolektivního investování definován jako investiční fond nebo podílový fond. Investiční fond je dále definován v §4 odst. 1 zákona jako „právnická osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování a která má povolení České národní banky k činnosti investičního fondu“ (Česká národní banka dále též jen **ČNB**). Povolení k činnosti investičního fondu může obdržet pouze akciová společnost. Podílový fond je pak definován v §6 odst. 2 jako „soubor majetku, který náleží všem vlastníkům podílových listů podílového fondu..., a to v poměru podle vlastněných podílových listů“.

⁵ V anglickém znění jsou organismy kolektivního investování „*undertakings, the sole object of which is the collective investment in transferable securities and/or in other liquid financial assets... of capital raised from the public and which operates on the principle of risk spreading*“.

Z výše uvedeného vyplývá, že podle českého práva je účast na fondu vždy vtělena (investována⁶) do cenného papíru, a to buď do akcie akciové společnosti, nebo do podílu v podílovém fondu.

(ii) „Černé kolektivní investování“

Zákon o kolektivním investování též po novele z roku 2006 obsahuje nový §2a, který zakotvuje obecný zákaz shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti za účelem jejich společného investování nebo jejich společné investování, pokud má být návratnost investice nebo zisk investora i jen částečně závislá na hodnotě nebo výnosu aktiv, do kterých byly peněžní prostředky investovány, pokud není taková činnost vykonávána podle zákona o kolektivním investování.

Toto ustanovení dále zahrnuje výčet výjimek z tohoto zákazu, z nichž jedna (uvedená pod §2a odst. 3, písm. g)) též vyjímá z dosahu tohoto zákazu shromažďování prostředků od veřejnosti v rámci nabízení cenných papírů veřejnosti podle zvláštního právního předpisu. Poznámka pod čarou odkazuje na zákon o podnikání na kapitálovém trhu, čímž rozumím ustanovení §34 *et seq.* tohoto zákona o veřejné nabídce investičních cenných papírů.

Způsob artikulace ustanovení §2a považuji za velmi nešťastný. Je totiž obecným principem českého práva, že výjimky z určitého právního pravidla by měly být vykládány restriktivně. Ovšem výčet výjimek ze zákazu, který je uveden v §2a odst. 3, je uvozen slovem „zejména“, což podle běžných interpretačních zásad znamená, že jde o výčet demonstrativní. Stanovení výjimek z takto kategorického zákazu demonstrativním způsobem vytváří krajní právní nejistotu ohledně toho, která chování právních subjektů by spadala pod zákaz která ne. Navíc za porušení tohoto zákazu stanoví §124 zákona o kolektivním investování pokutu ve výši až 5 milionů Kč.

I výjimka, která stanoví, že není porušením zákazu podle §2a odst. 1, pokud jde o veřejnou nabídku investičních cenných papírů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, je velmi zvláštní. Vyplývá z ní totiž, že shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti za účelem jejich společného investování by mohly vykonávat i neregulované subjekty, pokud tak budou činit

⁶ Pihera, V., Šebestová, A.: Nová úprava kolektivního investování. Právní rozhledy 14/2006, str. 500.

prostřednictvím (investičních) cenných papírů a současně uveřejní prospekt.⁷ Navíc by takto platilo, že pokud by se subjekt, jehož činnost by normálně podléhala zákazu shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti podle §2a odst. 1, rozhodl vydávat certifikáty, warranty, nebo jiné obdobné cenné papíry a uveřejnil prospekt těchto cenných papírů, mohl by tak činit bez ohledu na výše zmíněný zákaz.⁸

Pihera a Šebestová (2006) nastiňují otázku, zda záměrem zákonodárce ve zmiňovaném §2a nebylo spíše říci, že veřejné nabízení cenných papírů by nemělo samo o sobě být považováno za černé kolektivní investování, ale že v každém případě bude muset být přezkoumáno z hlediska, zda je nabízení konkrétního cenného papíru možné považovat za činnost podle §2a odst. 1 zákona o kolektivním investování, tedy zda cenný papír zprostředkovává investici do kolektivního portfolia.⁹ Na první pohled by bylo možné se domnívat, že se dané dvě kategorie, tj. shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti v rámci veřejné nabídky investičních cenných papírů podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu a kolektivní investování vzájemně vylučují. Ovšem §2a odst. 3 obsahuje dovětek, který stanoví, že porušením §2a odst. 1 není, pokud je daná činnost (v tomto případě veřejná nabídka investičního cenného papíru) prováděna v souladu se zákony. Vzhledem k nejasné dikci daných ustanovení a též vzhledem k účelu a smyslu dohledu České národní banky, jak je zakotven v §2 zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu, je možné se domnívat, že i když půjde o veřejnou nabídku investičních cenných papírů dle zvláštního právního předpisu, tak pokud bude subjekt, popřípadě jím vykonávaná činnost, naplňovat znaky provozování kolektivního investování (shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti, jejich kolektivní investování), bude taková činnost kromě povinnosti uveřejnit prospekt ještě podléhat schválení Českou národní bankou.

⁷ Pihera, V., Šebestová, A.: op. cit., str. 500.

⁸ Tato úvaha je ovšem spíše jen teoretickým cvičením. Z praktického pohledu by bylo možno jen stěží připustit, že by Česká národní banka schválila prospekt cenných papírů, které jsou cennými papíry subjektu provozujícího „černé kolektivní investování“. Problém by nastal u zahraničních cenných papírů nabízených na základě jednotného evropského pasu pro emitenty. Zde Česká národní banka nemá možnost podmínit veřejnou nabídku dalším povolením.

⁹ Pihera, V., Šebestová, A.: op. cit., str. 500.

(iii) Pojem veřejnosti v §2a zákona o kolektivním investování

Vymezení obsahu pojmu veřejnost je klíčové pro pochopení rozsahu činností zakázaných §2a zákona o kolektivním investování. Nicméně jde o takzvaný neurčitý právní pojem a zákonodárce zde žádné interpretační vodítko neposkytuje. Výklad tohoto pojmu bude tedy podléhat správnímu uvážení České národní banky a popřípadě soudnímu přezkumu v rámci správního soudnictví.

Nicméně mohu se zde pokusit nastínit několik možných přístupů k interpretaci pojmu veřejnosti obsaženém v §2a zákona. Výskyt tohoto termínu je totiž v právu kapitálového trhu v různých souvislostech poměrně častý.

Jednou z inspirací použitelných k výkladu tohoto pojmu může být stanovisko bývalé Komise pro cenné papíry č. STAN/7/2004, které se zabývá veřejnou nabídkou cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování. V tomto stanovisku Komise dochází k celkem překvapivému závěru ohledně okruhu adresátů veřejného nabízení. Logické je, že adresáty nabízení veřejnosti musí být *širší okruh osob*, jak Komise správně poznamenává. Nicméně dále Komise dochází k závěru, že kategorie profesionálních investorů ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu vzhledem k jejich specifitě nebude nikdy tvořit tento širší okruh osob. Dále Komise rozšiřuje výklad tak, že pro případ investorů s dostatečnými znalostmi a zkušenostmi v oblasti investic do produktů kapitálového trhu bude považovat za širší okruh osob takový okruh, který překročí 100 osob během 12 po sobě následujících měsíců. Ohledně investorů-laiků, kteří znalosti kapitálového trhu nemají, považuje Komise dle tohoto stanoviska za širší okruh osob jakýkoli okruh přesahující obvyklý kruh přátel, rodiny a v případě právnických osob přesahující podnikatelské seskupení.

Druhým stanoviskem, které se dané problematice veřejnosti týká, je stanovisko Komise č. STAN/6/2005, zabývající se shromažďováním peněžních prostředků od veřejnosti podle zákona o kolektivním investování. Nutno podotknout, že v době publikace tohoto stanoviska dosud byl pojem veřejnosti zahrnut v definici kolektivního investování v §2 odst. 1 zákona. V tomto stanovisku Komise dospěla k závěru, že pojem veřejnosti v zákoně o kolektivním investování je potřeba vykládat v souladu s tímto pojmem tak, jak je obsažen v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu (v jeho §34 odst. 1). I úprava pojetí veřejnosti v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu však doznala změn a dnes již se definice veřejnosti od původní odlišuje

(výjimky z definice veřejnosti¹⁰ v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu byly nahrazeny výjimkami z povinnosti publikovat prospekt v případě nabídky veřejnosti). Toto stanovisko uzavírá, že pojem „širší okruh osob“ je potřeba vymezit tak, že zahrne několik desítek, ale spíše stovek osob, čili okruh, který přesahuje okruh známých, propojených osob či několika předem domluvených investorů.

Komise zde též uvádí, že širší okruh osob pro účely shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti je nutno chápat odlišně od širšího okruhu osob v případě nabízení cenných papírů zahraničních fondů podle §58 zákona o kolektivním investování.

První z uvedených stanovisek, ač je z něj čitelná snaha Komise přizpůsobit výkladovou praxi potřebám kapitálového trhu je dle mého názoru chybně koncipováno. Dále není dle mého názoru možné jeden a týž identický termín vykládat dvěma různými způsoby pro účely téhož právního předpisu (byť jde o různé části téhož předpisu), neboť taková interpretace vede k extrémní právní nejistotě adresátů právní normy. Navíc přístup Komise, kdy za veřejnost nepovažuje profesionální investory je v podstatě snahou suplovat zákonodárce, který pro účely veřejné nabídky cenných papírů zahraničních fondů nestanovil výjimky z povinnosti získat povolení podobné například výjimkám z povinnosti uveřejnit prospekt podle §36 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění.

Navíc poté, co byla do zákona o kolektivním investování vložena ustanovení o fondu kvalifikovaných investorů (§49, §56 a §57), není jasné, zda do zákona o kolektivním investování nebyla vložena další kvazi-definice veřejnosti, nebo spíše soubor výjimek z této definice, tedy okruh osob, které veřejnost netvoří. K tomu je třeba dodat, že okruh subjektů, které podle §56 odst. 1 netvoří veřejnost (a jsou pro účely zákona o kolektivním investování označeni za kvalifikované investory), se nekryje stoprocentně s okruhem profesionálních investorů. Zejména pak okruh kvalifikovaných investorů podle §56 odst. 1 zákona o kolektivním investování zahrnuje právnické a fyzické osoby, které písemně prohlásí, že mají zkušenosti s obchodováním s cennými papíry. Takové osoby ve vymezení profesionálních investorů vůbec nenalezneme. Jediná kategorie uvedená v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, která se podobnému

¹⁰ Zákon o podnikání na kapitálovém trhu v původním znění obsahoval ustanovení ve smyslu „za veřejnou nabídku se nepovažuje...“. Tím bylo omezeno i chápání pojmu veřejnost.

vymezení blíží, jsou kvalifikovaní investoři podle §34 odst. 2 písm. d) č. 6. a 7 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Tato di- až trichotomie definice kvalifikovaného investora v platné legislativě a ve výkladové praxi bývalé Komise pro cenné papíry právu kapitálového trhu rozhodně nesvědčí a de lege ferenda by bylo vhodné tyto definice sjednotit, například definovat kvalifikované investory v zákoně o kolektivním investování pouze odkazem na příslušná ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu¹¹.

(iv) *Pojem shromažďování peněžních prostředků*

Pojem shromažďování peněžních prostředků zákon o kolektivním investování používá hned ve dvou souvislostech ve svých úvodních ustanoveních. Prvním je §2 odst. 1, kdy poukazem na shromažďování peněžních prostředků pozitivně vymezen okruh činností, které jsou kolektivním investováním ve smyslu tohoto zákona. Dále je „shromažďování peněžních prostředků“ součástí hypotézy zákazu tzv. černého kolektivního investování podle §2a zákona.

V zákoně o kolektivním investování nicméně absentuje jakékoli vymezení toho, co je třeba chápat pod pojmem „shromažďování peněžních prostředků“. Přitom vymezení této obsahu aktivity je nesmírně důležité z hlediska případné aplikace zákazu podle §2a (a popřípadě na něj navazujících sankčních norem stanovených v §124 zákona).

Tento pojem by sice při absenci definice bylo možné vykládat analogicky s pojmem přijímání vkladů od veřejnosti ve smyslu zákona o bankách č. 21/1992 Sb., v platném znění¹², avšak ani zde nedává zákonodárce jasné vodítko, jak pojem vykládat (zejména co do teritoriálního dosahu přijímání vkladů).

¹¹ Je nutno podotknout, že definice kvalifikovaných investorů v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu patrně nebude moci být měněna, neboť jejím základem je směrnice ES. Ovšem ohledně definice použité v zákoně o kolektivním investování žádný požadavek evropského práva neexistuje, a proto by bylo zcela na uvážení zákonodárce, zda ji přizpůsobit, a popřípadě jakým způsobem.

¹² Zákon o bankách definuje vklad jako „svěřené peněžní prostředky“ naplňující určité další charakteristiky. Jeho §1 odst. 1 písm. a) sice hovoří o „přijímání“ od veřejnosti, pro účely následující diskuze jsem ovšem názoru, že pojmy přijímání a shromažďování je možné použít promiscue.

V souvislosti se zákonem o kolektivním investování a s veřejným nabízením zahraničních produktů kolektivního investování v České republice bude zejména rozhodující teritoriální dosah ustanovení o shromažďování peněžních prostředků.

Obecným principem českého práva, který vyplývá z územní svrchovanosti České republiky, je, že české zákony jsou co do územní působnosti omezeny pouze na území České republiky s tím, že jejich extra-teritoriální účinek se až na výjimky nepřipouští. Takováto výjimka zákonem o kolektivním investování stanovena není, a proto bude pro posouzení rozhodující, zda k aktu „shromažďování prostředků“ došlo na území České republiky.

Je relativně nasnadě, že pokud by při přeshraničním nabízení produktů kolektivního investování v České republice byla přítomna nabízející osoba na jejím území a shromažďovala by peněžní prostředky v České republice v hotovosti, o naplnění daného znaku by nebylo pochyb. Tato situace ovšem bude na kapitálovém trhu v případě přeshraničních nabídek pravděpodobně velmi výjimečná.

Stejně tak by znak shromažďování patrně byl naplněn, pokud by nabízející osoba shromažďovala peněžní prostředky od českých investorů (nacházejících se na území České republiky) např. na bankovní účet vedený u české banky nebo u české pobočky zahraniční banky. Otázkou již však je, do jaké míry by byl znak shromažďování v České republice naplněn, pokud by docházelo ke shromažďování prostředků od českých investorů na bankovních účtech vedených v zahraničí, nebo naopak, pokud by zahraniční nabízející osoba např. ze státu A shromažďovala peněžní prostředky investorů ze státu B na bankovním účtu vedeném v České republice.

Pokud selhává gramatická interpretace, je potřeba zákon vykládat podle jeho účelu a smyslu. Primárním účelem zákona o kolektivním investování je ochrana investorů (tj. investorů na území České republiky). Tudíž odpovídajícím pojetím bude nahlížet na naplnění znaku shromažďování peněžních prostředků právě z pohledu investora. Takto dospívám k závěru, že o shromažďování v České republice by šlo především tehdy, pokud by veškeré úkony, které musí být ze strany investora uskutečněny, byly učiněny na území České republiky (tj. například český investor pomocí bankovního převodu z České republiky zaplatí za zahraniční cenné papíry na účet prostředníka vedený v zahraničí).

(b) Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu upravuje mimo jiné veřejnou nabídku investičních cenných papírů a poskytování investičních služeb v České republice. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu též transponuje do českého práva Směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (dále jen **Směrnice o prospektu**).

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu ani žádný jiný zákon nedefinují pojem „cenného papíru“. Tato definice je tedy v českém právu výlučně doktrinálního charakteru (zákon č. 592/1992 Sb., o cenných papírech, v platném znění, obsahuje pouze demonstrativní výčet cenných papírů, na které se vztahuje). Zákon o podnikání na kapitálovém trhu specifikuje některé druhy cenných papírů, které považují pro účely této práce za důležité, zejména s ohledem na to, že zahraniční cenné papíry či některé instrumenty kolektivního investování mohou být podle českého práva kvalifikovány jako investiční cenný papír. Takováto kvalifikace pak má zásadní důsledky pro právní režim jejich případného nabízení veřejnosti v České republice.

(i) Definice investičního cenného papíru

Zprv, zákon o podnikání na kapitálovém trhu definuje v §3 odst. 2 „investiční cenné papíry“¹³ jako:

- (a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- (a) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- (b) cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů uvedených v písmenu a) nebo b), se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, s výjimkou platebních nástrojů,

¹³ Tyto cenné papíry se nazývají „převoditelné cenné papíry“ (anglicky „*transferable securities*“) jak ve směrnici Rady č. 1993/22/ES (Investment Services Directive, **ISD**), tak ve směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES (Markets in Financial Instruments Directive, **MiFID**).

- (c) ostatní cenné papíry, se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích, s výjimkou platebních nástrojů.

K otázce, který typ instrumentů bude nutno podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu subsumovat pod pojem cenného papíru (a jeho konkrétní kategorii) ve vztahu k zahraničí snad jen podotknu, že charakter tohoto instrumentu se bude řídit právem pro tento instrument rozhodným, což bude pravidelně právo místa vydání takového cenného papíru.

Ohledně interpretace termínů „se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu“ a „které se běžně obchodují na kapitálovém trhu“ neexistuje žádné vodítko v podobě stanoviska ČNB nebo judikatury Nejvyššího soudu.

Dle mého názoru nebylo úmyslem zákonodárce, aby se pojem „se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu“ vykládal příliš restriktivně a měl by se vykládat tak, že cenné papíry, které jinak naplňují charakteristiky uvedené pod písmeny a) a b) §3 odst. 2, musí být zastupitelné a nesmí existovat právní překážky¹⁴, které by zabraňovaly jejich obchodování, pokud by pro ně existoval relevantní trh.

Z gramatického a logického výkladu pojmu „které se běžně obchodují na kapitálovém trhu“ ustanovení §3 odst. 2 písm. c) a d) vyplývá, že ač by neměla tato kategorie být též příliš restriktivní, měla by odpovídat vyššímu standardu než kategorie předchozí a měla by znamenat, že již existuje trh, na kterém jsou takové cenné papíry obchodovány.

Koneckonců smyslem zakotvení těchto kategorií a regulace s tím spojené (poskytování investičních služeb k investičním cenným papírům, veřejná nabídka investičních cenných papírů) je ochrana investorů. Extenzivní interpretací pojmů uvedených v §3 odst. 2 se dosáhne širšího okruhu situací, na které se vztáhne ochranný režim tohoto zákona.

(ii) *Rozsah pojmu kapitálový trh*

Další nejasností ve výkladu pojmu cenný investiční cenný papír je rozsah termínu kapitálový trh. Jde jak o předmět tohoto trhu, tak o jeho teritoriální dosah. Legální definice tohoto pojmu

¹⁴ Právní překážky zákonného charakteru. Překážky smluvní (např. existence ujednání o časově omezeném zákazu prodeje v rámci tzv. IPO (*lock-up arrangements*) by neměly mít vliv na povahu investičního cenného papíru).

neexistuje a jako určité vodítko by teoreticky mohly posloužit výčty obsažené v §5 odst. 2 a 3 zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu¹⁵. V tomto ustanovení je uveden výčet poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a výčet účastníků kapitálového trhu¹⁶. Avšak ač toto ustanovení obsahuje výčet subjektů, chybí vymezení předmětu kapitálového trhu.

V zásadě vidím dvě možnosti, jakým způsobem předmět kapitálového trhu a tím pádem i pojem sám vykládat (při zachování okruhu subjektů výše uvedených). Buď by mohlo jít o trh sekundární ve smyslu ekonomické literatury¹⁷, tedy burzovní či mimoburzovní trh, na kterém probíhají obchody s již dříve vydanými investičními nástroji.

Druhé možné pojetí by zahrnuo kromě sekundárního trhu i trh primární, tj. trh, na kterém jsou cenné papíry emitovány. Tento přístup by mohl být podpořen i výčtem účastníků kapitálového trhu, který zahrnuje i emitenty investičních nástrojů, tedy účastníky primárního trhu par excellence.

Pokud tedy přijmu závěr, že kapitálový trh zahrnuje jak trh primární, tak trh sekundární, zbývá ještě učinit závěr ohledně teritoriálního rozsahu tohoto trhu. Ač §5 odst. 3 zmiňovaného zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu výslovně neuvádí ve výčtu subjektů zahraniční osoby, pomocí argumentu ad absurdum musíme nutně dojít k závěru, že pojem kapitálového trhu nemůže být teritoriálně omezen na území České republiky. Pokud bychom totiž přijali závěr, že kapitálový trh ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu je pouze trh český, pak by například akcie zahraniční společnosti obchodované na zahraniční burze cenných papírů nebyly obchodovány na kapitálovém trhu ve smyslu českého práva.

Mám-li shrnout předchozí dílčí závěry, pak docházím k závěru, že obsah pojmu kapitálového trhu ve smyslu českého práva se blíží obsahu, který tomuto pojmu dávají ekonomové. Pokud zahrnuje kapitálový trh primární i sekundární trh investičních nástrojů a pokud není teritoriálně

¹⁵ Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, v platném znění (dále jen zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu).

¹⁶ Účastníky kapitálového trhu jsou dle citovaného ustanovení zejména poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu, emitenti cenných papírů, osoby z těchto cenných papírů zavázané, vlastníci cenných papírů a emitenti nebo majitelé jiných investičních nástrojů. Z textace vyplývá, že výčet subjektů je demonstrativní.

¹⁷ Viz Musílek P., op. cit., str. 47 n.

omezen (tedy jde o trh celosvětový), pak jde o generický termín pro místo, kde přebytkové subjekty umisťují volné peněžní prostředky a nedostatkové subjekty naopak tyto prostředky získávají, a to skrze operace s investičními nástroji¹⁸. Snad jen v jedné charakteristice se bude právní pojetí kapitálového trhu lišit od pojetí ekonomického: ekonomická literatura tradičně rozděluje finanční trh na trh kapitálový a trh peněžní¹⁹, avšak v právním pojetí bude kapitálový trh zahrnovat i trh investičních nástrojů s kratší dobou splatnosti než jeden rok (například trh krátkodobých dluhopisů bude součástí kapitálového trhu), a to i přesto, že zákon o podnikání na kapitálovém trhu instrumenty peněžního trhu ve vymezení investičních nástrojů odlišuje.

(iii) Právní úprava ES

Přes výše uvedený závěr ovšem zůstává otázkou, do jaké míry je nutno dva výše popsané standardy²⁰ rozlišovat. Je tomu tak proto, že ač český zákonodárce pro tyto kategorie investičních cenných papírů použil dva odlišné pojmy, vždy se jednalo pouze o více či méně přesnou transpozici ustanovení komunitárního práva do práva českého. Pokud se podíváme do příslušných komunitárních norem a budeme se snažit dané pojmy vyložit eurokonformním způsobem, zjistíme, že oddělování těchto dvou standardů možná není namístě. Tak, jak byl zákonný text §3 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu přijat v roce 2004, odpovídá znění článku 13 preambule ISD a znění článku 1 odst. 4 této směrnice²¹. Ovšem směrnice u kategorie dle písmene c) již neodkazuje na pojem kapitálového trhu, a požaduje pouze, aby se s cennými papíry pouze „běžně obchodovalo“. V roce 2004 byla přijata MiFID a novelizace

¹⁸ Použitím investičních nástrojů se tento pojem odlišuje například od trhu bankovních depozit.

¹⁹ Peněžní trh je charakterizován krátkodobostí umístění volných peněžních prostředků, popřípadě krátkou (do jednoho roku) dobou splatnosti obchodovaných instrumentů. Viz např. Musílek, P.: op. cit., str. 44

²⁰ Tj. „se kterými lze obchodovat“ a „se kterými se běžně obchoduje“.

²¹ Směrnice v článku 1(4) definuje „transferable securities“ jako „shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, bonds and other forms of securitized debt which are negotiable on the capital market and any other securities normally dealt in giving the right to acquire any such transferable securities by subscription or exchange or giving rise to cash settlement“. Tento výčet se ovšem z textu definice zdá pouze jako výčet demonstrativní. Toto pojetí by mohlo směřovat i k širšímu chápání pojmu investiční cenný papír, který by tak teoreticky mohl zahrnout i cenné papíry kolektivního investování.

zákona o podnikání na kapitálovém trhu do českého práva částečně promítla i změnu vymezení pojmu investičních cenných papírů. Do §3 odst. 2 přibyl nově písmeno d), které zahrnuje cenné papíry, o nichž lze souhrnně říci, že v ekonomickém smyslu v sobě inkorporují derivát (tj. vyplývá z nich sice právo na vypořádání v penězích, ale hodnota tohoto vypořádání je odvozena z určitého podkladového aktiva)²². Dále ovšem směrnice pro všechny druhy těchto cenných papírů pouze požaduje, aby byly na kapitálovém trhu obchodovatelné, tj. způsobilé k obchodování a upustila u cenných papírů odpovídajícím papírům dle §3 odst. 2 písm. c) a d) od požadavku „běžného obchodování“.

Pokud bychom tedy měli vykládat toto ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v souladu s MiFID, jejíž transpoziční lhůta uplyne 31. ledna 2007, měly by se na všechny investiční cenné papíry vztahovat stejné požadavky co do jejich obchodovatelnosti na kapitálových trzích.

Dále v této práci budu často odkazovat na cenné papíry ve smyslu §3 odst. 2 písm. d) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, neboť do takovýchto cenných papírů by nejčastěji byly vtěleny produkty ekonomicky nahrazující produkty kolektivního investování (hybridní produkty, jak je definuji dále).

(iv) Definice cenného papíru kolektivního investování

Dále je v §3 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu obsažena definice pojmu cenné papíry kolektivního investování, které definuje jako „podílové listy podílového fondu, akcie investičního fondu a obdobné cenné papíry vydávané v zahraničí“.

Ze systematiky ustanovení §3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (v jeho odstavci 1 jsou ve výčtu zvlášť uvedeny investiční cenné papíry a cenné papíry kolektivního investování) vyplývá, že zákonodárce považuje kategorie investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování za vzájemně disjunktní. Tedy například akcie zahraničního investičního fondu, přestože jde nepochybně o „akcii nebo obdobný cenný papír představující podíl na společnosti“, a přestože je lze obchodovat na kapitálovém trhu, nebudou považovány za investiční cenný papír.

²² Viz článek 4(18) MiFID.

Toto pojetí ovšem vyvolává určité problémy, zejména ohledně vymezení věcného rozsahu ustanovení o veřejné nabídce investičních cenných papírů v §34 *et seq.* zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Jednodušším přístupem by bylo nepovažovat tyto pojmy za vzájemně se vylučující. Tak by například bylo možné za investiční cenný papír považovat i akcie investičního fondu. Poté by bylo možné podřadit pod zákonnou úpravu veřejné nabídky investičních cenných papírů podle §34 zákona o podnikání na kapitálovém trhu i akcie zahraničních investičních fondů a nebylo by nutné se zabývat zvláště možností přímé aplikovatelnosti určitých ustanovení Směrnice o prospektu (jako činím dále v této práci).²³

Podobný problém ostatně vyvstává i ohledně definice derivátu v témž §3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kdy bude relativně častou praxí spojování derivátu s investičním cenným papírem (zejména viz dále pojednání o takzvaných fund-linked securities). Je otázkou, zda může jeden instrument naplnit znaky více investičních nástrojů ve smyslu §3 zákona.

Pouze na okraj je též vhodné učinit několik poznámek k definici investičního cenného papíru obsaženou v zákoně o kolektivním investování. Podle §2 odst. 2 tohoto zákona se investičním cenným papírem rozumí akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky a cenné papíry opravňující k nabytí těchto cenných papírů. Nejsou jimi pak již techniky a nástroje uvedené v §27 zákona. Zde je vidět na jednu stranu tendence definicí pokud možno zúžit oproti definici v MiFID, kdy za účelem zvýšení ochrany investorů je pojem investičních cenných papírů chápán restriktivněji co do jejich kategorií (chybí zde cenné papíry odvozené, uvedené v dnešní úpravě v §3 odst. 2 písm. d) zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Naopak ale Směrnice o UCITS (a potažmo též zákon o kolektivním investování) nepožaduje u těchto typů

²³ Je ostatně vhodné podotknout, že ve výkladové praxi bývalé Komise pro cenné papíry se objevilo i pojetí, které připouští, aby jeden daný nástroj splnil znaky několika různých investičních nástrojů (např. investičního cenného papíru a derivátu). Jde o stanovisko č. STAN/10/2005 ze dne 20. července 2005. Dlužno podotknout, že jiné oficiální stanovisko (tentokrát již České národní banky), které nebylo veřejně publikováno, tuto možnost implicitně nepřipouští pro kombinaci investičního cenného papíru a cenného papíru kolektivního investování (ČNB, vyjádření č. j. 2007/2099/540)

cenných papírů, aby byly pravidelně obchodované, popřípadě obchodovatelné na kapitálovém trhu. To může znamenat i velmi významné rozšíření oproti zákonu o podnikání na kapitálovém trhu, kdy podle zákona o kolektivním investování by mohla být investičním cenným papírem například i akcie znějící na jméno, k jejímuž převodu je zapotřebí souhlasu představenstva emitenta. Takový cenný papír by dle mého názoru nenaplnil znaky definice investičního cenného papíru podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Riziko tohoto pojetí tkví v tom, že investice, které činí fondy kolektivního investování (a to zejména fondy standardní, jichž se Směrnice o UCITS především týká), by měly investovat především do likvidních titulů, aby byly schopny zajistit odkupování jimi vydaných cenných papírů z majetku fondu (v případě otevřených fondů). Takový požadavek likvidity nepochybně nebude naplněn u výše zmíněných akcií na jméno převoditelných pouze se souhlasem představenstva emitenta.

3. PRODUKTY KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

V této části vymezím podrobněji produkty, jejichž nabízením v České republice se tato práce zabývá. Jde o zahraniční speciální fondy kolektivního investování ve smyslu §58 zákona o kolektivním investování (3.1), hedgingové fondy (3.2) a další, relativně heterogenní kategorie hybridních produktů, které mají z hlediska investora vlastnosti ekonomicky podobné fondům kolektivního investování (3.3).

3.1 SPECIÁLNÍ FONDY KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

Speciálním fondem kolektivního investování je ve smyslu §2 odst. 1 písm. e) zákona o kolektivním investování fond, který nespĺňuje požadavky práva evropských společenství (tj. požadavky Směrnice UCITS). V českém právu jde o speciální fondy cenných papírů, speciální fondy nemovitostí, a speciální fondy fondů. U speciálních fondů kvalifikovaných investorů dle §56 citovaného zákona je situace trochu odlišná, jak budu diskutovat dále.

Pokud jde o zahraniční speciální fondy, bude jejich společnou charakteristikou, že jsou podrobeny doзору regulatorního orgánu státu, v němž jsou inkorporovány. Půjde zásadně o fondy, které investují shromážděné prostředky do likvidních aktiv²⁴, které nepoužívají při řízení

²⁴ Výjimkou mohou být ovšem např. nemovitostní fondy, které, ač investují do aktiv značně nelikvidních, se vyznačují relativně nízkou mírou rizika a stabilním, relativně predikovatelným výnosem.

portfolia významným způsobem pákový efekt a nepoužívají při řízení svých portfolií techniky tzv. krátkých prodejů (tj. prodeje finančních instrumentů, jež v době prodeje nemají ve svém portfoliu).

Tyto fondy mohou být organizovány jako fondy otevřeného typu (1), nebo jako fondy uzavřeného typu (2).

(a) Fondy otevřeného typu

Fondy otevřeného typu se vyznačují tím, že není předem pevně stanoven počet podílníků fondu a fond může investorům vydávat stále nové cenné papíry. Tomu ovšem odpovídá na druhé straně povinnost fondu odkupovat tyto cenné papíry od podílníků za cenu odpovídající hodnotě majetku fondu připadající na tyto cenné papíry, nebo popřípadě zajišťovat, že se cena těchto cenných papírů na určitém specifikovaném sekundárním trhu neodlišuje od této hodnoty.

(i) Otevřené fondy s právní subjektivitou

Fondy kolektivního investování otevřeného typu mohou na sebe brát podobu organismu s právní subjektivitou, jako jsou například SICAV (société d'investissement à capital variable) podle lucemburského a francouzského práva, investment company podle nizozemské úpravy, open-end investment company ve Velké Británii, nebo mutual fund známý z USA. České pozitivní právo vytváření fondů otevřeného typu nadaných právní subjektivitou neumožňuje.

(ii) Otevřené fondy bez právní subjektivity

Pokud jde o fondy otevřeného typu bez právní subjektivity, je v České republice možné zakládat otevřené podílové fondy. Dále jsou běžné tyto fondy ve všech dalších vyspělých jurisdikcích, např. FCP (fonds communs de placement) ve Francii a Lucembursku, nebo britské unit trusts.

(b) Fondy uzavřeného typu

Kolektivní investování ve fondech uzavřeného typu se vyznačuje tím, že daným fondem je předem přesně stanoven počet emitovaných cenných papírů, které vyjadřují podíl na kolektivním investování, a tento počet se po dobu fungování fondu zásadně nemění. Tímto mechanismem se mimo jiné předem omezuje počet investorů, kteří mohou cenné papíry uzavřeného fondu získat v rámci primární emise cenných papírů. Důležitou vlastností uzavřených fondů, kterou se

zásadním způsobem odlišují od fondů otevřených, je, že uzavřené fondy nemají povinnost odkupovat cenné papíry na žádost podílníků (ani jinak zajišťovat, aby jejich cena na případném sekundárním trhu odpovídala hodnotě aktiv fondu). Vzhledem k otevřeným fondům naopak pravidelně bývá zákony tato povinnost stanovena a otevřené fondy tak mají povinnost zajišťovat likviditu jimi vydaných cenných papírů a do jisté míry i bezpečnost investice. K odkupování cenných papírů pak otevřené fondy používají prostředky z majetku fondu. Likvidita cenných papírů uzavřených fondů může naproti tomu být zajišťována výhradně skrze sekundární trh, na kterém mohou být (a zpravidla bývají) takové cenné papíry obchodovány. Na vyspělých zahraničních trzích se běžně setkáváme mimo jiné i s burzovním obchodováním uzavřených fondů (ať již ve zvláštních segmentech burz, nebo v segmentech společně s tituly akciovými).

Právě díky faktu, že uzavřené fondy nemají povinnost udržovat likviditu vydaných cenných papírů skrze jejich odkupování, je tato struktura vhodná k investicím do méně likvidních aktiv, jako jsou například nemovitosti, malé akciové společnosti, nebo tituly z tzv. *emerging markets*²⁵. Uzavřené fondy, stejně jako otevřené fondy, na sebe mohou brát jak podobu instituce bez právní subjektivity (např. uzavřené podílové fondy jak je známe v České republice), tak i obchodní společnosti (např. forma SICAF, société d'investissement à capital fixe podle lucemburského a francouzského práva).

Na základě českého zákona o kolektivním investování je v České republice možné zakládat jak uzavřené investiční fondy (ve formě akciové společnosti), tak i uzavřené podílové fondy (organismy bez právní subjektivity spravované investiční společností). Tyto fondy mohou být též, až na výjimku v podobě fondu kvalifikovaných investorů, nabízeny veřejnosti. Na základě zákona o kolektivním investování je též možné za splnění určitých podmínek nabízet cenné papíry zahraničních fondů kolektivního investování.

V českém právu fondům uzavřeného typu odpovídají uzavřené podílové fondy a investiční fondy. Je nutno podotknout, že po vlně zakládání investičních fondů v 90. letech minulého století (jako následek proběhlé kupónové privatizace), jsou v současnosti všechny existující investiční fondy v likvidaci a tato forma se nezdá příliš atraktivní pro české emitenty.

²⁵ Srov. např. Musílek, P.: *Trhy cenných papírů*. Ekopress, 2002. str. 371.

U speciálních fondů zakládaných podle českého práva je dále nutno podotknout, že není možné zakládání speciálních fondů nemovitostí uzavřeného typu. Tento fakt je relativně podivně a nepřesvědčivě zdůvodněn v důvodové zprávě k zákonu č. 224/2006 Sb., kterým byl současný model nemovitostních fondů do zákona o kolektivním investování zakotven. Důvodová zpráva jako argument pro umožnění pouze otevřené formy fondu uvádí pouze fakt, že v 10 zemích, jejichž právní úprava byla analyzována v průběhu příprav zákona, je do fondů nemovitostí otevřeného typu investováno 77,7% z celkového objemu prostředků investovaných do nemovitostních fondů. Tento způsob právní úpravy ovšem mimoděk de facto zabránil možnosti vytvoření struktury nemovitostního fondu, který by byl burzovně obchodovatelný (a u kterého by burzovní obchodování mělo smysl jak pro emitenta, tak pro investory).

3.2 HEDGINGOVÉ FONDY

Hedgingové fondy představují zcela heterogenní kategorii organismů kolektivního investování. Pro účely této práce budu za hedgingové fondy považovat ty fondy, které splňují jednu nebo více z následujících charakteristik: (i) neshromažďují peněžní prostředky od veřejnosti, (ii) jejich investiční politika není podrobena dohledu regulatorního orgánu, (iii) jejich investiční portfolio nemusí být sestaveno na základě rozkládání rizika, (iv) mohou v investiční strategii využívat krátkých prodejů, a (v) převoditelnost jimi vydaných cenných papírů může být omezena.

Mezi hedgingové fondy by bylo možné z hlediska české právní úpravy zařadit fondy kvalifikovaných investorů podle §56 zákona o kolektivním investování. Pokud jde o tyto fondy, nemusí být zcela naplněn jeden ze základních znaků kolektivního investování, jak je uveden v §2 odst. 1) písm. a) zákona o kolektivním investování, neboť fond kvalifikovaných investorů nemá povinnost investovat na principu rozložení rizika, ba právě naopak, této struktury by bylo možné využít k vytvoření vysoce rizikových struktur vystavených některým rizikům ve vysoké míře. Nutno podotknout, že po dobu účinnosti právní úpravy umožňující vznik fondů kvalifikovaných investorů dosud nebyl žádný takový fond Českou národní bankou licencován.

Pokud jde o zahraniční hedgingové fondy, není jasné, zda cenné papíry jimi emitované (které inkorporují investici do tohoto fondu) vždy podobu akcie nebo podílového listu (či zda bude vůbec investice vtělena do cenného papíru, neboť v některých jurisdikcích jsou takové fondy zakládány např. v podobě „partnership“, kdy investoři se stávají společníky fondu, aniž by investice byla vůbec inkorporována do cenného papíru). Pokud takovou formu tyto cenné papíry

mít nebudou, nepůjde totiž o cenný papír kolektivního investování ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu nebo zákona o kolektivním investování. Na veřejnou nabídku takových cenných papírů se z tohoto důvodu nevztáhne povolovací režim podle §58 zákona o kolektivním investování. Tyto cenné papíry stále ještě mohou naplnit charakteristiky investičního cenného papíru (zejména, pokud je investice do hedgingového fondu inkorporována například do určitých certifikátů, apod.) v tomto případě by se režim veřejné nabídky v České republice řídil §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Pokud by cenné papíry vydané hedgingovým fondem nenaplnily ani tyto charakteristiky (například z důvodu omezené převoditelnosti takových cenných papírů – viz výše diskuzi ohledně vymezení investičního cenného papíru), české právo nemá pravidla, kterými by jejich veřejnou nabídku regulovalo (níže diskutuji implikace §2a zákona o kolektivním investování v takovém případě).

Hedgingové fondy budou často subjekty působícími v regulačních a daňových rájích. Nejsou zde totiž na subjekty kolektivního investování kladeny vůbec žádné, nebo jen velmi nízké regulační požadavky. Častými jurisdikcemi, kde jsou takové fondy umístěny, jsou například ostrovy Man a Normanské ostrovy (např. Jersey a Guernsey), dále pak též Kajmanské ostrovy, Bermudy a Britské panenské ostrovy. Fakt, že hedgingové fondy v těchto jurisdikcích nejsou regulovány nebo jsou regulovány pouze minimálně, vede k tomu, že veřejná nabídka těchto fondů nemusí být v České republice, popřípadě jiných vyspělých jurisdikcích, vůbec možná. Tímto aspektem se zabývám dále.

3.3 HYBRIDNÍ INSTRUMENTY

(a) Vymezení instrumentů

Aby bylo možné vyhnout se zákazu veřejné nabídky některých hedgingových (neregulovaných) fondů ve vyspělých jurisdikcích, zahraniční emitenti se často snaží vytvářet struktury, kdy investice je vtělena do jiného cenného papíru (který je zpravidla investičním cenným papírem), který je emitován subjektem se sídlem buď již přímo v cílové jurisdikci nabídky, popřípadě v jednom ze států Evropského společenství, pokud je cílem provést veřejnou nabídku v jednom nebo více státech Evropského společenství.

Za hybridní instrumenty²⁶ budu pro účely této práce považovat takové cenné papíry, které, ač nejsou přímo cenným papírem kolektivního investování (cenným papírem vydaným fondem), jsou cenným papírem který zprostředkovává investorovi možnost investovat do produktu, který má s cenným papírem kolektivního investování buď identické charakteristiky²⁷, nebo který poskytuje výnos, který je navázán na výkon určitého produktu kolektivního investování nebo dokonce více produktů kolektivního investování. Pro investora může být zajímavé, pokud je takovýto hybridní produkt vtělen do dluhopisu nebo obdobného cenného papíru, který zaručuje při splatnosti vyplacení alespoň nominální hodnoty instrumentu²⁸. Zcela stranou ovšem ponechávám daňové implikace takovéhoho strukturování.

Hybridní produkty jsou vtěleny do cenných papírů, které v emisních podmínkách zpravidla stanoví výnosovou míru, která je odvozena od výnosové míry daného podkladového fondu nebo fondů.

Hybridní instrumenty mohou mít podobu buď kapitálově zajištěnou (*principal protected*), kdy je zajištěno právo investora na splacení celé dlužné částky při splatnosti cenného papíru. Výnos z instrumentu se v tom případě stanoví rozdílem mezi výkonem podkladového fondu/fondů a určitou marží. Z pohledu českého práva by patrně šlo o dluhopis, se kterým je spojeno právo na výplatu speciálně determinovaného výnosu. Ovšem tak tomu bude pouze v případě, že emisní podmínky budou obsahovat závazek emitenta při splatnosti cenného papíru splatit celou nominální hodnotu cenného papíru.

V případě kapitálově nezajištěných (*unprotected*) produktů mohou být výnosy z cenného papíru prostě lineárně navázány na výkon podkladových aktiv, popřípadě s využitím určitého pákového

²⁶ V této práci se zabývám výhradně hybridními produkty určitým způsobem spojenými s instrumenty kolektivního investování. Je zřejmé, že v ekonomické praxi existují i jiné typy hybridních produktů, spojených s jinými podkladovými aktivy či veličinami. Termíny hybridní produkt a hybridní instrument používám promiscue.

²⁷ V případě hybridního produktu, jehož výnos sleduje výnos z tzv. pasivně spravovaného fondu (též *formula based funds*), tj. fondu, který pouze podle předem definovaného vzorce sleduje určité portfolio aktiv, není rozdíl mezi stanovením výnosové míry z produktu odkazem na výnos z tohoto fondu, nebo přímo stanovením výnosu odkazem na výkon daného portfolia nebo indexu.

²⁸ Takzvané „*principal protected*“ produkty

efektu (takzvané leveraged securities, typicky se na světových trzích pro tuto formu používají tzv. covered warrants).

(b) Nevýhody při insolvenční emitenta

Výše ve vymezení hybridních produktů jsem zmínil jejich potenciální výhody pro koncové investory. Je ovšem nutné uvést zde také jednu nevýhodu, která zásadním způsobem odlišuje hybridní instrumenty od produktů kolektivního investování stricto sensu. Touto nevýhodou je riziko protistrany, které investor nese.

V případě investice do klasického produktu kolektivního investování je zpravidla koncový investor na základě jím drženého cenného papíru spoluvlastníkem podkladových aktiv, které jsou spravovány ve fondu²⁹. Správce fondu sám daný majetek nevlastní a právní úkony, kterými disponuje s aktivy ve fondu, činí na účet investorů (majitelů cenných papírů) – srov. vymezení v §7 odst. 1 zákona o kolektivním investování.

Na druhé straně v případě hybridních produktů jde o cenné papíry, které představují určitý závazek emitenta k investorovi, tento závazek je pouze obligačního charakteru. To znamená, že v případě insolvence emitenta cenného papíru by případné nároky investora byly uspokojovány v rámci insolvenčního řízení. Toto riziko může být sníženo tím, že pro účely emise hybridního produktu je mateřskou společností založena dceřiná společnost pro jediný účel (tzv. special purpose vehicle, SPV). Toto SPV pak z prostředků získaných emisí hybridního produktu investuje do podkladových aktiv hybridního produktu. Tím, že společnost krom investic do podkladových aktiv nevyvíjí žádnou jinou činnost, je pro koncového investora riziko protistrany minimalizováno.

(c) Druhy běžně emitovaných hybridních produktů

Pokud jde o hybridní instrumenty, často je též na trhu používán název „strukturované produkty“. Nejčastějším typem kapitálově zajištěných strukturovaných produktů jsou strukturované

²⁹ Popřípadě zde může být konstrukce jiná, na základě právní úpravy státu sídla fondu může jít např. o beneficianta v anglosaském trustu.

dluhopisy (*structured bonds, structured notes*). Častým typem těchto hybridních produktů jsou takzvané CPPI Notes nebo SPI Notes³⁰.

Z kapitálově zajištěných produktů zmíním zejména investiční certifikáty a warranty³¹. U těchto produktů není na trhu ustálená praxe ohledně přesných specifik jednotlivých instrumentů. V některých případech bývá rozdíl mezi certifikáty a warranty spatřován ve faktu, zda je použit pákový efekt investice či nikoliv. Ovšem je možné se setkat i s vymezením, které rozděluje certifikáty na ty, které využívají pákový efekt, a ty, které jej nevyužívají.³²

4. VEŘEJNÁ NABÍDKA ZAHRANIČNÍCH INSTRUMENTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICCE

V této části týkající se podmínek veřejného nabízení nestandardních instrumentů kolektivního investování v České republice se nejprve zaměřím na možnosti veřejné nabídky uzavřených fondů, které vydaly cenné papíry, jejichž prospekt schválil příslušný orgán dohledu ve státu Evropského hospodářského prostoru.

Poté rozeberu způsob, kterým mohou být veřejně nabízeny některé další fondy, tj. uzavřené fondy, jejichž prospekt neschválil orgán dohledu ve státu Evropského hospodářského prostoru a otevřené speciální fondy ze všech dalších třetích států.

Následovat bude rozbor problematiky veřejného nabízení některých typů hedgingových fondů a cenných papírů spojených s fondy.

Jako krátký úvod nejprve ovšem podrobím analýze stanovisko bývalé Komise pro cenné papíry ohledně veřejné nabídky zahraničních speciálních fondů. Dílčí aspekty byly již uvedeny výše, zde je tedy upřesňuji a rozšiřuji.

³⁰ Kde CPPI znamená „constant proportion portfolio insurance“ a SPI znamená „synthetic portfolio insurance“.

³¹ Pro podrobnější diskuzi pojmu „warrant“ z pohledu českého práva srov. Též výše zmíněné stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/10/2005.

³² Anglicky „leveraged certificates“ nebo „unleveraged certificates“

4.1 STANOVISKO K VEŘEJNÉ NABÍDCE ZAHRANIČNÍCH SPECIÁLNÍCH FONDŮ

Veřejným nabízením cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování se zabývá mimo jiné stanovisko bývalé Komise pro cenné papíry č. STAN/7/2004 ze 23. června 2004.

Na okraj je třeba zmínit, že toto stanovisko ohledně zahraničních speciálních fondů nerozlišuje mezi fondy uzavřenými a otevřenými, stejně jako nerozlišuje mezi fondy ze zemí tvořících Evropský hospodářský prostor a ze zemí třetích.

(a) Okruh adresátů veřejného nabízení podle stanoviska

Jak bylo již výše uvedeno, ohledně vymezení veřejné nabídky cenných papírů zahraničních speciálních fondů Komise dochází k celkem logickému závěru, že by tento pojem měl být vykládán v souladu s vymezením v §34 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Ovšem pokud jde o vymezení okruhu adresátů veřejného nabízení, pouští se Komise na poměrně tenký led. Je sice pravda, že pokud přijme za svůj odkaz na §34 zákona o podnikání na kapitálovém trhu i ohledně zahraničních speciálních fondů, bude muset vymežit obsah pojmu „širší okruh osob“. Ač má Komise pravdu v tom, že jde o právní pojem neurčitý (s otevřenou texturou), a je k jeho výkladu potřeba vycházet ze smyslu a účelu zákona, jsem toho názoru, že to neospravedlňuje Komisi k tomu, aby tento pojem vykládala různě podle toho, zda se jedná o veřejnou nabídku podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu nebo podle zákona o kolektivním investování.

Komise tak sice ve svém stanovisku postuluje, že za širší okruh osob pro účely nabízení cenných papírů zahraničních speciálních fondů nebude považovat profesionální investory a dále určité investory s dostatečnými zkušenostmi a vzděláním v oblasti investic na kapitálovém trhu (u těchto osob do počtu maximálně 100 za 12 měsíců). To je ovšem pojetí výrazně odlišné od pojetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde za širší okruh osob budou pravidelně považováni i profesionální investoři a zkušení/vzdělaní investoři, ovšem s tou výhradou, že pokud je určitá nabídka cílena pouze na ně, neuplatní se určitá donucovací pravidla zákona (povinnost uveřejnit prospekt).

(b) Teritoriální pojetí veřejné nabídky ve stanovisku Komise

Druhou zvláštností výše zmíněného stanoviska je teritoriální omezení případů, které Komise pokládá za veřejnou nabídku na území České republiky. Správně sice dovozuje, že veřejnou nabídkou může být i sdělování prostřednictvím prostředků sdělovací techniky, přímo nebo zprostředkovaně, avšak dále uvádí, že o veřejné nabízení půjde pouze v případě, kdy sdělení bude obsahovat údaj o místě nabytí nebo zcizení cenných papírů, které se nachází na území České republiky.³³

Z výše uvedeného lze dle mého názoru výkladem a *contrario* dovodit, že Komise nepovažuje za veřejnou nabídku ve smyslu zákona o kolektivním investování takovou nabídku, kdy místo pro nabytí cenných papírů leží mimo Českou republiku.

Toto pojetí je dle mého názoru pochybné ze dvou důvodů. Zaprvé, zejména v případě využití prostředků sdělovací techniky bude určité jednání zaměřeno na české investory, avšak k tomuto jednání může pravidelně docházet v zahraničí. Pokud by místem nabytí bylo zahraničí, nešlo by pak o veřejnou nabídku dle zákona o kolektivním investování?

Pokud má smyslem právní úpravy kolektivního investování jako zvláště regulovaného odvětví být především ochrana českých investorů, pak je výše popsáný právní názor neudržitelný. Za veřejnou nabídku je dle mého názoru nutné považovat jakékoli jednání, kterým jsou aktivně osloveni investoři v České republice, bez ohledu na to, kde k takovému jednání dochází, a kde se nachází případné místo nabytí cenných papírů.

Opačné tvrzení by totiž vedlo k absurdnímu závěru, že pokud by všichni emitenti (popřípadě zprostředkovatelé emisí) cenných papírů nabízeli své cenné papíry vždy pouze přeshraničně (tj. místo nabytí cenných papírů by bylo vždy mimo stát, ve kterém je investor osloven), nevztahovala by se na emitenty žádná pravidla ohledně veřejné nabídky cenných papírů a ti by nikdy neměli ani povinnost uveřejnit prospekt.

Dále je tento závěr v rozporu s názorem Komise uvedeným ve stanovisku č. STAN/10/2003 ze 29. října 2003. Toto stanovisko se sice týká poskytování investičních služeb, ale závěry by dle mého názoru měly být obdobné, neboť i kolektivní investování je službou investorovi (jde o

³³ Stránka 4 Stanoviska.

činnost, která je vykonávána podnikatelským subjektem a vzhledem k investorovi tak, že vyvolává dojem, že jí mohou být uspokojovány investorovy subjektivní potřeby).

S ohledem na investiční služby zde Komise uzavřela, že o poskytování investičních služeb na území České republiky jde i v případě, kdy jde o činnost poskytovanou investorům z České republiky v zahraničí, pokud je provázena aktivním nabízením služeb cíleným na území České republiky (např. i reklama na internetu v českém jazyce).

Toto pojetí podle mého názoru více odpovídá základnímu postulátu ochrany investorů a mělo by se uplatnit i v případě regulace veřejného nabízení zahraničních cenných papírů podle zákona o kolektivním investování.

4.2 NABÍZENÍ NĚKTERÝCH ZAHRANIČNÍCH SPECIÁLNÍCH FONDŮ

Ohledně veřejného nabízení cenných papírů uzavřených speciálních fondů kolektivního investování ze států, jež jsou členy Evropského hospodářského prostoru, trpí dle mého názoru česká úprava dvěma zásadními nedostatky. Jedním z nich je požadavek §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování (a), druhým pak nedostatečná transpozice Směrnice o prospektu (b) do českého zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o kolektivním investování.

(a) Požadavek §58 zákona o kolektivním investování

Zákon o kolektivním investování pro účely veřejného nabízení cenných papírů všech zahraničních speciálních fondů ve svém §58 odst. 2 písm. c) jednotně (tedy pro fondy kolektivního investování uzavřené i otevřené) stanoví, že podmínkou udělení povolení k veřejné nabídce je, aby zahraniční speciální fond odkupoval na žádost podílníka cenné papíry, které vydal, za podmínek, které nejsou horší než podmínky uvedené v §12 zákona o kolektivním investování, nebo zajišťoval, že se kurz cenných papírů, které vydal, na regulovaném trhu významně neliší od jejich aktuální hodnoty.

Tento požadavek je dle mého názoru v případě uzavřených fondů nejen neodůvodněný, ale též v přímém rozporu s primárním právem Evropského společenství. Argumentace ve prospěch neaplikovatelnosti tohoto ustanovení může být vedena ve třech rovinách. Zaprvé jde o obecný zákaz diskriminace z důvodu státní příslušnosti, jak je zakotven v primárním právu ES (a). Zadruhé jde o jednu ze základních svobod v právu ES, o svobodu volného pohybu služeb (b).

(i) Zákaz diskriminace v právu Evropského společenství

Ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování je dle mého názoru zcela v rozporu s obecným principem zákazu diskriminace na základě státní příslušnosti obsaženém v právu Evropských společenství. Princip nediskriminace, resp. zákaz diskriminace je obsažen přímo v článku 12 Smlouvy o založení Evropského společenství, jak vyplývá z jejich pozdějších změn (dále jen **Smlouva o založení ES**). Zatímco ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování pro udělení povolení České národní banky k veřejnému nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu v České republice vyžaduje, aby zahraniční speciální fond odkupoval na žádost podílníka cenné papíry, které vydal, za podmínek, které nejsou horší než podmínky uvedené v §12 zákona o kolektivním investování, nebo zajišťoval, že se kurz cenných papírů, které vydal, na regulovaném trhu významně neliší od jejich aktuální hodnoty, obdobný požadavek se nevztahuje na uzavřené podílové fondy ani na investiční fondy povolované Českou národní bankou v České republice podle §64 zákona o kolektivním investování, tj. uzavřené investiční fondy, neboť tuzemská úprava kolektivního investování investiční fondy otevřeného typu nezná a jako organismy kolektivního investování otevřeného typu upravuje pouze otevřené podílové fondy, tj. formu bez právní subjektivity. Obdobný požadavek se navíc nevztahuje ani na veřejné nabízení akcií uzavřeného fondu kolektivního investování podle ustanovení §79 a násl. Zákona o kolektivním investování. V České republice tak uzavřené investiční fondy ani uzavřené podílové fondy nemusí ani na žádost podílníka odkupovat cenné papíry, které vydaly za podmínek, které nejsou horší než podmínky uvedené v §12 zákona o kolektivním investování, ani zajišťovat, aby se kurz cenných papírů, které vydaly, na regulovaném trhu významně nelišil od jejich aktuální hodnoty. Uzavřené investiční fondy ani uzavřené podílové fondy v České republice nemusí tudíž způsob plnění tohoto požadavku ani dokládat v rámci řízení o povolení k činnosti investičního fondu, ani plnění tohoto požadavku zajistit pro účely veřejné nabídky akcií.

Z tohoto důvodu je diskriminačním z hlediska práva ES, pokud je na fondy z jiných států ES pro účely veřejné nabídky na území České republiky požadována bezvýjimečně otevřená forma fondu. Tento požadavek není nikterak ospravedlnitelný ani imperativem ochrany investorů, vzhledem k existenci ustanovení §58 odst. 2 písm. d), který stanoví požadavek srovnatelné ochrany ve státě sídla fondu.

(ii) Svoboda volného pohybu služeb v rámci Společenství

Domnívám se, že požadavek §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování je nejen v rozporu se shora uvedeným obecným principem práva Evropských společenství, ale zcela popírá základní svobodu volného pohybu služeb zakotvenou v článku 49 Smlouvy o založení ES. Jak bylo již zmíněno výše, v právu Společenství se uplatní obecný princip zákazu diskriminace z důvodu státní příslušnosti. Samotné ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování přitom může představovat jasné diskriminační ustanovení i v důsledcích jeho aplikace. Ačkoliv právo Společenství požaduje pro všechny poskytovatele služeb z jiného členského státu národní režim, jak bylo uvedeno výše, v České republice zákona o kolektivním investování stanoví odlišné požadavky na povolení pro tuzemské a zahraniční speciální fondy. Navíc doslovná aplikace požadavku v ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování na zahraniční fondy uzavřeného typu, a to rovněž z jiných členských států Evropských společenství, by znamenala, že poskytování služeb kolektivního investování uzavřeným fondem, tj. nesměrníčovým subjektem (organismem) kolektivního investování by bylo vyhrazeno tuzemským speciálním fondům uzavřeného typu, neboť zahraničním speciálním fondům uzavřeného typu, včetně těch z jiných členských států Evropských společenství, by veřejné nabízení cenných papírů znemožňovala³⁴. Domnívám se, že aplikace ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování na zahraniční speciální fond uzavřeného typu z členského státu Evropských společenství by představovala omezení svobody volného pohybu služeb, které je v rozporu s přímo aplikovatelnými ustanoveními Smlouvy o založení Evropských společenství. Ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování tak nezakládá toliko omezení volného pohybu služeb kolektivního investování speciálních fondů uzavřeného typu z jiných členských států, ale naprosté vyloučení svobody pohybu jejich služeb na území České republiky.

Jsem přesvědčen, že shora uvedený příklad popření svobody pohybu služeb dle článku 49 Smlouvy o založení by jako odporující ustanovením Smlouvy o založení hodnotil rovněž Evropský soudní dvůr. Pro přímý rozpor s přednostně aplikovatelným primárním právem by se tak ustanovení §58 odst. 2 písm. c) nemělo uplatnit při případném řízení o povolení veřejné

³⁴ Shodně viz Dědič, J., Čech, P.: *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*. 2. vydání. Praha, Polygon, 2005. str. 287

nabídky cenných papírů uzavřených fondů kolektivního investování ze států Evropského hospodářského prostoru.

Ustanovení §58 odst. 2 zákona o kolektivním investování upravuje podmínky, za nichž Česká národní banka udělí povolení k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice. Výklad českého práva v souladu s evropským právem je přitom nejenom oprávněný, ale nezbytný, protože členské státy jsou povinny právní předpisy vykládat a aplikovat v souladu s komunitárním právem. Výklad §58 odst. 2 zákona o kolektivním investování upravujícího podmínky pro udělení povolení v souladu se Smlouvou o založení ES přitom nutně vyžaduje nepřehlížet k požadavku uvedenému v ustanovení §58 odst. 2 písm. c) v případě speciálního fondu uzavřeného typu z jiného členského státu Evropského hospodářského prostoru a udělení povolení České národní banky k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice za předpokladu splnění ostatních zákonných podmínek pro udělení tohoto povolení.

(b) Veřejné nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu a Směrnice o prospektu

Jak bylo výše uvedeno, jsem toho názoru, že Směrnice o prospektu nebyla do českého práva transponována korektně. Domnívám se, že uzavřené (speciální) fondy kolektivního investování ze zemí tvořících Evropský hospodářský prostor (z hlediska českého práva jsou zahraničními speciálními fondy) je nutné považovat za obdobu fondů kolektivního investování podle českého práva. Akcie nebo podílové listy vydané takovými fondem je proto v souladu s ustanovením §3 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu třeba pokládat za cenné papíry kolektivního investování. Neměly by se tedy – v rámci mých předchozích úvah – považovat za investiční cenné papíry ve smyslu ustanovení §3 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Zahraniční uzavřený fond by vyhotovoval v souladu s právem, kterým je určen jeho osobní statut a se Směrnicí o prospektu³⁵ prospekt pro účely veřejné nabídky a přijetí na regulovaný trh.

³⁵ Z jejíhož článku I, který stanoví věcný rozsah aplikovatelnosti, vyplývá, že v případě veřejné nabídky cenných papírů fondu uzavřeného typu je nutné vyhotovit prospekt.

(i) Východiska

Speciálním fondem rozumí česká úprava obsažená v zákoně o kolektivním investování fond kolektivního investování, který nespĺňuje požadavky práva Evropských společenství, tj. požadavky směrnice č. 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP, anglická zkratka: UCITS), ve znění jejích pozdějších změn (dále jen **Směrnice o UCITS**). Z článku 1 odst. 2 Směrnice o UCITS mj. vyplývá, že za UCITS, tedy za subjekt (organismus) kolektivního investování, který splňuje požadavky Směrnice o UCITS, lze považovat pouze subjekty (organismy), jejichž podílové jednotky jsou na žádost podílníků přímo nebo nepřímo odkoupeny nebo vyplaceny z aktiv těchto subjektů, přičemž za rovnocenné odkupu nebo vyplacení se považuje jednání ze strany UCITS k zajištění toho, aby se hodnota jejích podílových jednotek na sekundárním trhu významně nelišila od čisté hodnoty jejich aktiv. Článek 2 odst. 1 Směrnice o UCITS dále uvádí, že tato směrnice se nevztahuje na subjekty kolektivního investování uzavřeného typu. Z uvedeného dle mého názoru jednoznačně vyplývá, že jedním z hlavních znaků speciálního fondu uzavřeného typu je právě okolnost, že tento neodkupuje nebo nevyplácí ze svých aktiv na žádost podílníků přímo nebo nepřímo své podílové jednotky, případně ani nezajišťuje, aby se hodnota jeho podílových jednotek na sekundárním trhu významně nelišila od čisté hodnoty jeho aktiv.

Zákon o kolektivním investování stanoví, že zahraniční speciální fond může veřejně nabízet cenné papíry v České republice, jestliže splní podmínky uvedené v ustanovení §58 odst. 1 ZKI, kterými jsou jednak uzavření smlouvy obdobně podle §43 odst. 2 a jednak povolení České národní banky k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice. Je otázkou, zda se tento požadavek má vztahovat i na zahraniční speciální fondy uzavřeného typu se sídlem v jiném členském státě Evropského hospodářského prostoru.

Jednou z možností, jak k problematice přistoupit, je vzít v potaz možnou přímou aplikovatelnost Směrnice o prospektu. Tato směrnice ohledně vymezení cenných papírů odkazuje sice na ISD, dle článku 1 odst. 2 písm. a) se však nevztahuje na podílové listy vydané subjekty kolektivního investování uzavřeného typu. Z tohoto můžeme výkladem a contrario dovodit, že se Směrnice o prospektu vztahuje též na veřejnou nabídku cenných papírů uzavřených fondů kolektivního investování, popřípadě přijetí těchto cenných papírů k obchodování na regulovaný trh. Navíc

tam, kde článek 1 odst. 1 Směrnice o prospektu hovoří o "cenných papírech", článek 12 preambule této směrnice potvrzuje, že k zajištění nejvyšší ochrany investorů je potřeba směrnicí pokryté cenné papíry chápat v co nejširším smyslu. Tento závěr podporuje i znění článku 18 nařízení Komise ES č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospekttech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů (dále jen **Nařízení o prospektu**), který se výslovně vztahuje na subjekty kolektivního investování uzavřeného typu.

Do českého práva byla Směrnice o prospektu transponována novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu provedenou zákonem č. 56/2006 Sb. Na rozdíl od Směrnice o prospektu³⁶ používá §34 zákona o podnikání na kapitálovém trhu k vymezení věcného rozsahu ustanovení o veřejné nabídce odkaz na investiční cenné papíry (čímž z aplikace ustanovení o veřejné nabídce vylučuje cenné papíry kolektivního investování a tudíž i akcie zahraničních fondů uzavřeného typu). V tomto se tedy česká úprava přeshraničního nabízení cenných papírů kolektivního investování liší od úpravy komunitární.

(ii) *Přímá aplikovatelnost směrnice ES*

Vnitrostátní předpisy je nutné interpretovat v souladu se zásadou tzv. nepřímého účinku směrnice. Jedná se o povinnost národních orgánů aplikujících právo vykládat národní právní předpisy v nejvyšší možné míře v souladu s požadavky práva Evropských společenství (viz např. 14/83 Sabine von Colson and Elisabeth Kamann v Land Nordrhein-Westfalen SbSD 1984, str. 1891, 80/86 Kolpinghuis SbSD 1987, str. 3969 a C-106/89 Marleasing SA SbSD 1990, str. 4135). Povinnost eurokonformního výkladu však neumožňuje národním orgánům vykládat předpisy *contra legem*.³⁷ V případě, že právní předpis neumožňuje eurokonformní výklad, nezbyvá než takový předpis aplikovat v rozporu s právem EU. Vznikne-li jednotlivci škoda, má vůči členskému státu nárok na její náhradu (srov. např. C-6/90 Francovich and Bonifaci / Italy).

³⁶ Která sice též odkazuje na vymezení „transferable securities“ podle ISD, nicméně poté, co byla ISD nahrazena MiFID, je tento odkaz již obsoletní a měl by pravděpodobně být chápán jako odkaz na MiFID, v níž je pojetí „transferable security“ významně odlišné – viz dále.

³⁷ Viz Král, R.: Zásady aplikace komunitárního práva národními soudy, Praha, str. 42.

Vedle eurokonformního výkladu ovšem dále stojí tzv. přímý účinek směrnic. Podmínkou bezprostředního účinku směrnice je marné uplynutí lhůty k transpozici, dostatečná přesnost a bezpodmínečnost směrnice, úplnost a právní dokonalost směrnice, nevyžadující prováděcí úpravu, a dále skutečnost, že směrnice zakládá jednotlivci oprávnění a naopak na druhé straně neukládá povinnosti (viz např. 41/74 Van Duyn v Home Office SbSD 1974, str. 1337, 152/84 Marshall SbSD 1986, str. 723, 148/78 Ratti, SbSD 1979, str. 1629).³⁸

(iii) Důsledky přímé aplikovatelnosti směrnice

Domnívám se, že pro překlenutí výše zmíněného transpozičního nedostatku by jsou naplněny podmínky použití doktríny přímého účinku článků směrnice, a to konkrétně jejího článku 1 odst. 2 písm. a) ve spojení s článkem 17 Směrnice o prospektu. K podpoře tohoto argumentu by bylo ostatně možné se opřít i o stanovisko bývalé Komise pro cenné papíry č. STAN/8/2005, ze kterého vyplývá, že "veřejnou nabídku či přijetí na trh lze na základě přímého účinku směrnice provést i s 'evropským' prospektem schváleným v zahraničí po splnění požadavků stanovených v článku 17 a 18 směrnice". Toto stanovisko se vztahuje ke stavu právní úpravy před účinností zákona č. 56/2006 Sb., avšak po uplynutí lhůty k transpozici pravidel Směrnice o prospektu do národních právních řádů. Toto stanovisko též výslovně neřeší problematiku veřejné nabídky produktů kolektivního investování (a ani uzavřených fondů), ale podle mého názoru by se měly jeho závěry uplatnit nejen v případě chybějící transpozice, ale i v případě nesprávné transpozice Směrnice o prospektu do českého práva.

Klíčovými jsou v tomto ohledu ustanovení článků 17 a 18 Směrnice o prospektu, která zakotvují evropský dosah prospektů cenných papírů schválených regulátory domovských států jejich emitentů a dále proceduru pro notifikaci schválených prospektů.

Pokud bych přijal závěr o přímé aplikovatelnosti Směrnice o prospektu, bude k veřejnému nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu (se sídlem v členském státě Evropského hospodářského prostoru) v České republice stačit splnění tří podmínek. Zaprvé by tento fond musel vyhotovit prospekt cenného papíru a nechat jej schválit příslušným orgánem svého domovského státu, dále by tento orgán musel zaslat České národní bance osvědčení o schválení

³⁸ Viz Král, R.: cit. dílo, str. 17.

prospektu společně s plným zněním prospektu a českým překladem jeho shrnutí a zatřetí by tento prospekt musel být příslušným způsobem uveřejněn (v souladu s §36h zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Úprava §58 zákona o kolektivním investování by se v tomto případě vůbec neaplikovala.

(iv) *Sankční ustanovení, plnění informačních povinností fondem*

Zákon o kolektivním investování obsahuje v §§122, 124 a 125 sankční ustanovení mimo jiné pro případy porušení ustanovení o veřejné nabídce cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle §58. V případě veřejné nabídky doprovázené prospektem řádně notifikovaným České národní bance a řádně publikovaným ve smyslu §36h zákona o podnikání na kapitálovém trhu ovšem z povahy věci nemohou být naplněny znaky správních deliktů právnických nebo podnikajících fyzických osob podle §§122 a 124, popřípadě přestupku podle §125 odst. 1 písm. b), neboť nebude naplněn obecný znak skutkové podstaty deliktu, a to obecná protiprávnost jednání.

V souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů zahraničního speciálního uzavřeného fondu je též třeba poznamenat, že ač se v některých případech neuplatní požadavky §58 zákona o kolektivním investování, tento speciální fond bude nadále patrně podroben speciální úpravě zákona o kolektivním investování co do plnění informační povinnosti podle §59. Tyto informační povinnosti jsou rozvedeny v §83 a násl. zákona o kolektivním investování. Dále bude speciální fond povinen ve smyslu §81a zákona o kolektivním investování dodržovat pravidla pro veřejné nabízení akcií nebo podílových listů fondu kolektivního investování obsažená v §§79 až 81 zákona.

(v) *Problém rozdílného vymezení veřejnosti v praxi ČNB*

Na okraj analýzy ohledně aplikovatelnosti Směrnice o prospektu na některé uzavřené speciální fondy je ovšem nutné zmínit jeden nedostatek výše učiněného závěru. Je jím fakt, že nabídka okruhu kvalifikovaných investorů a popřípadě dalších investorů, kteří jsou vymezeni v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, nemusí za určitých povinností podléhat publikaci prospektu. Na druhé straně nabídka otevřených speciálních fondů nepodléhá povolovacímu režimu v případě, že jsou cenné papíry nabízeny pouze profesionálním investorům. Rozsah výjimek z povinnosti publikovat prospekt nebo nechat nabídku schválit Českou národní bankou se tak může lišit.

Zejména by tento rozdíl byl flagrantní například u nabídky cenných papírů zahraničního uzavřeného fondu, kde minimální investice na jednoho investora by převyšovala 50.000 EUR. Zde by, na základě §35 odst. 2 písm. c) povinnost publikovat prospekt nevznikla, nezávisle na okruhu adresátů nabídky. Takováto možnost není otevřeným speciálním fondům dána.

Toto je de lege ferenda jedním z bodů, které by bylo kromě výše nastíněných změn zapotřebí vyřešit při případné novelizaci §58 zákona o kolektivním investování.

4.3 NABÍDKA CENNÝCH PAPIRŮ DALŠÍCH ZAHRANIČNÍCH SPECIÁLNÍCH FONDŮ

(a) Požadavek ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování

Jsem toho názoru, že požadavek uvedený v ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování je neodůvodněný v případě uzavřených fondů (a tím spíše u uzavřených fondů přijatých k obchodování na regulovaném trhu). Ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování stanoví, že Česká národní banka udělí zahraničnímu speciálnímu fondu povolení k veřejnému nabízení cenných papírů v České republice, jestliže tento fond odkupuje na žádost podílníka cenné papíry, které vydal, za podmínek, které nejsou horší než podmínky uvedené v §12, nebo zajišťuje, že se kurz cenných papírů, které vydal, na regulovaném trhu významně neliší od jejich aktuální hodnoty. Požadavek uvedený v ustanovení §58 odst. 2 písm. c) zákona o kolektivním investování zcela kopíruje požadavek článku 1 odst. 2 Směrnice o UCITS tak, jak je uveden výše, vztahující se však pouze k otevřeným fondům. To je ovšem v příkrém rozporu se smyslem úpravy speciálních fondů, kterými jsou mj. všechny fondy uzavřeného typu. Směrnice o UCITS se vztahuje pouze na subjekty (organismy) kolektivního investování otevřeného typu a proto je požadavek uvedený v článku 1 odst. 2 Směrnice o UCITS týkající se zpětného odkupu cenných papírů nebo garance jejich ceny na regulovaném trhu zcela odůvodněn. Zákon o kolektivním investování však takřka stejný požadavek stanoví i pro (subjekty) organismy kolektivního investování uzavřeného typu, a to navíc toliko pro organismy zahraniční. Zákonodárce sice v důvodové zprávě k §58 zákona o kolektivním investování uvádí, že jednou z podmínek udělení povolení k veřejnému nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu je jeho otevřenost, neuvádí však, proč tomu tak je. Zejména je to zvláštní v kontextu faktu, že v ustanovení §58 odst. 2 písm. d) stanoví pro udělení povolení podmínku srovnatelnosti ochrany investorů ve státu sídla fondu a v České republice. Povolení nabídek

pouze otevřeným fondům je totiž evidentně stanoveno na ochranu investorů (tj. povolením nabízení pouze těch fondů, které jsou teoreticky méně rizikové), avšak tato ochrana by již měla být zajištěna výše zmíněným ustanovením.

Jestliže ustanovení §58 odst. 2 písm. c) dává smysl u fondů otevřeného typu, nedává již smysl u fondů uzavřeného typu, a tím spíše ne u uzavřených fondů, jež jsou obchodovány na likvidních sekundárních trzích za účasti tvůrců trhu (například obchodování titulů ve SPAD na pražské burze). Je tomu tak proto, že tvůrce trhu, který má povinnost průběžně uveřejňovat kótace, na vyspělých trzích pružně reaguje na cenotvorné informace týkající se tržní hodnoty portfolia fondu (mezi které patří mimo jiné pravidelně uveřejňovaná ocenění portfolia fondu). Tímto mechanismem je ekonomicky zajištěno, že se kurz cenného papíru fondu, za který je obchodován na sekundárním trhu, významně neliší od jeho skutečné hodnoty.

Navíc praxe je taková, že smlouvy o vykonávání funkce tvůrce trhu pro daný titul nejsou na regulovaných trzích uzavírány mezi emitentem daného titulu a tvůrcem trhu, ale mezi tvůrcem trhu pro daný titul a organizátorem trhu. Tím pádem nemá emitent možnost ovlivnit smluvní ujednání ohledně tvorby kótací na jím vydaný cenný papír.

Je ostatně otázkou, zda by takováto praxe, popřípadě jiné intervence ohledně kursu cenného papíru uzavřeného fondu na regulovaném trhu nebyly v rozporu s ustanoveními §126 a §127 zákona o podnikání na kapitálovém trhu o manipulaci s trhem.

Dále je ekonomickým faktem, který uvádí literatura, že případná diskrepance mezi tržní hodnotou portfolia připadající na jeden cenný papír a odpovídajícím kurzem cenného papíru fondu bývá pouze krátkodobá, neboť tržní ceny cenných papírů uzavřených fondů by měly konvergovat k čisté hodnotě aktiv připadající na jeden cenný papír³⁹. Cenné papíry uzavřených fondů ve formě akciové společnosti jsou dlouhodobě obchodovány na sekundárních trzích obchodovány s diskontem (kurz akcie je menší než čistá hodnota aktiv připadající na jednu akcii)⁴⁰.

³⁹ Viz Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Ekopress, 2002. Str. 370.

⁴⁰ Tamtéž.

Mám-li uzavřít, tak je-li smyslem ustanovení §58 ochrana české investorské veřejnosti, měla by se regulace ubírat jiným směrem, než úplným zákazem veřejné nabídky zahraničních uzavřených fondů (tedy, v návaznosti na mou předchozí analýzu, těch, které nemají prospekt schválený příslušným dozorovým orgánem státu EHP). Naopak čeští investoři jsou tímto ochuzeni o možnost investice do zahraničních produktů tohoto typu. Navíc toto nikterak nepřispívá k rozvoji českého kapitálového trhu.

(b) Podmínky povolení veřejné nabídky cenných papírů speciálního fondu v České republice

Za současného stavu právní úpravy o povolení provést veřejnou nabídku musí tedy Českou národní banku žádat zahraniční otevřené speciální fondy.

Česká národní banka může povolit veřejnou nabídku cenných papírů fondu pouze za předpokladu, že uzavřel s českou bankou nebo pobočkou zahraniční banky smlouvu obdobně podle §43 odst. 2 zákona o kolektivním investování (toto je v podstatě požadavek ustanovení tzv. agenta pro platby, *paying agency*, který zajišťuje vyplacení výnosů z fondu, odkupování cenných papírů fondu a některé další činnosti).

Dále jsou pro veřejnou nabídku stanoveny tyto podmínky:

- (a) fond má sídlo a skutečné sídlo ve stejném státě,
- (b) fond předloží potvrzení orgánu dohledu státu sídla o tom, že mu bylo uděleno povolení kolektivní investování a že nemá námitek proti veřejnému nabízení cenných papírů v České republice,
- (c) požadavek odkupování cenných papírů vydaných fondem – viz diskuze výše,
- (d) stát, ve kterém má fond sídlo, zajišťuje ochranu investorů srovnatelné úrovně jako zákon o kolektivním investování

Další podmínky jsou stanoveny pro případ, že fond má v úmyslu na území České republiky zřídit organizační složku.

K požadavkům uvedeným pod písm. b) a d) snad jen zbývá dodat, že efektivně vylučuje z možnosti veřejně nabízet cenné papíry většinu hedgingových fondů zakládaných v offshorových jurisdikcích, neboť zde nebude existovat orgán dohledu, popřípadě nebude dána

srovnatelná úroveň ochrany investorů. V případě hedgingových fondů ze států Evropského společenství často veřejná nabídka povolena v obecné rovině je (v jejich domovském státu). Tam ovšem bude otázkou, jakým způsobem by Česká národní banka posoudila úroveň ochrany investorů do takových fondů.⁴¹

(c) Řízení o povolení veřejné nabídky

K tomuto je třeba jen uvést, že na rozdíl například od řízení o udělení bankovní licence nebo licence pobočky zahraniční banky zde zákon neuvádí konkrétní lhůty, ve kterých je Česká národní banka povinna o žádosti o povolení rozhodnout.

Uplatní se zde tedy obecný předpis, jímž je zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, v platném znění. Z tohoto vyplývá, že Česká národní banka musí o žádosti rozhodnout do 30 dnů od podání žádosti; v určitých případech může být tato lhůta prodloužena až na 60 dnů.

4.4 NABÍDKA HYBRIDNÍCH INSTRUMENTŮ A NĚKTERÝCH HEDGINGOVÝCH FONDŮ

Tato část se týká veřejného nabízení některých hybridních instrumentů a některých typů hedgingových fondů. Jak jsem již výše zmínil, za hybridní produkty považuji takové cenné papíry, které ač nejsou přímo cenným papírem kolektivního investování (cenným papírem vydaným fondem), zprostředkovávají investorovi možnost investovat do produktu, který má s cenným papírem kolektivního investování buď identické charakteristiky, nebo který poskytuje výnos, který je navázán na výkon určitého produktu kolektivního investování nebo dokonce více produktů kolektivního investování. Pro investora může být zajímavé, pokud je takovýto hybridní produkt vtělen do dluhopisu nebo obdobného cenného papíru, který zaručuje při splatnosti vyplacení alespoň nominální hodnoty instrumentu.

Pokud takovéto instrumenty naplní definici investičního cenného papíru, jak je diskutován výše, bude se jejich veřejná nabídka v ČR řídit ustanoveními §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Dále ještě vyvstávají v této souvislosti některé specifické otázky, které diskutuji níže.

⁴¹ Z těchto fondů se jedná například o OPCVM Aria, Fonds contractuels a FCIMT ve Francii, Hedge funds v Lucembursku, Fondos de inversión libre ve Španělsku, nebo irské Qualified Investors' Funds.

Stejná situace nastává i u hedgingových fondů, které neemitují cenné papíry kolektivního investování, avšak emitují cenné papíry, které je možné z pohledu českého práva zařadit do kategorie investičních cenných papírů. I na nabídky takovýchto fondů by se vztáhla pravidla §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu⁴². Vzhledem k tomu, že nabídka cenných papírů v souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu by spadala do povolených výjimek ze zákazu tzv. „černého kolektivního investování“ dle §2a zákona o kolektivním investování, byla by taková nabídka při splnění zákonných podmínek v České republice možná.

(a) Propagace podkladového aktiva

V souvislosti s veřejnou nabídkou hybridních produktů vyvstává otázka, za jakých okolností by nabídka takových produktů mohla být současně považována za nabídku podkladového fondu nebo fondů kolektivního investování. Pokud by za takovou nabídku byla považována, bylo by zde totiž riziko, že například veřejná nabídka podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu by byla hodnocena jako obcházení ustanovení zákona o kolektivním investování (zejména pak jeho §58). Pro takový případ by zde nabízejícímu hrozilo uložení sankce za správní delikt dle §122 a §124 zákona o kolektivním investování.

Dle mého názoru je toto riziko minimalizováno, pokud hybridní produkt (cenný papír, který jej inkorporuje) nabízí osoba odlišná od obhospodařovatele (popřípadě manažera) fondu nebo fondů, které jsou podkladovým aktivem takového produktu, nebo osobou náležející ke stejné skupině společností jako obhospodařovatel fondu. Ostatně takovéto řešení, kdy by osoba spravující fond současně vydávala cenné papíry, které sledují jeho výnos, by bylo pro emitenta z ekonomického pohledu nevýhodné (neboť vydáním hybridního produktu by emitent současně snižoval objem prostředků, které investoři vloží do fondů jím vytvořených). Dalo by se to chápat pouze v případě, kdy by navázání výnosu hybridního instrumentu na výkon fondu nebylo čistě proporcionální, ale bylo spojeno s určitým pákovým efektem. Nicméně i v tomto případě by byla pozice emitenta z hlediska případného obcházení zákona o kolektivním investování minimálně pochybná.

⁴² Pokud jde o hedgingové fondy, které emitují cenné papíry kolektivního investování, bude se veřejná nabídka *mutatis mutandis* řídit pravidly uvedenými výše ohledně otevřených a uzavřených speciálních fondů.

(b) Provádění transakcí sekundárního trhu emitentem

Z hlediska ekonomické reality je nutno podotknout, že hybridní instrumenty často bývají z různých důvodů takzvaně „šité na míru“ potřeb konkrétního investora nebo skupiny investorů (pokud je umístěný objem emise dostatečný, je to i pro emitenta ekonomicky výhodné). V takovém případě, i když nejsou převoditelnosti daného cenného papíru kladeny právní překážky, často neexistuje likvidní sekundární trh, na kterém by mohly být takové cenné papíry obchodovány.

Nastupuje zde problém, zda takové cenné papíry, pokud jinak splňují charakteristiky investičního cenného papíru, je možné za takové cenné papíry považovat a kdy ne, popřípadě, jaká jsou kritéria takového zařazení. V emisních podmínkách takovýchto cenných papírů obvykle bývají ustanovení o provádění transakcí doplujících sekundární trh emitentem, popřípadě osobou, která jedná jako umístovatel emise.

Pokud je závazek provádět takovéto transakce na žádost investorů formulován jako bezpodmínečný, jsem toho názoru, že pravděpodobnost zařazení mezi investiční cenné papíry (za splnění všech ostatních podmínek) je velmi vysoká. Častým jevem je ovšem také situace, kdy provedení těchto transakcí kvazi-sekundárního trhu je na volném uvážení (diskreci) emitenta. V tomto případě jsem toho názoru, že podmínka pro zařazení mezi investiční cenné papíry může být splněna pouze u kategorií podle §3 odst. 2 písm. a) a b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu (viz výše diskuzi *způsobilosti* být obchodován na kapitálovém trhu). Naopak, u cenných papírů spadajících do kategorií podle §3 odst. 2 písm. c) a d) zákona o podnikání na kapitálovém trhu se domnívám, že podmínka nebude splněna (i když, jak jsem uvedl výše, zákonné rozdělení standardů je možná konstruováno v rozporu s evropským právem a bylo by lze jej překlenout interpretací).

4.5 VEŘEJNÁ NABÍDKA CENNÝCH PAPÍRŮ, KTERÉ NEJSOU INVESTIČNÍMI CENNÝMI PAPÍRY

Do této kategorie by spadaly cenné papíry, do kterých jsou inkorporovány hybridní instrumenty, a cenné papíry vydané hedgingovými fondy, které by nenaplnily definici cenného papíru kolektivního investování ani investičního cenného papíru.

V současné době se právní regulace veřejné nabídky investičních cenných papírů řídí §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Před přijetím tohoto zákona byla regulace veřejných

nabídek (v té době obsažená v §78c a násl. zákona č. 591/1992 Sb., ve znění účinném do 30. dubna 2004) pojata jako širší, a to tak, že se vztahovala na určitá jednání směřující k nabídce ohledně jakýchkoli cenných papírů. Tedy i takové cenné papíry, které by podle dnešní úpravy nenaplnily definici investičního cenného papíru, by mohly být veřejně nabízeny pouze v souladu s tímto zákonem. Tento přístup dokumentuje i oficiálně publikovaný právní názor Komise pro cenné papíry z 11. června 2002, ve kterém se Komise zabývala mimo jiné aplikovatelností pravidel veřejných nabídek na nabídku směnek.

Na jednu stranu dnes tedy veřejná nabídka cenných papírů, které nejsou investičními cennými papíry nepodléhá nikdy povinnosti publikovat prospekt, na druhou stranu je ovšem nutné zvážit, zda by takováto nabídka nebyla porušením obecného zákazu shromažďování prostředků od veřejnosti podle §2a zákona o kolektivním investování.

V případě, že by šlo o nabídku cenných papírů vydaných hedgingovým fondem, patrně by byl naplněn znak hypotézy stanovené v §2a odst. 1 zákona o kolektivním investování (je zde naplněn znak společného investování získaných prostředků), a proto by byla taková nabídka (a z ní plynoucí shromažďování prostředků) zakázána.

Ohledně ostatních cenných papírů, do kterých jsou vtěleny hybridní produkty, by bylo nutno v každém konkrétním případě zkoumat účel shromažďování prostředků a využití prostředků získaných veřejnou nabídkou. Dále též je nejasné, jaký je skutečný rozsah výjimek z obecného zákazu, stanovených v §2a odst. 3 (jak již bylo diskutováno výše).

Abych tedy uzavřel, veřejná nabídka cenných papírů, které nejsou investičními cennými papíry, je krajně riziková z pohledu zákazu podle §2a (a z toho plynoucího rizika odpovědnosti za přestupek podle §124 zákona o kolektivním investování).

De lege ferenda by bylo vhodné přesněji vymezit rozsah tohoto zákazu a též zakotvit určitý právní režim, který by se týkal veřejné nabídky jiných nástrojů (jiných cenných papírů), než investičních cenných papírů (například podřazení této regulace pod stávající §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Toto pojetí by ostatně bylo možné a nebylo by v rozporu s komunitárním právem (zejména Směrnicí o prospektu), která se týká výhradně cenných papírů tam uvedených a pro jiné nástroje režim nestanoví.

4.6 BURZOVNÍ OBCHODOVÁNÍ FONDŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

Ohledně zahraničních speciálních fondů je též vhodné zamyslet se nad jejich možnou burzovní obchodovatelností v České republice, konkrétně nad možnostmi přijetí k obchodování na hlavním, vedlejším nebo volném oficiálním trhu burzy (tedy na regulovaném trhu ve smyslu práva kapitálového trhu).

Zkraje je nutno podotknout, že na vyspělých zahraničních trzích je burzovní obchodování uzavřených fondů běžné přímo v akciových likvidních segmentech burz. Pokud jde o otevřené fondy, bývají pro ně, vzhledem k jejich specifickým vlastnostem, vytvářeny zvláštní tržní segmenty.

Vzhledem k tomu, že pro koncového investora burzovní obchodování nepřináší nijak výrazný klad, zaměřím se zde pouze na možnosti ohledně potenciálního obchodování zahraničních uzavřených fondů.

Pokud jde o zákonné předpoklady obchodování uzavřených fondů na oficiálním trhu, ty jsou dány v §39 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu pokud jde o uzavřené fondy, které mají formu akciové společnosti, a v §39 odst. 2, pokud jde o fondy bez právní subjektivity.

Burzovní pravidla Burzy cenných papírů Praha (dále jen **Burza**) s možností burzovního obchodování uzavřených fondů evidentně nepočítají. V článku 1 Podmínek pro přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním a vedlejším trhu burzy se totiž počítá pouze s možností burzovního obchodování investičních cenných papírů. Akcie vydané uzavřeným fondem však, ve smyslu §3 odst. 5 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (a výše uvedené diskuze tohoto problému) nejsou investičním cenným papírem, a proto se zdá, že za současného znění Burzovních pravidel by jejich obchodování na těchto dvou trzích bylo možné.

Jinak je tomu ohledně možnosti přijetí na oficiální volný trh Burzy, kdy se Burzovní pravidla neomezují pouze na „investiční cenné papíry“, ale umožňují přijetí ohledně cenných papírů obecně.

De lege ferenda by bylo pravděpodobně vhodné umožnit uzavřeným fondům vstupovat i na hlavní a vedlejší trh burzy, které jsou pro investory více atraktivní, a na nichž jsou kromě jednoho titulu obchodovány všechny akciové tituly, které jsou v současnosti na pražské Burze obchodovány v režimu SPAD.

4.7 PUBLIKAČNÍ POVINNOSTI VZTAHUJÍCÍ SE K VEŘEJNÉ NABÍDCE

V souvislosti s veřejnou nabídkou investičních nástrojů na území České republiky vznikne často nabízející osobě povinnost publikovat zákonem stanoveným způsobem určité informace ohledně investičního nástroje, popřípadě jeho emitenta. Rozsah takovéto publikační povinnosti bude mimo jiné záležet na tom, zda osoba činí veřejnou nabídku podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, nebo podle zákona o kolektivním investování.

(a) Publikační povinnosti podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu

(i) *Obecná pravidla*

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví pouze velmi malé požadavky v případě veřejné nabídky investičních cenných papírů. Těmito je povinnost nabízející osoby publikovat prospekt jedním ze způsobů uvedených v §36h.

Dále je zde zakotvena v §36k obecná povinnost, aby veškerá propagační sdělení týkající se veřejné nabídky obsahovala informaci o publikaci prospektu a aby tato sdělení byla v souladu s údaji v prospektu uvedenými. K důsledkům porušení těchto pravidel viz níže kapitolu o odpovědnostních vztazích.

Je též vhodné podotknout, že daleko rozsáhlejší informační povinnosti se týkají emitenta cenného papíru, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu (např. publikace výročních a pololetních zpráv, průběžné informační povinnosti).

(ii) *Zapojení investičního zprostředkovatele do distribučního řetězce*

Za povšimnutí stojí zakotvení publikační povinnosti ohledně prospektu v §36h odst. 1, písm. a). Podle tohoto ustanovení se prospekt uveřejňuje na internetových stránkách emitenta a na internetových stránkách obchodníka s cennými papíry, pokud cenné papíry umisťuje nebo prodává.

Takováto povinnost by pravidelně dopadla na obchodníka s cennými papíry, který by v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů poskytoval investiční službu upisování nebo umisťování emisí investičních nástrojů. V praxi ovšem nejsou výjimkou případy, kdy propagací a tedy faktickým prováděním veřejné nabídky emitent smluvně pověří investičního zprostředkovatele, který má licenci ve smyslu §29 a násl. Zákona o podnikání na kapitálovém

trhu. Tento zprostředkovatel pak přijímá a předává pokyny od investorů k nákupu investičního cenného papíru buď přímo od emitenta, nebo od zahraničního obchodníka, který cenné papíry v zahraničí umísťuje nebo v zahraničí prodává.

Vzhledem k teritorialitě aplikace zákona o podnikání na kapitálovém trhu by se na takového obchodníka patrně publikační povinnost podle §36h odst. 1, písm. a) nevztáhla. Navíc tato ustanovení se pravděpodobně týkají jen veřejné nabídky v České republice, na které by se daný obchodník nepodílel.

Ovšem investiční zprostředkovatelé v okruhu povinných subjektů uvedeni nejsou a povinnosti jim nelze ukládat jinak než na základě zákona, a proto by na ně daná publikační povinnost nedopadla.

(b) Publikační povinnosti podle zákona o kolektivním investování

Není pochyb o tom, že zahraniční otevřené speciální fondy budou muset při veřejné nabídce cenných papírů v České republice plnit informační povinnosti podle zákona o kolektivním investování. Je otázkou, do jaké míry budou tuto povinnost mít i zahraniční uzavřené speciální fondy, které budou své cenné papíry nabízet v České republice na základě Směrnice o prospektu.

Domnívám se, že v tomto případě, byť půjde o nabídku, která se bude řídit články 17 a 18 Směrnice o prospektu a §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu, budou se informační povinnosti nadále plnit podle zákona o kolektivním investování, který je v tomto smyslu k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu úpravou speciální.

Speciální fond bude tedy mít, na základě §59 zákona o kolektivním investování, povinnost uveřejňovat v České republice informace, které uveřejňuje ve státě svého sídla, a to způsobem uvedeným ve statutu, a informace podle zákona o kolektivním investování, které jdou nad rámec informací požadovaných státem sídla.

Informace, které má fond povinnost uveřejňovat v České republice, jsou uvedeny v §§83 a 88 zákona o kolektivním investování. Je otázkou, jakým způsobem by bylo nutno postupovat v případě zahraničních fondů, které podle práva státu svého sídla nebudou vyhotovovat statut. Zejména je tato otázka namístě u uzavřených fondů, které nabízejí své cenné papíry na základě prospektu. Zde by patrně měla postačit publikace prospektu (včetně shrnutí v českém jazyce) a stanov, pokud jasným způsobem definují investiční politiku daného fondu.

Není úplně jasné, v jakém jazyce zahraniční fond dané informační povinnosti musí plnit. §59 zákona o kolektivním investování totiž, na rozdíl od zákona o podnikání na kapitálovém trhu⁴³, nestanoví obligatorní jazyk publikace. Zákon o kolektivním investování sice stanoví v §132 obecné pravidlo⁴⁴ použití českého jazyka pro publikování veškerých informací jím vyžadovaných, ale je otázkou, do jaké míry je možné vztáhnout tento požadavek na zahraniční uzavřené fondy nabízející cenné papíry v České republice na základě prospektu.

Zahraníční speciální fond (otevřený i uzavřený) bude dále na základě §81a zákona o kolektivním investování mít určité povinnosti k potenciálním investorům do jím vydaných cenných papírů. Tyto povinnosti jsou rozvedeny v §§79 až 81.

5. DALŠÍ REGULATORNÍ OMEZENÍ VEŘEJNÉHO NABÍZENÍ ZAHRANIČNÍCH PRODUKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

Kromě speciálních pravidel zákona o kolektivním investování a zákona o podnikání na kapitálovém trhu ohledně veřejných nabídek investičních nástrojů jimi regulovaných si nabízející osoba musí být vždy vědoma, že i když je v daném případě veřejná nabídka na území České republiky možná, existují určitá obecná pravidla, která musí v souvislosti s nabídkou dodržovat. Zmiňuji zde ta z nich, která se týkají nabídky samotné. Zcela stranou ponechám fakt, že s veřejnou nabídkou pravidelně bude docházet též k poskytování investiční služby, a veškeré důsledky s tím spojené. Jejich diskuze přesahuje rámec této práce.

5.1 OBECNÁ PRAVIDLA PROPAGACE

Použití prostředků internetu a služby www pro účely propagace investičních produktů je v zásadě povoleno, avšak šíření a použití propagačních materiálů osobou činící veřejnou nabídku je omezeno řadou kogentních ustanovení právních předpisů.

České zákony regulující reklamu se uplatní pouze v případě, že k reklamní činnosti dojde v České republice nebo že zde nastanou účinky reklamy. České právo se tedy uplatní i v případě

⁴³ Podle §36h odst. 4 zákona o podnikání na kapitálovém trhu se prospekt uveřejňuje v českém jazyce nebo v anglickém jazyce s tím, že shrnutí prospektu musí být vždy uveřejněno v českém jazyce.

⁴⁴ Analogicky k §196 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

elektronické pošty zaslané do České republiky nebo telefonního volání do České republiky ze zahraničí, ovšem s tím, že je otázkou, jakým způsobem by jakákoli případná sankce mohla být vůči osobě, která pravidla poruší, vynucena.⁴⁵

Základním zákonem v této oblasti je zákon č. 40/1995 Sb., o reklamě, v platném znění (dále jen **zákon o reklamě**). Základními principy tohoto zákona, které se vztahují jakožto obecná úprava i na propagaci poskytování investičních služeb nebo investičních produktů, jsou:

- (a) Reklama nesmí být zavádějící, nesmí obtěžovat, být diskriminující, v rozporu s dobrými mravy hospodářské soutěže a nebo být způsobilá způsobit újmu jiným soutěžitelům, spotřebitelům, nebo na životním prostředí,
- (b) Srovnávací reklama je povolena pouze pokud je založena na podstatných, srovnatelných a objektivně prokazatelných charakteristikách příslušných produktů nebo služeb (další pravidla ohledně srovnávací reklamy jsou stanovena v zákoně č. 513/1991 Sb., v platném znění (dále jen **obchodní zákoník**), a
- (c) Reklama nesmí vést k poškození jiného soutěžitele nebo vést k záměně mezi společnostmi nebo jejich produkty či službami a soutěžiteli. Neoprávněné využívání dobrého jména soutěžitelů je též zakázáno (toto je zakotveno v obchodním zákoníku).

5.2 ZASÍLÁNÍ ELEKTRONICKÝCH ZPRÁV

Specifická pravidla se vztahují na reklamu zasílanou prostřednictvím elektronické pošty a dalších prostředků elektronické komunikace na základě zákona č. 480/2004 Sb., o některých službách informační společnosti, v platném znění (dále jen **zákon o službách informační společnosti**), který transponuje směrnici č. 2000/31/ES. Tento zákon je založen na kombinaci tzv. opt-in a opt-out modelu.

⁴⁵ Je zavedenou praxí Úřadu na ochranu osobních údajů (orgánu dohledu ve věcech propagace prostřednictvím elektronické pošty), že poskytuje informace o jakémkoli tvrzeném porušení pravidel elektronické komunikace (která jsou v rámci EU harmonizována), příslušnému orgánu dohledu v domovském státě osoby, která se dopustila porušení.

Jako základní pravidlo platí, že propagace pomocí elektronické pošty je možná pouze s předchozím souhlasem adresáta sdělení (model opt-in). Šíření propagačních sdělení pomocí elektronické pošty je navíc zakázáno, pokud skrývá identitu odesílatele sdělení nebo pokud je šířeno bez platné adresy, na kterou příjemce zprávy může odeslat požadavek o vyřazení ze seznamu šířitele sdělení. Nicméně, pokud by osoba veřejně nabízející cenné papíry nebo propagující investiční služby již disponovala elektronickou adresou svého stávajícího klienta v souvislosti s poskytováním služeb a v souladu s příslušnými předpisy na ochranu osobních údajů, může takovou elektronickou adresu užívat pro šíření propagačních sdělení za předpokladu, že klient má možnost jednoduše a bezplatně takového využití elektronické adresy odmítnout.

Pokud jde o využití opt-in modelu, stojí za povšimnutí, že český zákonodárce zakotvil požadavky vyšší, než jaké požaduje směrnice 2000/31/ES.

5.3 PROPAGACE ZA POUŽITÍ WEBOVÝCH STRÁNEK S OMEZENÝM PŘÍSTUPEM

Je otázkou, do jaké míry je nutné omezit a zabezpečit přístup k webovým stránkám s propagačními materiály k zahraničním cenným papírům, aby nevznikla nutnost v České republice uveřejnit prospekt cenného papíru.

Je nasnadě, že přístup na webové stránky zabezpečený heslem bude dostatečný pro zajištění, aby propagační sdělení došlo pouze vymezenému okruhu adresátů (ovšem otázkou zůstává, jaké má osoba, která takovouto stránku provozuje, povinnosti co do ověřování identity a způsobilosti k přijímání těchto informací od jednotlivých osob, které disponují heslem). Není zcela jasné, zda pouhé zabezpečení stránky, skrze volbu tlačítka ANO/NE by bylo dostačujícím zabezpečením.

Z pohledu českého práva bude navíc pravděpodobně irelevantní, kde se fyzicky nachází webová stránka, na které jsou umístěna propagační sdělení, pokud je takováto stránka dostupná z České republiky českým investorům (například, pokud je stránku v českém jazyce).

6. ODPOVĚDNOSTNÍ VZTAHY V SOUVISLOSTI S VEŘEJNÝM NABÍZENÍM PRODUKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

V souvislosti s přeshraničním nabízením produktů kolektivního investování bude pro nabízející osobu mnohdy klíčovou otázkou, do jaké míry je odpovědná za obsah propagačních a jiných materiálů, které při veřejné nabídce používá. Často je tato otázka navíc posílena faktem, že

nabízející osoba je osobou odlišnou od emitenta, a proto nemusí mít vždy reálnou možnost verifikace např. údajů uvedených v prospektu.

6.1 VEŘEJNOPRÁVNÍ ODPOVĚDNOST NA ÚSEKU VEŘEJNÉ NABÍDKY

(a) Porušení předpisů o propagaci

Pokud osoba, která na území České republiky veřejně nabízí zahraniční produkty kolektivního investování, tímto porušuje výše uvedená pravidla, která regulují tuto nabídku, nebude to mít vliv na platnost nebo vynutitelnost případných smluv uzavřených na základě této nabídky. Může se ovšem uplatnit celá řada administrativních sankcí.

Zákon o reklamě zakotvuje množství správních deliktů pro porušení obecných předpisů o reklamě (jak jsem je popsal výše). Osobě, která nedodrží tato pravidla, může být uložena pokuta až do výše 10 milionů Kč. Pokuta za správní delikt může být ve stejné výši uložena též osobě, která poruší pravidla týkající se přímého marketingu pomocí prostředků elektronické komunikace stanovená zákonem o službách informační společnosti.

Osobě, která je beneficentem jednotné licence a poruší pravidla propagace investičních služeb, může být na základě §174 zákona o podnikání na kapitálovém trhu udělena pokuta až do výše 10 milionů Kč.

(b) Porušení předpisů o poskytování investičních služeb

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu obsahuje celou řadu sankčních ustanovení, která se uplatní v případě porušení pravidel týkajících se poskytování investičních služeb. Tyto sankce zahrnují pokuty, dočasné pozastavení činnosti podléhající dohledu a dokonce až nucenou správu. Nicméně, pokud by šlo o porušení pravidel osobou, která je beneficentem jednotné licence, Česká národní banka by měla nejprve notifikovat o porušení příslušný regulační orgán domovského státu osoby, která porušila pravidla, a teprve pokud by toto nevedlo k nápravě, by mohla sama přistoupit k udělení sankcí.

Pokud by došlo k veřejnému nabízení produktů kolektivního investování v rozporu s příslušnými právními předpisy a nebo k poskytování služeb k nim v rozporu s uděleným povolením (nebo bez příslušného povolení), mohlo by se u jednotlivých osob, které se daného jednání dopustily jednat též o naplnění skutkové podstaty trestného činu neoprávněného podnikání podle §118

zákona č. 140/1960 Sb., trestního zákona, v platném znění (dále jen **Trestní zákon**). Možné tresty zahrnují odnětí svobody až na 3 roky a pokutu až do výše 5 milionů Kč.

(c) Porušení předpisů o veřejném nabízení cenných papírů kolektivního investování a investičních cenných papírů

Pro případy porušení pravidel ohledně veřejného nabízení cenných papírů kolektivního investování a investičních cenných papírů obsahují sankční ustanovení jak zákon o podnikání na kapitálovém trhu, tak zákon o kolektivním investování.

Kterákoli právnická osoba nebo podnikající fyzická osoba, která bez povolení veřejně nabízí cenné papíry zahraničního speciálního fondu kolektivního investování, nebo která poruší zákaz shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti podle §2a zákona o kolektivním investování, může být stíhána za správní delikt podle §124 zákona o kolektivním investování. Pro naplnění obou skutkových podstat může Česká národní banka uložit pokutu až do výše 5 milionů Kč. Stejně tak se i fyzická osoba může dopustit přestupku podle §127 zákona o kolektivním investování tím, že bez povolení veřejně nabízí cenné papíry zahraničního speciálního fondu kolektivního investování. Za tento přestupek lze uložit pokutu až do výše 5 milionů Kč.

Je zvláštní, že po vložení nového §2a do zákona o kolektivním investování byl odpovídajícím způsobem vymezen i správní delikt právnické nebo podnikající fyzické osoby, spočívající v porušení tohoto zákazu, avšak odpovídající skutková podstata přestupku zakotvena nebyla. De lege ferenda by bylo vhodné tento nedostatek napravit, neboť pokud jde o nepodnikající fyzické osoby, je zmiňovaný §2a nedokonalou normou, která neobsahuje sankci.

Osoba, která veřejně nabízí investiční cenné papíry bez uveřejnění prospektu se dopustí správního deliktu podle §172 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a může jí být uložena pokuta až do výše 10 milionů Kč. Stejně tak se i fyzická osoba dopustí přestupku, pokud naplní stejné jednání (zde je výše pokuty stejná).

Je otázkou, zda takto vymezené sankce za správní delikty ve dvou zvláštních zákonech je úplně správné. Zmiňované zákony totiž jeden obsahují sankci v maximální výši 5 milionů Kč a druhý 10 milionů Kč. Přitom úroveň společenské nebezpečnosti vymezených jednání je obdobná a veřejný zájem na ochraně investorů zde není třeba diferencovat. Tomu by odpovídalo de lege ferenda i odpovídající srovnání výše sankcí v těchto právních předpisech.

Pokud jde o delikty spáchané subjekty podnikajícími na základě licence udělené v jiném státě EU, s nejvyšší pravděpodobností by Česká národní banka pokutu za správní delikt přímo neudělila a pouze notifikovala orgánu dohledu domovského státu porušení pravidel. Teprve pokud by tento orgán nezjednal nápravu, sama by zahájila správní řízení o správním deliktu.

6.2 SOUKROMOPRÁVNÍ ODPOVĚDNOST PŘI VEŘEJNÉM NABÍZENÍ

Zákon 40/1964 Sb., v platném znění (dále jen **občanský zákoník**) stanoví v §415 pro každého povinnost počínat si tak, „aby nedocházelo ke škodám na zdraví, na majetku, na přírodě a na životním prostředí.“ Podle §420 občanského zákoníku odpovídá každý za škodu, kterou způsobil porušením právní povinnosti.

Je myslitelné, aby investor byl úspěšný s uplatněním nároku na náhradu škody podle občanského zákoníku, pokud by osoba veřejně nabízející cenné papíry porušila příslušné publikační povinnosti popsané výše nebo stanovené v §15 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Toto ustanovení může být chápáno též jako obecná povinnost osoby veřejně nabízející cenné papíry poskytovat pravdivé a úplné informace (i vůči případným investorům, ke kterým směřují propagační sdělení týkající se veřejné nabídky). Náhrada škody podle občanského zákoníku (§442) spočívá v úhradě skutečné škody a ušlého zisku.

Toto znamená, že v případě přeshraniční veřejné nabídky cenných papírů by nabízející nebyl odpovědný za případnou škodu pokud by mohl prokázat, že se nedopustil porušení příslušné publikační povinnosti. Domnívám se, že by se tato osoba mohla též úspěšně exkulpat, pokud by mohla prokázat, že jednala v souladu s odpovídajícím standardem odborné péče. Není zcela jasné, jakým způsobem by tento standard měl být determinován v případě přeshraničních nabídek zahraničními subjekty. Pravděpodobně by tento standard musel být hodnocen v souladu s právem, podle kterého by byla příslušná osoba zřízena (a podle kterého jí případně byla udělena licence k poskytování investičních služeb), a zákon o podnikání na kapitálovém trhu (popřípadě zákon o kolektivním investování) by se použily pouze podpůrně.

6.3 ODPOVĚDNOST ZA OBSAH PROPAGAČNÍCH SDĚLENÍ V SOUVISLOSTI S VEŘEJNOU NABÍDKOU

V souvislosti s přeshraničním veřejným nabízením cenných papírů kolektivního investování i investičních cenných papírů (zvláště, když je veřejná nabídka prováděna osobou odlišnou od

emitenta v rámci poskytování investiční služby), je zajímavá otázka odpovědnosti nabízející osoby za obsah propagačních materiálů, které jsou potenciálnímu investorovi poskytnuty v souvislosti s nabídkou. Jde jak o odpovědnost veřejnoprávní (na základě zákona o kolektivním investování a zákona o podnikání na kapitálovém trhu), tak o odpovědnost soukromoprávní (na základě ustanovení obchodního zákoníku o nekalé soutěži).

(a) Odpovědnost na základě zákona o kolektivním investování

Jak jsem popsal výše, na osoby nabízející přeshraničně cenné papíry kolektivního investování dopadá celá řada publikačních povinností. Jsem toho názoru, že nabízející osoba (byť odlišná od emitenta) je odpovědná za obsah sdělení na základě §81a zákona o kolektivním investování. Nicméně jde zde o nedokonalou právní normu, neboť zákon o kolektivním investování neobsahuje za porušení tohoto ustanovení sankci vzhledem k dané nabízející osobě (ovšem obsahuje sankci vzhledem k příslušnému fondu kolektivního investování – viz §122 odst. 2 písm. b) zákona o kolektivním investování, který zakotvuje odpovídající správní delikt porušení informační povinnosti dle §81a, za tento delikt může být uložena pokuta až do výše 10 milionů Kč). Nicméně mohla by se zde uplatnit obecná odpovědnost za škodu podle občanského zákoníku, jak jsem ji popsal již výše.

(b) Odpovědnost na základě zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Výše jsem podrobněji popsal určité publikační povinnosti, kterým osoba přeshraničně nabízející cenné papíry podléhá na základě zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví ve svém §36b podmínky odpovědnosti za úplnost přesnost obsahu prospektu v souvislosti s veřejnou nabídkou investičních cenných papírů. Podle českého práva je za obsah prospektu odpovědná pouze osoba, která prospekt vyhotovuje a popřípadě ručitel, pokud je taková osoba v prospektu uvedena.⁴⁶ Výkladem tohoto

⁴⁶ Toto řešení je v rozporu s návrhem směrnice o prospektu. V původním návrhu č. COM/2001/280/FINAL toto řešeno nebylo. Ovšem návrh č. COM/2002/460/FINAL již stanovil, že odpovědnost za obsah prospektu mají správní nebo řídicí a dozorní orgány emitenta, nabízející osoby, nebo ručitele s tím, že tyto osoby musí být jmenovitě uvedeny v prospektu a musí učinit prohlášení o pravdivosti údajů uvedených v prospektu. Současná směrnice řeší minimum odpovědnosti tak, že odpovědnost leží na emitentovi nebo členech jeho výše zmíněných orgánů. Český

ustanovení a contrario dojdeme k závěru, že za obsah prospektu na základě daného ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu nemá žádná jiná osoba, například osoba nabízející cenné papíry nebo umísťující emisi (tzv. placement agent).

Na druhé straně §36k zákona o podnikání na kapitálovém trhu, který se týká uveřejňování propagačních sdělení týkajících se veřejné nabídky, neomezuje odpovědnost za obsah propagačních sdělení. Z toho vyplývá, že jakékoli nabízející osobě, která by porušila tato pravidla, by mohla být udělena Českou národní bankou na základě ustanovení §172, písm. b) nebo §173, písm. b) zákona o podnikání na kapitálovém trhu pokuta až do výše 10 milionů Kč a mohla by se též uplatnit obecná odpovědnost za škodu podle občanského zákoníku, jak jsem ji popsal výše.

Ohledně správního deliktu ovšem u zahraničních osob se sídlem v EU, které jsou beneficentem jednotné licence, by ovšem platilo již výše uvedené, že by Česká národní banka o deliktu nejprve notifikovala příslušný orgán dohledu domovského státu, a teprve pokud ten by nezjednal nápravu, by sama zasáhla.

(c) Teoretická odpovědnost na základě obchodního zákoníku

Ve svých ustanoveních o nekalé soutěži obchodní zákoník obsahuje mimo jiné ustanovení o klamavé reklamě (§44). Klamavá reklama je definována jako „šíření údajů o vlastním nebo cizím podniku, jeho výrobcích či výkonech, které je způsobilé vyvolat klamnou představu a zjednat tím vlastnímu nebo cizímu podniku v hospodářské soutěži prospěch na úkor jiných soutěžitelů či spotřebitelů.“ K tomu, aby se jednalo o protiprávní jednání, musí být navíc naplněna tzv. generální klauzule nekalé soutěže obsažená v §44 odst. 1 obchodního zákoníku (tj. jde o jednání v rozporu s dobrými mravy soutěže a je způsobilé přivodit újmu jiným soutěžitelům nebo spotřebitelům).

Bylo by teoreticky myslitelné, že by některé kategorie investorů mohly být považovány s ohledem na konkrétní nabízený investiční produkt jako „spotřebitelé“, a toto ustanovení by se

zákonodárce této možnosti využil a odpovědnost za obsah prospektu pro jednotlivé členy orgánů nejsou stanoveny. Jednotlivé osoby (členové statutárních orgánů,...) mohou být odpovědné vzhledem k emitentovi/nabízející osobě na základě obecného práva obchodních společností.

uplatnilo a bylo základem pro odpovědnost nabízející osoby za obsah propagačních materiálů. Prostředky ochrany proti nekalé soutěži zahrnují vydání bezdůvodného obohacení, náhradu škody nebo přiměřené zadostiučinění.

7. ZÁVĚR

Analýzu právní úpravy veřejného nabízení produktů kolektivního investování v České republice, kterou jsem provedl v této práci, bych mohl shrnout do několika tezí, které následují.

V případě vymezení pojmu kolektivního investování českým právem a obecnou ekonomickou teorií panuje relativní shoda. Definice kolektivního investování v českém právu je též zásadně ovlivněna úpravou komunitární.

Po novele zákona o kolektivním investování, která v roce 2006 do §2a vložila nový zákaz tzv. černého kolektivního investování, se zvýšila právní nejistota ohledně povolenosti některých ekonomických aktivit v České republice. Je tomu tak zejména proto, že zákaz není artikulován příliš určitě, pro vymezení hypotézy normy je použito pojmů s „otevřenou texturou“⁴⁷. Ani demonstrativní výčet výjimek ze zákazu právní jistotě nepřispívá.

Zejména problematickým se jeví vymezení pojmu veřejnosti, se kterým právo kapitálového trhu operuje velmi často, avšak aniž by jej definovalo. Navíc regulatorní praxe České národní banky (popřípadě bývalé Komise pro cenné papíry) byla a je, co do chápání tohoto pojmu, ne vždy zcela konzistentní.

Dalším problematickým úsekem právní úpravy jsou některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde se opět operuje s některými termíny, jejichž dosah není zcela jasný (kapitálový trh, investiční cenný papír, atd.). Přitom vymezení dosahu těchto pojmů je klíčové pro určení právního režimu, kterým se řídí veřejná nabídka některých instrumentů. Přestože zde český zákon vychází z předlohy v podobě komunitárních směrnic, tyto směrnice nemusí nutně poskytovat interpretační vodítka potřebná pro přesné seznání obsahu pojmů.

Pokud jde o rozdělení jednotlivých produktů, rozlišuji ve své práci speciální fondy a hedgingové fondy. Toto rozdělení nenalézá oporu v pozitivním právu, z doktrinního hlediska je ovšem důležité. Tyto dvě skupiny jsou totiž vymezeny zásadně odlišnými charakteristikami (ať již ekonomickými, či právními). Dále se též zabývám vymezením pojmu hybridní instrumenty, pod

⁴⁷ Srov. Hart, H.L.A.: Pojem práva. Prostor, 2004. Str. 129-139.

kterým chápu nástroje, které mohou z pohledu investora svou ekonomickou povahou suplovat cenné papíry fondů kolektivního investování.

Veřejná nabídka speciálních fondů kolektivního investování spočívá zejména na §58 zákona o kolektivním investování jak jsem ovšem ukázal, toto ustanovení je zaprvé v přímém rozporu s komunitárním právem (jak primárním, tak sekundárním). Navíc není formulováno ideálně ani pro ty případy, kdy by bylo možno od komunitární úpravy odhlédnout. Z tohoto důvodu jsem též nastínil některé úvahy de lege ferenda.

Nejdůležitějším se mi jeví závěr o možnosti vyhnout se aplikovatelnosti povolovacího režimu podle ustanovení §58 zákona o kolektivním investování pro některé zahraniční uzavřené fondy, které jsou beneficienty oprávnění stanovených v článku 17 Směrnice o prospektu. Jak jsem uvedl, v případě nabídky těchto cenných papírů jsou naplněny podmínky bezprostředního účinku článku 17 této směrnice na úkor zmíněného ustanovení českého práva. Tento fakt ovšem bude vést i k některým možným diskrepancím mezi režimem veřejných nabídek speciálních otevřených a uzavřených zahraničních fondů.

Dále je též potřeba poukázat na zbytečnou přílišnou restriktivnost ustanovení §58 odst. 2, písm. c). Jak jsem výše uvedl, tento požadavek je přemrštěný a účelu tohoto ustanovení je možné dosáhnout i jinými způsoby, než úplným zákazem veřejné nabídky zahraničních uzavřených fondů v České republice.

Pokud jde o hybridní instrumenty, které naplňují definici investičního cenného papíru, právní režim veřejných nabídek se řídí §34 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Klíčovým ovšem je právě zařazení do této kategorie, které, jak je naznačeno výše, nemusí být vždy zcela nasnadě. Dále je třeba mít v patnosti některé zvláštní rysy, které hybridní instrumenty mají, a jejich potenciální vliv na regulaci (zejména jde o problematiku propagace podkladového aktiva a problematiku vytváření dodatečné likvidity pro cenné papíry, u nichž neexistuje likvidní sekundární trh emitentem nebo jím zmocněnou osobou).

Výše učiněný závěr o možnosti přeshraniční nabídky cenných papírů některých uzavřených fondů kolektivního investování též vede k možnosti uvažovat burzovní obchodování těchto uzavřených fondů na Burze cenných papírů Praha. Při gramatickém výkladu Burzovních pravidel jsem ovšem došel k závěru, že takovéto obchodování je za současného stavu možné pouze na oficiálním volném trhu Burzy.

Samotný fakt, že veřejná nabídka určitého investičního nástroje je v České republice možná, neznamená úplnou volnost nabízející osoby co do způsobů propagace takového nástroje. Zákon o kolektivním investování i zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví množství omezení a povinností, zejména pokud jde o publikaci propagačních materiálů vztahujících se k nabídce. Další povinnosti a omezení vyplývají i z obecných právních předpisů a nabízející osoba je bude muset mít vždy na zřeteli.

V souvislosti s veřejnou nabídkou a s publikací propagačních a jiných materiálů vztahujících se k veřejné nabídce vyvstává též otázka odpovědnosti nabízející osoby za tato jednání, popřípadě za obsah propagačních sdělení. Tato odpovědnost může podle situace nastat jak v rovině veřejnoprávní (administrativněprávní, popřípadě až trestněprávní), tak i soukromoprávní na základě občanského, a teoreticky i obchodního zákoníku.

8. POUŽITÁ LITERATURA

- (a) Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Praha, Ekopress, 2002.
- (b) Pihera, V., Šebestová, A.: Nová úprava kolektivního investování. Právní rozhledy 14/2006.
- (c) Dědič, J., Čech, P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU. 2. vydání. Praha, Polygon, 2005.
- (d) Král, R.: Zásady aplikace komunitárního práva národními soudy, Praha, C.H. Beck, 2003.
- (e) Čech, P.: Revize právní úpravy kolektivního investování – těžký porod nemocného dítěte. Právní zpravodaj, 8/2006.
- (f) Hedge Funds Regulation in Europe. A Komparative Survey. EFAMA, ASSOGESTIONI, 2005.
- (g) The Regulatory Environment for Hedge Funds. A Survey and Comparison. Consultation report, OICV – IOSCO, 2006.
- (h) Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Praha, Grada, 2005.