

K nabízení emisí dluhopisů na internetových platformách

- Předpis
- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (ZPKT)
- Ustanovení
- § 4 odst. 2 zejm. písm. a), e) a i) ZPKT
 - § 4a ZPKT

Otázka

Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT?

Odpověď

Provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů může naplnit znaky poskytování některé z hlavních investičních služeb podle ZPKT. Ve vztahu k zákazníkům se může jednat o službu investiční poradenství týkající se investičních nástrojů nebo přijímání a předávání pokynů. Ve vztahu k emitentům pak o investiční službu umístování investičních nástrojů.

V současné době jsou stále častěji využívány internetové platformy pro nabízení emisí korporátních dluhopisů. Především malé a střední firmy takto využívají podporu při získávání dodatečných zdrojů financování, zájemci z řad veřejnosti pak další investiční příležitost.

Povaha některých nabídek přitom může u potenciálních zájemců vyvolat dojem, že dluhopisy mohou být alternativou spořicímu účtům a nikoliv, že se jedná o investiční nástroje, s nimiž jsou vždy spojena určitá rizika.

Společnosti provozující internetové platformy pro emise dluhopisů („provozovatel platformy“) poskytují v souvislosti s uveřejněním nabídky emise dluhopisů obvykle i další služby jak emitentům, tak zájemcům o úpis.

Činnosti a služby provozovatele platformy mohou v některých případech naplňovat znaky hlavní investiční služby ve smyslu ZPKT, které není možno poskytovat bez povolení vydaného Českou národní bankou. Typicky se může jednat o investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání, nebo o investiční poradenství.

Pro **investiční službu přijímání a předávání pokynů** je charakteristické, že poskytovatel získává specifikovanou instrukci (pokyn) od zákazníka a předává tuto instrukci k jejímu provedení (a to i pomocí automatizovaného systému). Pokynem se zde rozumí jakékoli strukturované sdělení od zákazníka (zejména příkaz nebo smlouva určující pokyn k nákupu, či prodeji určitých konkrétních investičních nástrojů). Tuto činnost tedy vykonává ten, kdo jako zprostředkovatel předá pokyn týkající se transakce s investičními nástroji jako projev vůle zákazníka tomu, kdo je oprávněn se zákazníkem takovou transakci uzavřít. Není rozhodné, zda je předávaný projev vůle zákazníka z jeho podnětu nebo přijetím nabídky třetího subjektu. Za investiční službu přijímání a předávání pokynů tedy lze chápat v zásadě libovolnou podobu zprostředkování příležitosti zákazníkovi nabytí investiční nástroj za součinnosti poskytovatele této služby. Typickými znaky této investiční služby tedy jsou (i) zprostředkovatelská činnost a (ii) vztah této činnosti k transakcím které se týkají investičních nástrojů.

Investiční služba umístování investičních nástrojů obsahuje především závazek poskytovatele, že pro emitenta se pokusí nalézt investory a upsat tak celou emisi nebo její část. Tato investiční služba je tedy poskytována emitentovi, případně manažerovi emise, nikoli investorovi. Poskytovatel tady může být v roli pouhého „agenta“ nebo se i aktivně zapojovat. Pro službu umístování investičních nástrojů jsou typickými znaky: (i) smluvní vztah mezi poskytovatelem a emitentem, (ii) závazek poskytovatele je splněn až úpisem dluhopisu investorem (tedy umístěním části emise), (iii) výše odměny poskytovatele je navázána na objem upsané emise a (iv) poskytovatel je v kontaktu s investorem v souvislosti s úpisem.

Investičním poradenstvím je zpravidla individualizované poskytnutí rady nebo nabídky týkající se konkrétních investičních nástrojů. Nabídka bývá prezentována jako vhodná pro investora a odpovídající jeho požadavkům a potřebám. Poskytovatel služby provádí sběr informací o investičních nástrojích, jejich analýzu a „spárování“ s potřebami zákazníka. Typickými znaky investičního poradenství jsou: (i) poskytování doporučení ve vztahu k transakcím s investičním nástrojem (ii) individualizovaných na základě posouzení osobních charakteristik a potřeb zákazníka a (iii) prezentovaných jako vhodných pro zákazníka.¹

Otázku, zda činnosti provozovatele platformy naplňují nebo nenaplňují znaky hlavních investičních služeb podle ZPKT a zda je tedy nutné povolení k jejich poskytování, je třeba posuzovat komplexně. Pro posouzení je důležitá povaha služeb poskytovaných společnostmi emitentům nebo potenciálním investorům, tedy podstata jednání, vyjádřená typicky ve smlouvě mezi společností a emitentem. Důležitým znakem je také vystupování provozovatele platformy vůči zájemcům o úpis, tj. zda jde o aktivní komunikaci, či spíše pouze o pasivní předání informací.

Současně je třeba zohlednit, že služby provozovatelů platform jsou velice různé a internetové platformy tedy nelze jakkoli „kategorizovat“. Posouzení, zda se v tom kterém případě jedná o poskytování investičních služeb, či nikoli, je vždy individuální, s ohledem na konkrétní situaci.

Níže jsou uvedeny tři modelové příklady internetových platform pro emise dluhopisů s hodnocením jejich činností a služeb z hlediska působnosti ZPKT.

Příklad A

Provozovatel platformy (Společnost A) na základě smluv s emitenty uveřejňuje informace o dluhopisech a jejich emitentech. Dále Společnost A zpřístupňuje vlastní hodnocení dluhopisů, které zahrnuje informace o investičním horizontu, odvětví emitenta a předpokládané rizikovosti dluhopisů. V případě zájmu o úpis dluhopisu potenciální investor na webové stránce Společnosti A vyplní objednávkový formulář, návazně pak Společnost A připraví text smlouvy o úpisu a zprostředkuje sjednání smlouvy o úpisu mezi emitentem a investorem. Do smlouvy Společnost A vyplní údaje z formuláře, který potenciální investor prostřednictvím internetové platformy odeslal, a zašle ji k podpisu emitentovi a následně také zájemci o úpis. Společnost A také nabízí emitentům za úplatu službu zajištění kompletní smluvní dokumentace včetně

¹ viz též Hobza, M.: Investiční služby v právní teorii a praxi, Praha: Leges, 2017, s. 67, 68, 76, 81 a Husták, Šovar, Franěk, Smutný, Cetlová, Doležalová: Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, 1. vydání, 2012 – komentář, Praha, C.H.Beck, 2012, s. 59-86

vzorů dluhopisů a předávacích protokolů a vedení seznamu vlastníků dluhopisů. Společnost A hodnotí dle předchozích nákupů či zájmu o nákup potenciální investory (tzv. profilace zájemců) a adresně jim pak zasílá informace o dluhopisech, které jsou právě v nabídce a mohou být pro investory vhodné. Potenciální investor má také možnost využít interaktivní komunikaci k dalším dotazům. Odměna Společnosti A hrazená emitenty je kombinací složky výhradně vázané na upsaný objem dluhopisů a fixní sazby za služby spojené s přípravou dokumentace.

Uvedený příklad naplní znaky poskytování investiční služby (1) přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, (2) umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání a v závislosti na poskytovaných informacích a jejich prezentaci i (3) investiční poradenství.

Přijímání a předávání pokynů

Společnost A poskytuje potenciálním investorům konkrétní informace o emitentech a emisích dluhopisů, zajišťuje zprostředkování komunikace mezi smluvními stranami a provádí finalizaci smluvní dokumentace mezi investorem a emitentem. Prakticky jsou zde naplněny znaky **poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů** týkajících se investičních nástrojů, tedy (i) získání specifikované instrukce (pokynu) od zákazníka o tom, jak má být ohledně investičního nástroje postupováno, a (ii) předání této instrukce další osobě, zde emitentovi.

Umístování investičních nástrojů

Společnost A poskytuje emitentovi služby spočívající nejen v přípravě smluvní dokumentace pro emitenta, ale i v předávání smluv, zajištění jejich podpisu a ve vyhledávání zájemců o úpis (adresné oslovování zájemců). Tyto činnosti přesahují rámec „služby související s upisováním investičních nástrojů“ právě vzhledem k tomu, že se Společnost A aktivně podílí na umístění dluhopisů mezi investory. To potvrzuje i skutečnost, že jednání Společnosti A je motivováno objemem upsané emise (odměna tedy závisí na úpisu alespoň části emise dluhopisu).

V případě Společnosti A tak dochází k současnému naplnění všech znaků, které jsou pro **poskytování investiční služby umístování investičních nástrojů** typické: (i) mezi emitentem a Společností A existuje smluvní vztah, (ii) závazek Společnosti A (její odměna) je splněn až úpisem dluhopisu investorem (tedy umístěním části emise), (iii) výše odměny Společnosti A je navázána na objem upsané emise a (iv) Společnost A je v přímém kontaktu s investorem v souvislosti s úpisem.

Investiční poradenství

V uvedeném příkladu poskytuje Společnost A, kromě možnosti filtrování či třídění dluhopisů podle různých kritérií, také vlastní hodnocení dluhopisů dle různých faktorů (investiční horizont, výnos, rizikovost). Na základě informací získaných o investorech či zájemcích o investování z předchozích vyplněných formulářů pak Společnost A vybírá potenciální investory, pro které by byla nabídka vhodná, a oslovuje je s informacemi o nabízených dluhopisech. Informace a hodnocení se zde týkají konkrétních investičních nástrojů a jejich vlastností a jsou určeny konkrétním adresátům jako vhodné na základě posouzení jejich předchozího zájmu. Zájemci mají také možnost přímých interaktivních dotazů na Společnost A.

Investiční poradenství spočívá v poskytnutí individualizovaného doporučení zákazníkovi ohledně obchodu s konkrétním investičním nástrojem, a to bez ohledu na to, zda je poskytováno z podnětu zákazníka nebo potenciálního zákazníka. V tomto případě tedy mohou být naplněny znaky **poskytování investiční služby investiční poradenství**. Při posuzování však bude nutné vzít v úvahu, jak je nabídka dluhopisů potenciálnímu investorovi prezentována, jaké informace a parametry jsou před oslovením vyhodnocovány nebo do jaké míry je nabídka plošná, či individuální.

Příklad B

Provozovatel platformy (Společnost B) na základě smluv s emitenty zpřístupňuje informace o nabízených dluhopisech a jejich emitentech. Dále je potenciálním investorům k dispozici nástroj umožňující dluhopisy vyhledávat a třídit podle několika objektivních kritérií spojených s emitentem a najít si tak nabídku, která nejlépe vyhovuje jejich představám. Potenciální investor má také možnost využít interaktivní komunikaci k dalším dotazům. V případě zájmu o úpis dluhopisu zájemce na webové stránce Společnosti B vyplní formulář, kde uvede počet a cenu objednávaných dluhopisů. Formulář je systémem automaticky odeslán (předán) přímo emitentovi. Emitent pak zájemce osloví, zašle mu návrh smlouvy a domluví postup podpisu. Společnost B dále poskytuje emitentům službu zajištění smluvní dokumentace, včetně vzorů dluhopisů a předávacích protokolů. Odměna, kterou hradí emitenti Společnosti B provozující internetovou platformu, je kombinací fixní a variabilní složky. Fixní část je částka za jednu uveřejněnou emisi po určité době a variabilní část je závislá na objemu upsané emise.

Uvedený příklad nelze považovat za poskytování investiční služby investiční poradenství, avšak naplní znaky investiční služby přijímání a předávání pokynů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.

Přijímání a předávání pokynů

Společnost B pomocí formuláře zprostředkuje přijetí pokynu a jeho předání emitentovi k realizaci. Přijímání a předávání pokynů je možné provádět i prostřednictvím automatizovaného systému bez lidského zásahu. **Činnost Společnosti B v tomto případě naplní znaky poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů.**

Umístování investičních nástrojů

Společnost B poskytuje služby spočívající v přípravě kompletní smluvní dokumentace pro emitenta a zprostředkování automatického kontaktu mezi investorem a emitentem k provedení úpisu (přijetí a předání pokynu). Dále zajišťuje komunikaci se zájemci o úpis dluhopisů na základě jejich dotazů a poskytuje jim nástroj k třídění nabídek dluhopisů dle zadaných parametrů, čímž motivuje zájemce k úpisu dluhopisů. Rovněž model odměňování Společnosti B ze strany emitenta podmíněný úpisem alespoň části emise dluhopisů svědčí o jiné ekonomické podstatě, než je prostá inzerce pro zájemce o dluhopisy. Souběh několika služeb, které Společnost B emitentovi poskytuje, a způsob jejího odměňování pak ve svém souhrnu naplňují znaky **poskytování investiční služby umístování investičních nástrojů** bez závazku jejich upsání.

Investiční poradenství

Nástroj pro třídění a filtrování dluhopisů podle různých kritérií **nelze** obvykle **považovat** za poskytování **investičního poradenství**. Je však vhodné, aby provozovatel platformy potenciální investory upozornil, že neposkytuje investiční poradenství a možnost filtrování neznámá, že je pro ně investice vhodná. Nicméně je třeba si uvědomit, že ani samo formální uvedení takového varování nebrání tomu posoudit jednání jako investiční poradenství, pokud jsou prvky investičního poradenství materiálně naplněny. V případě komunikace se zákazníkem na základě dotazů bude pak záležet na typu odpovědi. Pokud by v rámci komunikace docházelo k doporučení některých dluhopisů jako vhodných pro konkrétního investora, mohlo by dojít k naplnění znaků investičního poradenství.

Příklad C

Provozovatel platformy (Společnost C) na základě smluv s emitenty uveřejňuje informace o dluhopisech (emisní podmínky nebo i prospekt) a jejich emitentech. Dále je na internetové platformě uveden kontaktní formulář, prostřednictvím kterého může potenciální investor přímo kontaktovat emitenta v případě zájmu o úpis nabízených dluhopisů. Společnost C dále nabízí emitentům službu zajištění smluvní dokumentace, včetně vzorů dluhopisů. Emitenti platí Společnosti C provozující internetovou platformu obvykle fixní odměnu za uveřejnění jim nabízené emise dluhopisu a zajištění smluvní dokumentace.

Uvedený příklad **nelze považovat za poskytování hlavních investičních služeb**.

Přijímání a předávání pokynů

Společnost C nepřijímá ani nepředává pokyny zájemců o dluhopisy (neboli instrukce směřující k nákupu či prodeji investičních nástrojů), pouze v rámci inzerce předává zájemcům o úpis kontakt na emitenty dluhopisů. Společnost C v tomto případě poskytuje službu emitentovi dluhopisů, nikoliv zájemcům o úpis dluhopisů, kteří by byli zákazníky pro účely naplnění znaků služby přijímání a předávání pokynů.

Umisťování investičních nástrojů

V uvedeném příkladu se Společnost C nezavazuje, že se pokusí nalézt investory, kteří emisi dluhopisů nebo její část upíší a ani svým jménem na účet emitenta danou emisi nenabízí. Společnost C pouze umožňuje na internetové platformě emitentovi emisi dluhopisů uveřejnit (inzerovat) a zprostředkuje možnost kontaktu na emitenta. Také z konstrukce odměny jako fixní, nezávislé na upsaném objemu, vyplývá, že Společnost C není motivována napomáhat tomu, aby se upsal co největší objem emise. Nedochozí tedy k poskytování hlavní investiční služby umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání.

Nabízení služby spočívající v přípravě smluvní dokumentace, vzorů dluhopisů, předávacích protokolů či vzorů smluv nelze samo o sobě považovat za poskytování hlavní investiční služby. Uvedené služby spadají pod doplňkovou investiční službu související s upisováním investičních nástrojů, její poskytování však povolení České národní banky nevyžaduje.

Poradenství

Stejně tak nelze v uvedeném příkladu uvažovat o poskytování investičního poradenství. Bez jakéhokoli i nepřímého naznačování, že určité rozhodnutí je pro zákazníka vhodné, či nikoliv, se o investiční poradenství nejedná.

Povaha odpovědi: Tato odpověď vyjadřuje názor pracovníků České národní banky. Soud a případně i bankovní rada České národní banky mohou zaujmout odlišný názor.

Kontaktní osoba: Petr Gavlas, petr.gavlas@cnb.cz

Datum: 31. května 2019