

**K otázce veřejného nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování**

**I. Úvod**

Ustanovení § 58 odst. 1 zákona o kolektivním investování (ZKI) stanoví, že zahraniční speciální fond může **veřejně nabízet** cenné papíry v České republice, pokud má uzavřenou smlouvu s bankou (obdobně podle § 43 odst. 2 ZKI) a má povolení Komise pro cenné papíry k veřejnému nabízení cenných papírů v ČR. Vzniká otázka co ZKI rozumí pojmem **veřejné nabízení** a otázka v kterých případech zahraniční speciální fond může nabízet cenné papíry na území ČR **bez povolení Komise**.

**K problematice se vyskytují dva rozdílné názory:**

- A. Veřejným nabízením se rozumí jednání označené jako veřejná nabídka v § 34 odst. 1 ve spojení s § 36 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT). V takovém případě by bylo možné nabízet cenné papíry vydané zahraničním speciálním fondem bez povolení i v případech, které jsou uvedeny v § 36 ZPKT.
- B. Veřejným nabízením se rozumí pouze jednání uvedené v § 34 odst. 1 s tím, že ustanovení § 36 ZPKT se na zahraniční speciální fondy nevztahuje. V takovém případě by bylo nutné povolení při každém veřejném nabízení cenných papírů vydaných zahraničním speciálním fondem, které splňuje podmínky obecné definice podle § 34 odst. 1 ZPKT.

**II. Definice pojmu „veřejné nabízení“ cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle § 58 ZKI**

**Komise považuje za správný přístup, podle kterého je povolení Komise třeba ke každému nabízení cenných papírů vydaných zahraničním speciálním fondem (otevřeným i uzavřeným) na území České republiky, pokud toto nabízení naplňuje znaky jednání uvedené v § 34 odst. 1 ZPKT; § 36 ZPKT se neužije.**

Pro tento závěr lze uvést následující argumenty:

- 1. Veřejné nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu je možné jen s povolením Komise (§ 58 odst. 1 ZKI). Pojem „veřejné nabízení“ není v ZKI definován a proto je nutné jej vykládat analogicky s pojmem „veřejná nabídka“, který používá ZPKT. Podle § 34 odst. 1 ZPKT je veřejnou nabídkou jakékoliv jednání, kterým se sděluje širšímu okruhu osob dostatek informací o nabízených

investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které investor potřebuje pro své rozhodnutí pro koupi nebo úpis těchto cenných papírů.

Část čtvrtá ZPKT o veřejné nabídce se systematicky skládá ze *základních ustanovení* obsažených v § 34 a rubriky *užší prospekt* zahrnující § 35 a § 36 ZPKT, která vymezuje povinnosti související s uveřejněním užšího prospektu. *Základní ustanovení* v § 34 odst. 1 obsahují definici jednání, které je veřejnou nabídkou. S ohledem na systematické zařazení § 36 do rubriky *užší prospekt* je však zjevné, že ustanovení § 36 vymezuje pouze ty specifické situace, se kterými není při veřejném nabízení spojena povinnost uveřejnit užší prospekt. Proto je nutný závěr, že § 36 není integrální součástí obecné definice veřejné nabídky podle § 34 odst. 1 ZPKT. Jinak řečeno, § 36 vymezuje případy, které nejsou veřejnou nabídkou, jen pro účely veřejných nabídek, se kterými je jinak spojena povinnost uveřejnit užší prospekt podle ZPKT. **Pro účely posuzování veřejného nabízení cenných papírů zahraničního fondu kolektivního investování ve smyslu ZKI nelze § 36 ZPKT použít.**

2. Pojem *veřejné nabízení* používá ZKI též v souvislosti s veřejným nabízením cenných papírů zahraničního standardního fondu. Ze systematiky zákona je však zjevné, že pojmy veřejné nabízení cenných papírů zahraničního standardního fondu (§ 43) a veřejné nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu (§ 58) jsou obsahově zcela obdobné. Pokud tedy § 43 odst. 1, týkající se zahraničních standardních fondů, odkazuje v poznámce pod čarou č. 7 na § 34 odst. 1 ZPKT, je třeba tento odkaz použít i na výklad pojmu *veřejné nabízení* podle § 58 odst. 1 ZKI. Poznámka pod čarou č. 7 uvedená v § 43 odst. 1 ZKI má povahu interpretační pomůcky. Odkazuje výslovně na § 34 odst. 1 ZPKT, který představuje *základní ustanovení* části čtvrté a obsahuje obecnou definici pojmu *veřejná nabídka*. Je tedy zjevné, že pojem veřejné nabízení podle § 43 i 58 ZKI je třeba vykládat podle § 34 odst. 1 ZPKT, bez vazby na další ustanovení ZPKT.

3. Pojem *veřejné nabízení* je nutné vykládat s ohledem na specifičnost oblasti kolektivního investování. Stejně jako bankovníctví je kolektivní investování **regulovaným odvětvím** (což nelze obecně říci o emitentech cenných papírů, kteří činí veřejnou nabídku podle ZPKT), které je ovládáno zásadami odbornosti a ochrany investorů. Aplikace obecných právních předpisů upravujících podnikání na kapitálovém trhu<sup>1</sup> proto musí být vždy pouze podpůrná a šetřit podstatu specifické regulace. V opačném případě by mohlo dojít k narušení principů regulace kolektivního investování a k narušení soutěžního prostředí mezi tuzemskými fondy a fondy zahraničními. **Pro účely vymezení pojmu veřejné nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu je tedy nezbytné užít jen § 34 odst. 1 ZPKT.**

4. Tuzemská právní úprava veřejného nabízení cenných papírů má základ v právu ES, které s veřejným nabízením cenných papírů spojuje povinnost uveřejnit prospekt. Především se jedná o směrnici 89/298/EEC o sladění požadavků pro

<sup>1</sup> Podle § 1 ZPKT upravuje v souladu s právem ES poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu a veřejnou nabídku cenných papírů.

tvorbu, přezkoumávání a šíření prospektu, který musí být uveřejněn při veřejném nabízení cenných papírů<sup>2</sup>. Tuto směrnici nahrazuje směrnice 2003/71/EC o prospektu uveřejňovaném při veřejném nabízení cenných papírů nebo připuštění k obchodování a doplňující směrnici 2001/34/EC. Tato směrnice musí být členskými státy implementována do 1. 7. 2005.

Pojem *veřejné nabídky* uvedený v § 34 odst. 1 ZPKT je doslovně převzat z čl. 2 odst. 1 písm. d) směrnice 2003/71/EC a jedná se o již částečně provedenou transpozici směrnice. Situace uvedené v § 36 ZPKT jsou podle čl. 2 případně čl. 3 směrnice 2003/71/EC typem nabídek (veřejnosti), pro které neplatí povinnost uveřejňovat prospekt. Nejedná se tedy o definici veřejné nabídky, ale o výjimku z povinnosti uveřejnit prospekt. Směrnice 2003/71/EC tedy dokládá, že pojem „veřejná nabídka“ v obecném smyslu a zejména pro účely ZKI nelze definovat pomocí specifických výjimek podle § 36 ZPKT. Výklad českého práva v souladu s evropským právem je nejenom oprávněný, ale i nezbytný, protože členské státy jsou povinny právní předpisy vykládat a aplikovat v souladu s evropským právem. To platí i v případě, že dosud neuplynula lhůta k implementaci směrnice (2003/71/EC) do národního práva.

Pro úplnost je vhodné dodat, že v případě *standardních* fondů se právo ES důsledně vyhýbá používání termínu veřejná nabídka<sup>3</sup>. Namísto toho používá pojmy „uvádět na trh“ nebo „propagovat“<sup>4</sup> cenné papíry vydané fondem kolektivního investování. Je tedy zřejmé, že právo ES zcela vědomě rozlišuje mezi právními pojmy „veřejná nabídka“ investičních cenných papírů a „uvádění na trh“ cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování a spojuje s nimi rozdílné důsledky. Členské státy ES, které příslušné směrnice implementovaly, v souvislosti s cennými papíry fondů kolektivního investování používají pojem „veřejné nabízení“ jen ojediněle. V takovém případě však stanoví zvláštní definici veřejného nabízení pro tyto specifické účely<sup>5</sup>. Ve většině případů však volí jiný právní pojem (public sale<sup>6</sup>, marketing<sup>7</sup>, advertising, promotion).

### III. Veřejné nabízení podle zákona o kolektivním investování

*Veřejným nabízením* cenných papírů vydaných speciálním fondem kolektivního investování se tedy podle ZKI rozumí *jakékoli jednání, kterým se sděluje širšímu okruhu osob dostatek informací o nabízených cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které investor potřebuje pro své rozhodnutí pro koupi nebo úpis těchto*

<sup>2</sup> Directive 89/298/EEC coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public. Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

<sup>3</sup> „offer to the public“ (čl. 1 odst. 1 an směrnice 2003/71/EC).

<sup>4</sup> směrnice 611/85/EEC UCITS nejčastěji používá termín „to market“ (např. čl. 16 preambule, čl. 1/6, 1a/6 nebo 14/4); výraz „to advertise“ je používán např. v nadpisu části VII směrnice (čl. 44 až 48) nebo např. čl. 44/2; termín „promote“ ve spojení „... promote the sale of their units to the public.“ je uveden např. v preambuli a čl. 2/1 směrnice.

<sup>5</sup> srovnej Slovensko: § 5 písm. a) zákona č. 594/2003 Zb. o kolektivnom investovaní.

<sup>6</sup> Estonsko: § 126 Investment Funds Act; RT II 1997, 34, 355. Naproti tomu § 11 Securities Market Act používá pojem „a public offer“ (consolidated text Dec. 2003).

<sup>7</sup> Irský Unit Trusts Act 1990 používá více pojmů: „to sell, purchase or market“.

*cenných papírů*. Je proto třeba vymezit, ve kterých případech bude Komise při své aplikační praxi určitá jednání posuzovat jako veřejné nabízení.

V době podání tohoto stanoviska nelze předvídat nuance jednotlivých nabídek a proto jsou následující kritéria upřesňující, ale nikoli podrobná. V průběhu aplikační praxe budou dále rozvíjena a upřesňována a veřejnost o nich bude pravidelně informována. Závěry tohoto stanoviska jsou použitelné i na veřejné nabízení cenných papírů vydaných zahraničním standardním fondem (§ 43 ZKI), neboť obsah pojmu *veřejné nabízení* u standardních i speciálních fondů je obdobný.

#### 1. Způsob veřejného nabízení

- Veřejným nabízením může být aktivní konání (sdělování) v jakékoliv formě a jakýmkoliv způsobem, uskutečňované jak osobním sdělováním tak prostřednictvím prostředků sdělovací techniky, přímo nebo zprostředkovaně.
- O veřejné nabízení půjde i v případě, kdy sdělení bude potenciálním investorům jen zpřístupněno např. v tištěné podobě na přepážce bank, v propagačních stojanech, na veřejně dostupné internetové stránce apod.
- Veřejným nabízením nejsou případy, kdy obchodník s cennými papíry, případně investiční společnost nabývají cenné papíry zahraničního speciálního fondu do majetku zákazníka v rámci obhospodařování majetku zákazníka (§ 4 odst. 2 písm. d) ZPKT, § 15 odst. 3 ZKI). Z hlediska odborné péče bude v takových případech potřebné, aby obchodník s cennými papíry nebo investiční společnost vyhodnotili rizika spojená s nabytím těchto cenných papírů (zejm. § 58 odst. 2 písm. c) a d) ZKI) a zákazníky na ně upozornili.
- Sdělení může být rozděleno do několika částí.

#### 2. Obsah veřejného nabízení.

- Sdělení individualizuje nabízený cenný papír, jeho nabývací cenu a základní informace o podmínkách jeho nabytí.
- Sdělení má propagační charakter. O propagační charakter půjde např. tehdy, kdy s informací o cenném papíru bude spojen údaj o výhodě jeho vlastnictví.
- O veřejné nabízení půjde v případě, kdy sdělení bude obsahovat údaj o místě pro nabytí nebo zcizení (zpětný odkup) cenných papírů, které se nachází v České republice.

#### 3. Osoba veřejně nabízející

Ze ZKI výslovně neplynou žádné požadavky na osobu, která nabízí cenné papíry zahraničního speciálního fondu. Jedinou podmínkou takového nabízení je, aby se jednalo o cenné papíry zahraničního speciálního fondu, jejichž nabízení bylo povoleno podle § 58 ZKI. Tento závěr je zřejmý z vymezení správních deliktů v § 124 odst. b) a § 127 odst. 1 písm. b) ZKI.

Pokud by však docházelo k veřejnému nabízení soustavně a za účelem zisku, bylo k němu nezbytné podnikatelské oprávnění. Vzhledem k tomu, že podílové

listy jsou investičním nástrojem, uplatní se v řadě případů regulace investičních služeb podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Pokud by tedy veřejné nabízení zahrnovalo např. zprostředkování prodeje či jinou odbornou činnost na kapitálovém trhu, bude povolení k poskytování investičních služeb nezbytné.

#### 4. Adresáti veřejného nabízení

Adresáty veřejného nabízení musí být *širší okruh osob*. Jedná se neurčitý právní pojem, při jehož výkladu je třeba vycházet ze smyslu a účelu zákona.<sup>8</sup> Přitom musí Komise přihlížet také ke svému poslání, kterým je jak přispívat k ochraně investorů, tak i k rozvoji kapitálového trhu.<sup>9</sup> Z hlediska smyslu a účelu zákona je evidentní, že zájem na ochraně investorů je intenzivnější u nezkušených investorů, naopak je méně intenzivní u investorů, kteří mají patřičné vzdělání, zkušenosti a kteří mají obvykle i silnější vyjednávací pozici. Na základě těchto principů je třeba i pojem „širší okruh osob“ vykládat s ohledem na charakter „publika“, kterému jsou cenné papíry nabízeny:

- Profesionální investoři<sup>10</sup> jsou z hlediska investování do cenných papírů velmi specifickou skupinou osob. Vzhledem k jejich předpokládané profesionalitě je veřejný zájem na jejich ochraně před nabízením nevhodných investičních produktů méně intenzivní, naopak přílišné omezování jejich možností by mohlo zbytečně zatěžovat aktivity na kapitálovém trhu. Z tohoto důvodu nepovažuje Komise profesionální investory za „širší okruh osob“ pro účely veřejného nabízení cenných papírů podle ZKI. Profesionálním investorům lze tedy cenné papíry zahraničních speciálních fondů nabízet bez povolení Komise; nabízející však musí zajistit, aby nabídka byla skutečně dostupná pouze profesionálním investorům.
- V případě investorů, kteří mají dostatečné zkušenosti a vzdělání v oblasti investic do produktů kapitálového trhu, bude Komise považovat za širší okruh osob okruh osob překračující 100 během 12 po sobě následujících měsíců. Takovými osobami budou např. osoby, které pravidelně a často provádějí transakce na kapitálových trzích na vlastní účet, jsou profesionálně činní na kapitálovém trhu apod. V případě, že dojde k nabízení užšímu okruhu osob bez povolení Komise, musí nabízející prokazatelně zajistit, aby nabídka byla dostupná jen těmto investorům. Vzorem postupu v těchto případech je § 15 vyhlášky č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky.
- V případě ostatních investorů je za *širší okruh osob* nutné považovat jakýkoliv počet osob, který překračuje obvyklý okruh přátel, rodiny a v případě právnických osob podnikatelského seskupení. Je obtížné stanovit obecně přesné číslo, jako vodítko lze však uvést, že více než 10 osob již zpravidla bude širším okruhem osob.

<sup>8</sup> K výkladu neurčitých právních pojmů viz např. rozsudek NSS ve věci sp. zn. 7 A 109/2002.

<sup>9</sup> § 2 odst. 2 zákona o Komisi pro cenné papíry

<sup>10</sup> § 2 písm. a) ZPK



**Kontaktní osoba:**

Mgr. Alena Šebestová, odbor legislativní a právní, tel.: 221 096 406,  
e-mail: [alena.sebestova@sec.cz](mailto:alena.sebestova@sec.cz)