

žit efekt jiného opatření (v tomto případě informační povinnosti), přičemž je nasnadě, že vysokou úroveň ochrany investora mohou, alespoň dle názoru unijního a národního normotvůrce, zajistit pouze obě doplňující se opatření v jejich vzájemné souvislosti. Již ze samotné povahy distribuce jako přímé interakce s investorem plyne, že opatření cílená na jeho bezprostřední ochranu⁸⁷ se uplatní právě a především v tomto procesu a lze mít za to, že právě tato opatření, uplatňující se při přímém jednání s investorem, mají největší potenciál efektivně přispět k jeho ochraně. Standardní retailový investor totiž těžko dohlédne důsledků změn u poskytovatele služeb na kapitálovém trhu ve veličinách, které jsou předmětem obezřetnostní regulace, na rozdíl od jemu přímo sdělených informací o riziku ztráty, které je s jeho investicí v případě selhání poskytovatele případně spojeno.

2.2 Prameny regulace distribuce

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

Kromě obou uvedených zákonů, představujících na národní úrovni základní prameny regulace distribuce investičních nástrojů, je třeba zmínit některé z přímo použitelných nařízení Evropské unie, regulujících buď výlučně, nebo v rámci širších opatření nabízení konkrétního investičního nástroje především retailovým, tedy drobným či neprofesionálním investorům. Příkladem z oblasti distribuce cenných papírů kolektivního investování může

⁸⁷ V literatuře se v kontextu ochrany investora prostřednictvím dohledu nad finančním trhem lze setkat s dělením na ochranu bezprostřední, poskytovanou dohledem nad obchodním jednáním, a zprostředkovanou, poskytovanou zejména dohledem nad dodržováním obezřetnostních požadavků. VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Státní dohled nad finanční činností* [online]. 2015 [cit. 2015-11-27]. Vedoucí práce Milan Bakeš, s. 120.

být již zmíněné nařízení ELTIF, které kromě zakotvení evropského fondu dlouhodobých investic jako zvláštní kategorie alternativního investičního fondu (tedy v tuzemských podmínkách speciálního fondu kolektivního investování a fondu kvalifikovaných investorů) přináší novátorskou regulaci nabízení investic do této kategorie investičních fondů formou kombinace několika opatření, cílících na ochranu retailového investora.⁸⁸ Unijním pramenem práva průřezového charakteru je platné, ale dosud neúčinné nařízení PRIIPs, upravující distribuci vybraných investičních nástrojů, tzv. strukturovaných retailových investičních produktů retailovým investorům v oblasti informačních povinností distributora, kdy nejvýznamnějším opatřením je povinnost vypracovat a investorovi poskytnout informační dokument obdobný sdělení klíčových informací známého z oblasti investic do investičních fondů.

Souvisejícími unijními prameny, které by zasluhovaly hlubší pozornost a jejichž povaha jako formálních pramenů práva⁸⁹ je v některých případech teoreticky sporná, jsou pak dokumenty Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy,⁹⁰ k jejichž vydání je ESMA v rámci sekundárního práva zmocněna. Jsou to jednak tzv. regulatorní technické standardy a implementační technické standardy, pro oblast distribuce investičních nástrojů spíše méně významné, jednak v předkládané oblasti relevantnější obecné pokyny ESMA, jejichž vydání unijní sekundární právo předpokládá a které se v jednotlivých členských státech aplikují teprve na základě potvrzení národního orgánu dohledu nad finančním trhem o tom, že se obecnými pokyny bude řídit.⁹¹ Podle mého názoru lze z uvedené konstrukce dovodit závěr, podle něhož se obecné pokyny ESMA stávají součástí národního právního řádu a tedy pramenem práva ve formálním smyslu zmíněným potvrzením národního orgánu dohledu, tedy zprostředkovaně, v kontextu České republiky prostřednictvím sdělení České národní banky, které na obecné pokyny odkazuje,⁹² případně,

⁸⁸ Nařízení ELTIF za účelem zvýšení ochrany retailového investora při investici do tohoto fondu požaduje provedení testu vhodnosti, dosažení minimální výše investice a zajištění odpovídajícího investičního poradenství.

⁸⁹ KNAPP, Viktor. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Beck, 1995, s. 129. ISBN 80-7179-028-1.

⁹⁰ European Securities and Markets Authority (dále jen „ESMA“).

⁹¹ Srov. čl. 16 odst. 3 pododstavec druhý Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES (dále jen „nařízení ESMA“).

⁹² Srov. Česká národní banka [online]. 2012. [cit. 2015-11-30] Sdělení ČNB o vydání obecných pokynů ESMA k určitým aspektům požadavků směrnice MiFID ohledně vhodnosti

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

V souvislosti se strukturou technických standardů, obecných pokynů a dalších dokumentů se v rámci unijní terminologie hovoří o několika úrovněch regulaci, kdy první úroveň (tzv. level 1) představuje samotná směrnice či nařízení, druhou úroveň (level 2) obvykle případná prováděcí směrnice či nařízení a třetí úroveň (level 3) tzv. delegované akty, kam lze zařadit i výše uvedené technické standardy a obecné pokyny ESMA. Vzniká tak poměrně složitá a mnohdy nepřehledná struktura, kdy normu na úrovni jedna je třeba hodnotit též ve světle všech níže položených úrovní, které mohou významně změnit její původní význam či některé oblasti normou předvídané samostatně vymezit.⁹³ Uvedená relativní složitost a nepřehlednost je dále umocněna aktivitou národních orgánů dohledu, které jsou v rámci pravomocí národním zákonodárcem jim svěřených oprávněny vydávat další národní dokumenty s různou měrou právní závaznosti, dále ve stanovených mezích modifikující či upřesňující původní normu.

Na národní úrovni je kromě výše uvedených stěžejních zákonů třeba zmínit okruh podzákoných právních předpisů, především vyhlášek České národní banky⁹⁴ a nařízení vlády,⁹⁵ upravujících podmínky distribuce investičních nástrojů, spolu s dalšími dokumenty vydanými Českou národní bankou jako orgánem dohledu, které, ačkoli samy o sobě nejsou prameny práva ve formálním smyslu,⁹⁶ mají pro distributory jako regulované subjekty relevanci. Jedná se především o úřední sdělení České národní banky, obsahující vý-

(suitability) http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/esma_2012_387_sdeleni_cnb.html.

⁹³ Příkladem může být úprava posuzování vhodnosti a přiměřenosti investičních nástrojů dle MiFID II. Srov. článek 25 odst. 9–11 MiFID II.

⁹⁴ Příkladem může být vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

⁹⁵ Například nařízení vlády č. 242/2013 Sb., o sdělení klíčových informací speciálního fondu a o způsobu poskytování sdělení a statutu speciálního fondu v jiné než listinné podobě.

⁹⁶ BOGUSZAK, Jiří, Jiří ČAPEK a Aleš GERLOCH. *Teorie práva*. Vyd. 1. Praha: Eurolex Bohemia, 2001, s. 36 n. ISBN 80-86432-13-0. Ani finančněprávní doktrína tyto dokumenty, vydávané Českou národní bankou, mezi prameny finančního práva neřadí. Srov. BAKEŠ, Milan a Petr KOTÁB. *Prameny finančního práva*. In BAKEŠ, Milan, s. 24–25.

klad ustanovení právních předpisů. Tyto dokumenty, vydávané na základě zmocnění zakotveného v zákoně o České národní bance,⁹⁷ přináší konkretizaci některých obecných, v praxi nejasných či problematických ustanovení právních předpisů, regulujících ten který segment kapitálového trhu. Ačkoli jim chybí znak obecné závaznosti, jedná se o dokumenty působící jednak silou použité argumentace, jednak silou faktickou, kdy Česká národní banka ze svých úředních sdělení vychází při výkonu dohledu a povinnosti zde stanovené či konkretizované vůči dohlíženým subjektům důsledně uplatňuje. V této souvislosti stojí za zmínku mimořádně zajímavý přístup některých představitelů německé finančněprávní doktríny, kteří považují obdobné dokumenty vydávané tamějším orgánem dohledu⁹⁸ za „*právní normu interpretující správní předpisy, které se dlouhodobým dodržováním mohou stát zvykovým právem.*“⁹⁹

Není příliš překvapující, že pro distributora jako regulovaný subjekt je v zásadě výhodnější podřídit se pravidlům nastaveným v úředním sdělení, než tato, s odkazem na možnou absenci jejich zákonného podkladu, ignorovat a riskovat případný postih v rámci sankčního správního řízení. Pro regulovaný subjekt ani pro jeho vedoucí osoby rovněž není, „*těž s ohledem na reputační riziko a nejistý výsledek, efektivní podstupovat spor s orgánem dohledu před správními soudy a riskovat tak možnou zvýšenou pozornost České národní banky při výkonu dohledu nad činností ‚rebelujícího‘ subjektu v budoucnu.*“¹⁰⁰ Dlužno dodat, že z úředních sdělení České národní banky je patrná snaha vykládat ustanovení právního předpisu, z něhož úřední sdělení vychází, racionálně a nikoli příliš extenzivně. Nesnadný je tento úkol především u v oblasti distribuce investičních služeb hojně se vyskytujících neurčitých právních pojmů, kde je nutnost věnovat jejich výkladu zvláštní pozornost akcentována v zájmu zachování dostatečné určitosti právní úpravy též obecným správním právem.¹⁰¹ Za zmínku též stojí další metodické materiály v podobě odpovědí na kvalifikované dotazy regulovaných subjektů, přiná-

⁹⁷ Srov. § 49a odst. 3 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance.

⁹⁸ Jde o *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, známý pod zkratkou BaFin.

⁹⁹ BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 7., völlig neu bearb. Aufl. Heidelberg: Müller, 2014, s. 8. ISBN 978-3-8114-7144-3.

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

¹⁰¹ SLÁDEČEK, Vladimír. *Obecné správní právo*. 2. aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: ASPI-Wolters Kluwer, 2009, s. 144 n. ISBN 978-80-7357-382-9.

šející cenné a zároveň *de facto* závazné vodítko pro výklad v praxi nejednoznačných či hraničních situací.¹⁰²

Na výše uvedených příkladech byla ilustrována šíře a pestrost palety pramenů práva a dalších dokumentů, upravujících distribuci investičních nástrojů. Předkládaná oblast tak potvrzuje znak vlastní právu finančního trhu obecně, jímž je velké množství regulace zastoupené v podzákonných právních předpisech a dalších dokumentech, vydaných orgánem dohledu. Tato skutečnost, dále prohlubována aktivitou unijního normotvůrce, vynikne zejména v kontrastu s jiným úsekem zvláštní části finančního práva, a to právem daňovým, je logickým vyústěním snahy reagovat na dynamický vývoj aktivit na finančním trhu. Přesto však sledujeme trend neustále se prohlubující a objemově narůstající regulace a zvyšování počtu právních pramenů v oblasti distribuce investičních služeb s určitou skepsí, a to zejména v předkládané oblasti, která je typická velkým počtem subjektů zde se pohybujících s omezenější kapitálovou a odbornou vybaveností například oproti bankám a dalším velkým finančním institucím. Již dnes je, jak bylo ostatně nastíněno na předchozích řádkách, okruh pramenů regulace předkládané oblasti mimořádně různorodý a relativně složitý. Lze si pokládat otázku, zda tato skutečnost negativně neovlivňuje efektivitu regulace celého sektoru.¹⁰³

Na základě praktických zkušeností lze dojít k přesvědčení, že dohlížené subjekty nejsou efektivně s to reagovat na stále se prohlubující regulaci jednotlivých činností. Distributoři jako regulované subjekty jsou povinni, především prostřednictvím právního či compliance útvaru,¹⁰⁴ sledovat celou řadu dokumentů, k čemuž zčásti nemají organizační či kapitálovou vybavenost, zčásti i přes dobrou vůli nejsou schopni podchytit veškeré nově vydávané dokumenty nejen na národní, ale též unijní úrovni. Pro drobné distributory, kteří jsou v předkládané oblasti hojně zastoupeni, tak nezřídka může

¹⁰² Například Česká národní banka [online] 2015. [cit. 2015-12-02] Registrace vázaných zástupců zahraničních obchodníků s cennými papíry. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/registrace_vazanych_zastupcu_zahranicnich_obchodniku.pdf.

¹⁰³ V této souvislosti shledávám trefnou poznámku o přeregulaci neboli overkillu. „Důležité obecně je, aby nedošlo k ‚přeregulaci‘ (overkill), a tím vytvoření zbytečné a ještě větší administrativní zátěže pro všechny zúčastněné, tedy jak pro orgán dohledu, tak pro účastníky podnikající na finančních trzích.“ JANOVEC, Michal. Současná integrace dohledu na finančních trzích. *Obchodněprávní revue*. Praha: C. H. Beck, 2013, roč. 5., č. 6, s. 164. ISSN 1803-6554.

¹⁰⁴ Například v případě obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů ve smyslu § 47 odst. 1 vyhlášky č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.

být ekonomicky efektivnější měnící se regulaci příliš nesledovat a riskovat případnou sankci, než vynakládat prostředky na dosažení souladu v této oblasti. Rozsah regulace nepředstavuje problém pouze pro její adresáty, ale neumožňuje též účinný výkon dohledu. Může tak docházet k paradoxní situaci, kdy v předkládané oblasti platí pravidla, která nejen že nejsou adresáty často dodržována či jsou dodržována pouze formálně, jejich dodržování není ani Českou národní bankou dohlíženo či je dohlíženo formálně. Je takový stav v souladu s principy regulace předkládané oblasti a obecné právní teorie?

Zdá se, že nikoliv, přítomnost pravidel veřejnoprávního charakteru v právním řádu, jejichž dodržování není dohlíženo, lze považovat obecně za nežádoucí, ztěžující orientaci a odklánějící pozornost jak regulovaných subjektů, tak investorů, tak i orgánu dohledu od pravidel, která jsou v dané oblasti naopak stěžejní. Lze souhlasit s názorem, podle něhož „*není nutno váhat s konstatováním, že bez následné kontroly (dozoru, dohledu) plnění podmínek regulace, by regulace konkrétní lidské činnosti ani neměla být vytvářena.*“¹⁰⁵ Řešením, v kontextu současného unijního legislativního vývoje spíše hypotetickým, by mohlo být omezení rozsahu regulace zejména v oblasti obezřetnostních požadavků kladených na distributory spolu s navrácením důrazu na regulaci v nařízeních a směrnících (respektive zákonech směrnici implementujících) oproti regulaci v prováděcích právních předpisech a dalších dokumentech. Realističtější, avšak možná nikoli teoreticky bezvadným a právní jistotu podporujícím řešením, které v praxi uplatňuje Česká národní banka, je zaměřit pozornost nejen v rámci výkonu dohledu, ale též v rámci samoregulace distributorů na stěžejní pravidla, směřující bezprostředně k ochraně investora, která je ostatně významným, ne-li hlavním deklarovaným cílem regulace distribuce investičních nástrojů.

¹⁰⁵ KOHAJDA, Michael. Dohled nad obchodním jednáním subjektů na finančním trhu v ČR. In KOHAJDA, Michael, Zdenka PAPOUŠKOVÁ, Radim BOHÁČ a Roman VYBÍRAL. *Aktuální otázky finančního práva ve střeoevropském prostoru*. 1. vyd. Olomouc: Iuridicum Olomoucense, 2013, s. 294. ISBN 978-80-87382-43-1.