

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Lubor Černý**

**Pokoutné fondy kolektivního investování**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Katedra: Finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu) : 5. 12. 2023

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 191 029 znaků včetně mezer.

Lubor Černý

diplomant

V Praze dne 5. 12. 2023

## **Poděkování**

Rád bych poděkoval vedoucímu své diplomové práce JUDr. Petrovi Kotábovi, Ph.D. za odborné vedení mé diplomové práce, za jeho ochotu, vstřícnost a připomínky poskytnuté při jejím zpracování. Děkuji také své rodině, přítelkyni a svým přátelům za nepostradatelnou podporu během studia.

## OBSAH

Úvod.....	5
I. POKOUTNÉ FONDY JAKO INSTITUT KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ.....	8
1. Úvod do kolektivního investování .....	8
2. Vyjasnění terminologických nepřesností pojmu „kolektivní investování“ .....	9
3. Investování domácností do investičních fondů v ČR.....	11
4. Vysoká míra regulace.....	13
5. Představení pokoutných fondů kolektivního investování .....	14
II. OBECNÉ A TYPOVÉ ZNAKY POKOUTNÉHO FONDU KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ.....	15
1. Shromažďování prostředků (raising capital) .....	17
1.1. Vývojová stádia shromažďování prostředků.....	17
1.2. Podoby shromažďování.....	19
2. Shromažďování od „veřejnosti“ .....	20
2.1. Shrnutí vývoje kvantitativního a materiálního kritéria .....	22
2.2. Legislativní změny .....	28
2.3. Kvalitativní kritérium (kvalifikovanost investorů) .....	34
3. Účel společné investování nebo investování takto nabytých prostředků .....	37
3.1. Kolektivní správa majetku .....	37
3.2. Investiční management třetí osobou.....	41
3.3. Investování na základě určené strategie .....	42
4. Závislost návratnosti investice i zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány .....	44
4.1. Tržní vs kreditní riziko .....	45
4.2. Výkladové rozpory .....	46
4.3. Proměnlivý výnos automaticky nezakládá znak pokoutného fondu .....	50
4.4. Závislost v případě takto nabytých prostředků.....	52
5. Posuzovaný model nespadá do výjimky § 2 písm. a) ZISIF .....	53
5.1. Činnosti vyčleněny z působnosti § 98 ZISIF .....	53
5.1.1. Financování nebo provozování vlastní obchodní, výrobní nebo podobné činnosti .....	54
5.2. Činnosti spadající do věcné působnosti § 98 ZISIF .....	58
6. Pomoc s pokoutným fondem kolektivního investování dle § 99 ZISIF .....	60
6.1. Pomoc s pokoutným fondem není účastenství v užším smyslu .....	61
6.2. Umožnění či usnadnění činnosti pokoutného fondu .....	61
7. Správní trestání pokoutných fondů.....	62
Závěr.....	66
Seznam zkratk .....	69
Seznam použitých zdrojů .....	70
Abstrakt .....	77
Abstract .....	78

## Úvod

Problematika pokoutných fondů kolektivního investování, neboli zjednodušeně provozování „černého fondu“, se v posledních letech stává stále větším tématem. Přitom tato zakázaná činnost nepředstavuje žádnou legislativní novinku. I tak se těší zvyšující se pozornosti, a to i mezi laickou veřejností. Hlavním důvodem je zvýšený zájem nikoliv jen o kolektivní investování, ale o investování vůbec. Vyšší zájem lze především pozorovat u neprofesionálních investorů. Zvýšená poptávka je však spojena i s druhou stranou mince, a to v podobě zvyšujícího se počtu případů této zakázané činnosti. Finanční trh v posledních letech zasáhla nejedna kauza, v rámci které docházelo k provozování pokoutných fondů, kdy se retail investoři dokonce museli se svými investovanými prostředky rozloučit, a to nikoliv z důvodu neúspěchu aktiv, o kterých se domnívali, že do nich byly jejich prostředky investovány. Nejčastějšími způsoby provozování pokoutného fondu, které lze v posledních letech spatřovat, je prostřednictvím zařízení dle § 15 ZISIF. Dané zařízení má totiž oproti investičním fondům nemalou výhodu, neboť nepodléhá dohledu ČNB a nedopadá na ně tolik přísné regulatorní požadavky jako na investiční fondy, do kterých mohou své prostředky investovat i neprofesionální investoři. Tato zařízení jsou ČNB pouze registrována v příslušném seznamu, nicméně tato výhoda je vykoupena mj. zákazem nabízet své produkty laické veřejnosti. Z důvodu velmi neopatrně nastaveného legislativního rámce však u těchto zařízení dochází k jejich častému zneužití a přes zákonný zákaz nabízejí své produkty i laické veřejnosti, a to i v některých případech ve formě tzv. Ponzioho schématu.

Jednotlivé znaky pokoutných fondů není vždy snadné vymezit především z důvodu dynamického vývoje kapitálového trhu, v rámci kterého dochází k vytváření stále nových obchodních modelů. ČNB a rovněž správní soudy se ve své rozhodovací činnosti dostaly nejednou do rozporu i s odbornou veřejností z hlediska jejich výkladu. Jejich přesné vymezení je však důležité pro vytváření stabilních podmínek podnikatelského prostředí. V současném materiálním pojetí investičního fondu totiž regulace dopadá na jakékoliv smluvní či korporátní struktury. Pokud obchodní model spadá pod věcnou působnost regulace, je zatížen velmi striktními regulatorními požadavky. S jejich naplněním jsou spojeny vysoké náklady a omezení, které nemusejí realizaci podnikatelského záměru vůbec umožnit a případné nedodržení regulatorních požadavků je postihováno přísnými sankcemi.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9, s. 241.

Tato práce si klade především za cíl vymezit a analyzovat obecné a typové znaky skutkové podstaty pokoutného fondu kolektivního investování dle § 98 ZISIF. Odborná veřejnost dosud pokoutné fondy ve smyslu skutkové podstaty přestupku<sup>2</sup> za hlavní téma příliš nepovažovala, výjimkou je pouze komentářová literatura.<sup>3</sup> Ostatní prameny vždy pojednávaly spíše jen o dílčích otázkách týkajících se pokoutného fondu či jiném tématu, které se znaky pokoutného fondu souvisely pouze nepřímo. Ani zmíněná komentářová literatura však již nezahrnuje aktuální legislativní vývoj, aktuální soft law prameny ČNB a závěry plynoucí z nedávné rozhodovací praxe ČNB, ze kterých lze analyzovat další výkladové otázky a zřejmě i odpovědět na některé otázky již odbornou veřejností vyřešené. Vedle komentářové literatury je stěžejním pramenem nedávno zveřejněné stanovisko ČNB týkající se přímo vymezení základních znaků pokoutných fondů kolektivního investování, které obsahuje i grafickou metodiku vysvětlující jakým způsobem postupovat při analýze, zda posuzovaný obchodní model spadá pod věcnou působnost zakázané činnosti pokoutného fondu, či nikoliv.<sup>4</sup> Toto stanovisko však ne vždy předmětné znaky dostatečně vymezuje a neodpovídá na některé doktrinární otázky velmi významné pro praxi navzdory tomu, že jeho hlavním úkolem bylo právě jejich zodpovězení. Hlavním cílem této práce je vypracování detailnějšího testu pokoutného fondu pro usnadnění posuzování obchodních modelů z hlediska každého základního pojmového znaku a také pokusit se vymezit některé doktrinární otázky v tomto stanovisku opomíjené. Dílčím cílem této práce je rovněž stručné vymezení pomoci s pokoutnými fondy kolektivního investování dle § 99 ZISIF a analýza sankcionování pokoutných fondů v rámci přestupkového řízení u ČNB. Z rozsahových důvodů se tato práce nezabývá přesahem pokoutných fondů do oblasti trestního práva, byť za tuto činnosti není vyloučen ani trestní postih.

Diplomová práce je rozdělena na 2 části. První část této práce se dále člení na další kapitoly a klade si za cíl představit kolektivní investování, a to především vymezením základních typů investičních fondů, představení jejich rozsáhlé právní regulace a s ní spojené důvody, proč k pokoutnému kolektivnímu investování dochází a jaké jsou důvody k potírání této činnosti. Rovněž budou vymezeny statistické údaje dokazující zvyšující zájem o kolektivní investování laické veřejnosti v ČR. Pozornost bude zaměřena i na vybranou terminologickou

---

<sup>2</sup> Dle § 614 odst. 1 písm. c) a § 618 odst. 1 písm. c) ZISIF.

<sup>3</sup> ŠOVAR, Jan a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s..ISBN 978-80-7478-783-6, 53-57 a s.334-337.

<sup>4</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

nedokonalost kodexu kolektivního investování ZISIF a pomocí komparativních metod budou navrženy změny právní úpravy de lege ferenda.

Po obecném vymezení se již druhá část této práce týká samotného jádra zvoleného tématu. Tato část je členěna do dalších kapitol, podkapitol, případně dalších dílů. První kapitola se detailně zabývá vývojovými stádii skutkové podstaty pokoutného fondu a dále jeho obecnými i typovými znaky. Každá následující podkapitola vymezuje jeden z posuzovaných znaků pokoutného fondu. Bude analyticky zkoumáno, co lze zahrnout pod činnost shromažďování prostředků, dále pak jakou skupinu osob zařazovat pod pojem veřejnost, o které stále nepanuje v rámci odborné veřejnosti jasný výklad. Nebude opomenut ani účel společného investování a stejně tak závislost návratnosti a zisku investic na hodnotě a výnosu podkladového aktiva, do kterého byly prostředky investorů investovány. Právě poslední zmiňovaný znak závislosti vyvolal zatím největší rozpor ve výkladu mezi ČNB a správními soudy na jedné straně a odbornou veřejností na straně druhé. Záměrem bude rovněž rozklíčovat, jaké obchodní modely jsou zákonem z věcné působnosti pokoutných fondů vyňaty. V rámci druhé kapitoly bude představena i pomoc s pokoutným fondem kolektivního investování dle § 99 ZISIF a třetí závěrečná kapitola bude referovat o sankcionování pokoutných fondů. Ta si klade jako hlavní cíl zanalyzovat rozhodovací praxi ČNB za účelem pochopení, jaké okolnosti považuje za nejpodstatnější pro stanovení výměry peněžní pokuty.

# I. Pokoutné fondy jako institut kolektivního investování

## 1. Úvod do kolektivního investování

Zájem o investice do investičních fondů, které umožňují investovat i laické veřejnosti, se celosvětově za posledních 40 až 50 let stále zvětšuje. To je způsobeno především ústupem sociálního státu ve vyspělých ekonomikách, akumulací bohatství v rozvíjejících se státech a individualizací rizika v celosvětovém měřítku. Z hlediska evropského, avšak i světového finančního trhu, bylo velmi významným zásahem pro rozvoj činností investičních fondů přijetí směrnice UCITS I v roce 1985.<sup>5</sup> Tato směrnice stanovila celoevropský minimální standard pro povolování a provozování tzv. UCITS fondů, a to pro dosažení dvou klíčových cílů – harmonizace regulace a přiměřené ochrany neprofesionálních investorů. Na tyto fondy jsou sice kladeny velmi přísné regulatorní požadavky, nicméně jako protihodnotu mají oproti ostatním typům investičních fondů nesrovnatelnou výhodu z hlediska přeshraničního nabízení jejich produktů, tzv. pasportizaci. U těchto fondů totiž postačí získat povolení v jejich domovském členském státě a následně mohou být jejich produkty nabízeny v celé EU a EHP po splnění již mnohem méně náročného notifikačního řízení.<sup>6</sup> Jednoznačnými výherci z hlediska využití příležitostí, jež UCITS I přinesla, byly státy Lucembursko a Irsko. Tyto státy totiž dokázaly využít svých specifických aspektů. Jedná se malé a propojené státy, a to především na bankovní sektor USA, nabízející daňové a regulační výhody a k tomu jazykově vybavenou a odborně vzdělanou pracovní sílu specificky poptávanou pro oblast činností investičních fondů. Dnes je můžeme označit za hegemony v oblasti investičních fondů v Evropě, jimiž by se mohly stěží stát bez příležitostí, jež směrnice UCITS I finančnímu trhu poskytla.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> WÓJCIK, Dariusz; URBAN, Michael a DÖRRY, Sabine. *Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds*. [online] 2021. [cit. 2023-09-20]. *Transactions - Institute of British Geographers (1965)*. 2022, roč. 47, č. 2, s. 514-528. ISSN 0020-2754. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/tran.12517>. s. 514.

<sup>6</sup> ZETZSCHE, Dirk. The anatomy of European investment fund law IN. BIRDTHISTLE, William A.; MORLEY, John. *Research handbook on the regulation of mutual funds*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, [online]. 2018 [cit. 2023-09-20] dostupné z: <https://www-elgaronline-com.ezproxy.is.cuni.cz/display/edcoll/9781784715045/9781784715045.xml?rskey=cwuqAi&result=2> str. 305. Blíže k přeshraničnímu nabízení investic do UCITS fondů viz. Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20]. K přeshraničnímu nabízení investic do standardních fondů nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů (UCITS). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-09/>.

<sup>7</sup> WÓJCIK, Dariusz; URBAN, Michael; DÖRRY, Sabine. *Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds*. [online] 2021. [cit. 2023-09-20]. *Transactions - Institute of British Geographers (1965)*. 2022, roč. 47, č. 2, s. 514-528. ISSN 0020-2754. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/tran.12517>. s. 514-528.



Základním kodexem, kterým upravuje postavení UCITS fondů a obecně kolektivní investování v právním řádu ČR je ZISIF. Ten dělí investiční fondy do dvou základních skupin, a to na fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů.<sup>8</sup> Tyto dvě skupiny investičních fondů se od sebe liší v celé řadě aspektů, nicméně pro účel této práce postačí zmínit, že do fondu kvalifikovaných investorů mohou investovat pouze kvalifikovaní investoři.<sup>9</sup> Jsou to investoři, kteří mají určitou kvalitu, která jim umožňuje se lépe chránit před nástrahami spojenými s investováním do investičních fondů. Proto jim zákon zjednodušeně řečeno poskytuje menší ochranu a investičním fondům kvalifikovaných investorů větší volnost umožňující činit riskantnější investice, se kterými pak z pravidla může být spojen i vyšší výnos. Do fondů kvalifikovaných investorů však nemůže investovat laická veřejnost.

Jedinými investičními fondy, které jsou oprávněny shromažďovat prostředky od laické veřejnosti, jsou fondy kolektivního investování.<sup>10</sup> Ty se dále dělí na standardní fondy a speciální fondy.<sup>11</sup> Standardní fondy jsou právě již zmiňované UCITS fondy, které splňují požadavky UCITS, a jako takové jsou zapsány v příslušném seznamu ČNB. Ze zmíněných investičních fondů jsou právě standardní fondy nejvíce regulované a UCITS je opravňuje investovat pouze do převoditelných cenných papírů ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. n) UCITS nebo do jiných likvidních finančních aktiv podle čl. 50 odst. 1 UCITS. Poněkud méně regulatorně zatíženy jsou speciální fondy. Speciální fondy mají rovněž oprávnění shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti, nicméně se jedná o investiční fondy, které nespĺňují požadavky UCITS a jako takové nejsou zapsány v příslušném seznamu ČNB.<sup>12</sup> Vztahuje se na ně pouze směrnice AIFMD, která však umožňuje členským státům větší míru legislativní diskrece. Speciální fond není tak jak standardní fond omezen v tom, do jakých aktiv mohou být shromážděné prostředky investovány.<sup>13</sup>

## **2. Vyjasnění terminologických nepřesností pojmu „kolektivní investování“**

Úvodem ještě autor považuje za důležité upozornit na jednu terminologickou vadu, kterou je úprava ZISIF postižena.

Přijetím současné úpravy ZISIF došlo totiž ke změně významu pojmu kolektivního investování, která je bohužel v rozporu nejen s jeho dlouhodobým užíváním v rámci české

---

<sup>8</sup> § 92 ZISIF.

<sup>9</sup> Srov. § 272 ZISIF.

<sup>10</sup> § 93 ZISIF.

<sup>11</sup> § 94 ZISIF.

<sup>12</sup> § 94 odst. 2 ZISIF.

<sup>13</sup> ČECH, Petr, Kolektivní investování. Obchodní korporace jako investiční fondy. IN ČERNÁ, Stanislava; ŠTENGLOVÁ, Ivana; PELIKÁNOVÁ, Irena a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s. 656. ISBN 978-80-7598-991-8601, s. 601.

i zahraniční odborné literatury, ale i s pojetím právních pramenů EU. Zákonodárce tento pojem spojuje pouze s jedním typem investičních fondů, a to již zmíněnými fondy kolektivního investování. Konkrétně jej spojuje s činností spočívající v shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti.<sup>14</sup> Zákonodárce tak vylučuje z věcné působnosti tohoto pojmu činnost fondů kvalifikovaných investorů i jiných entit kolektivního investování (např. zařízení dle § 15 ZISIF). Tento pojem byl však tradičně užíván jako protiklad vůči investování individuálnímu a jako podstata každého obchodního modelu kolektivního investování včetně fondů kvalifikovaných investorů. Čech ho například definuje jako koncentraci prostředků za účelem jejich společného investování na základě určené investiční strategie a na principu rozložení rizika.<sup>15</sup> Směrnice AIFMD, a též výkladové pokyny k ní vypracované orgánem ESMA, tento pojem užívají rovněž v širším slova smyslu.<sup>16</sup> Výjimkou nejsou ani zahraniční úpravy i zahraniční literatura.<sup>17</sup>

Zákonodárce tímto poněkud zbytečně komplikuje již tak dost terminologicky náročnou úpravu. Do budoucna tedy lze jistě doporučit přesnější označení fondů určených pro veřejnost. Zákonodárce se ani nemusí pro inspiraci rozhlížet daleko. Nabízí se například alternativa, jež je použita v rámci německého právního řádu, a to označení „veřejné fondy“.<sup>18</sup> Dalším možným označením by mohlo být „fondy retailových investorů“. Takové označení by bylo v souladu s terminologií právních předpisů EU a rovněž by bylo velmi přehledné pro zahraniční subjekty, neboť pojem „retail investment fund“ je ekvivalentem fondů kolektivního investování i v nezávazném anglickém překladu ZISIF, který byl zveřejněn Ministerstvem financí ČR.<sup>19</sup>

Důležité je zmínit, že změna pojetí pojmu kolektivního investování odbornou veřejností příliš neznejistila. Odborná literatura stále užívá pojem kolektivního investování v širším slova smyslu a kategorizace fondu kolektivního investování je víceméně již zažitá a nečinná

---

<sup>14</sup> Viz. Důvodová zpráva ZISIF k § 94 ZISIF.

<sup>15</sup> Viz. ČECH, Petr, Kolektivní investování. Obchodní korporace jako investiční fondy. IN ČERNÁ, Stanislava; ŠTENGLOVÁ, Ivana; PELIKÁNOVÁ, Irena a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s 656. ISBN 978-80-7598-991-8601, s. 594.

<sup>16</sup> čl. 4 odst. 1, písm. a) AIFMD a ESMA [online]. 2013. [cit.2023-09-20] Final report, Guidelines on key concepts of the AIFMD. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf), s. 31.

<sup>17</sup> Například v rámci německé úpravy je explicitně stanoveno, že za investiční fond je považován každý subjekt kolektivního investování (viz § 1 odst. 1 KAGB) a ani právní řád Velká Británie nespojuje pojem kolektivního investování s koncentrací prostředků od veřejnosti (viz section 235 FSMA), v rámci literatury například KIRK, Jonathan; SAMUELS, Thomas; FINCH, Lee. *Collective investment schemes. Collective investment schemes*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2022, s. 283-307. ISBN 1800883692. [online].2022 [cit. 2023-09-20] Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781800883703.00013>, str. 283 – 285 a celá řada dalších autorů.

<sup>18</sup> „*publikumsinvestmentvermögen*“ v německém KAGB.

<sup>19</sup> Ministerstvo financí ČR [online].2020. [cit.2023-09-22]. Act No.240/2013Sb., on Management Companies and Investment Funds. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zakon\\_2021-01-01\\_prekklad-ZISIF-do-anglickeho-jazyka.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zakon_2021-01-01_prekklad-ZISIF-do-anglickeho-jazyka.pdf), s. 43.

výkladové obtíže. Terminologický nesoulad však nikdy nelze v právních předpisech hodnotit kladně. Především v tak komplikované úpravě jako je ZISIF, která je silně navázána na právní prameny EU. Rovněž může působit poněkud nekomfortně pro autory právních textů, kteří jsou v jistých případech nuceni z důvodu terminologické opatrnosti vymezovat, zda pojednávají o kolektivním investování v užším či širším smyslu.<sup>20</sup> Je tak k tomu nucen i autor této diplomové práce, který i s ohledem na výše uvedené pojem kolektivního investování spojuje s činností obecně subjektů kolektivního investování (širším smyslu) a nikoli jako shromažďování prostředků od veřejnosti (v užším smyslu).

### **3. Investování domácností do investičních fondů v ČR**

Zvyšující trend popularity investování prostřednictvím investičních fondů a dalších entit kolektivního investování lze spatřovat i v ČR, a to i s ohledem na to, že se jedná již o velmi tradiční způsob investování. Čísla však hovoří jasně. Z dat získaných Ministerstvem financí ČR vyplývá, že stále větší poměr úspor českých domácností je držený v nástrojích investičních fondů. V roce 2010 představoval podíl držených úspor českých domácností v nástrojích investičních fondů 7 %. V roce 2022 se již jednalo o 14 %. Tento růstový trend dokonce znamená, že české domácnosti již dnes drží větší poměr svých úspor v produktech investičních fondů než ve stavebním spoření. Podíl úspor českých domácností ve stavebním spoření činil v roce 2010 až 20 %. V roce 2022 se už jednalo o pouhých 5,7%.<sup>21</sup> S tím je spojen i větší objem úspor, které jsou v rámci investičních fondů spravovány. Zatímco v roce 2017 činil objem úspor domácností umístěných v investičních fondech 433,7 miliard Kč, v roce 2022 se jednalo již o 811,9 miliard Kč. Důvody jsou logické. Výkony stavebních spoření a spořicíh účtů s výnosy poskytovanými investičními fondy nelze porovnávat. Se zvyšující se inflací, kterou bylo možné v posledních letech pozorovat, si toho zřejmě začala všímat i investorská veřejnost v ČR. Ta pravděpodobně začíná rozumět, že aby byla schopna před inflací ochránit hodnotu svých úspor, bude muset volit riskantnější způsoby ukládání svých prostředků, které jim mohou nabídnout lepší výnosy. Investiční fondy a obecně entity kolektivního investování jsou tak

---

<sup>20</sup> ČECH, Petr, Kolektivní investování. Obchodní korporace jako investiční fondy. IN ČERNÁ, Stanislava; ŠTENGLOVÁ, Ivana; PELIKÁNOVÁ, Irena a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s. 656. ISBN 978-80-7598-991-8601, str. 604.

<sup>21</sup> Srov. Ministerstvo financí ČR [online]. 2015. [cit. 2023-09-25] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2015. Dostupné online: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava\\_2015\\_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2015\\_v2.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2015_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2015_v2.pdf), s. 13 a Ministerstvo financí ČR [online].2022, [cit. 2023-09-25], Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2022. Dostupné online: <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/bankovnictvi-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2022/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-51712>, s. 11.

ideálním přechodem. Zatímco individuální investoři snažící se investovat na vlastní pěst se mohou v ohromném světě finančního trhu setkat s řadou rizik a omezení, entity kolektivního investování jim mohou nabídnout bezpečnější cestu prostřednictvím širší diverzifikace rizika a poskytování profesionální správy majetku. Tyto entity a zejména investiční fondy jsou zároveň zpravidla regulovány přísnými pravidly pro zajištění ochrany práv investorů. Jelikož je investorská veřejnost v ČR typická pro svůj velmi konzervativní přístup s nakládáním svých úspor, lze očekávat, že popularita kolektivního investování bude v rámci českého finančního trhu stále narůstat.

Se stále zvětšující poptávkou se rovněž zvětšuje i nabídka obchodních modelů snažící se vyšší zájem veřejnosti o investování využít. Zvyšují se jak počty standardních a speciálních investičních fondů (ty však nikoliv v nadměrné míře), tak především počty zařízení dle § 15 ZISIF. Nárůst těchto zařízení je v posledních letech skutečně ohromný. Zatímco v roce 2018 bylo u ČNB registrováno pouhých 80 zařízení, ke konci měsíce listopad 2023 se již jedná o 438 zařízení.<sup>22</sup> Tento zvyšující počet se dá vysvětlit právě rostoucí poptávkou investorů po kolektivním investování a rovněž jejich širokého využití pro velkou škálu podnikatelských záměrů. Tato zařízení jsou rovněž zatížena naprosto nesrovnatelnými legislativními požadavky, oproti robustní regulaci investičních fondů. Rovněž finanční a personální zátěž i administrativní náročnost založení atd., jsou proti investičním fondům (a to především standardním a speciálním) neporovnatelná.<sup>23</sup> Přesto tato zařízení mohou spravovat majetek svých investorů zjednodušeně téměř obdobně jako obhospodařovatel investičních fondů s tím rozdílem, že nepodléhají dohledu ČNB. Oprávnění k činnosti provozovat taková zařízení spočívá v pouhé registraci u ČNB, která však detailně nezkoumá věcný podnikatelský záměr tohoto zařízení.<sup>24</sup> Tyto poskytnuté výhody jsou samozřejmě spojeny s podstatnými omezeními. Zařízení dle § 15 ZISIF nemohou shromažďovat prostředky od veřejnosti dle § 98 ZISIF a překročit zákonem stanovený rozhodný limit spravovaného majetku dle § 16 ZISIF. Jeho dodržování je právě hlavní účel registrace těchto zařízení.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup>Srov. Česká národní banka [online].2023.[cit.2023-09-25]. dostupné z: [https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO\\_PAGE?p\\_lang=cz](https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz).

<sup>23</sup> HOBZA, Martin; MAZANEC, Luboš. *Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním*. Bulletin advokacie. Praha: Česká advokátní komora, roč. 2020, č. 7-8, s. 32.

<sup>24</sup> § 503 odst. 3 ZISIF.

<sup>25</sup> HOBZA, Martin; MAZANEC, Luboš. *Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním*. Bulletin advokacie. Praha: Česká advokátní komora, roč. 2020, č. 7-8, s. 38.

#### 4. Vysoká míra regulace

Se zvyšující poptávkou po kolektivním investování se rovněž zvyšuje i počet případů, kdy dochází k obcházení velmi přísné regulace kolektivního investování.

Kolektivní investování je segment kapitálového trhu. Jedná se o podnikání, které vyžaduje vysokou odbornost, neboť je pro investory velmi rizikové. Hodnota jejich investic se mění podle podkladového aktiva, do kterého byly tyto prostředky investovány. Investor nemusí být nadán prakticky žádnými znalostmi o investování a jeho úloha spočívá pouze ve výběru obchodního modelu, který investice profesionálně kolektivně spravuje (obhospodařuje). Pouze obhospodařovatel tak činí odborná rozhodnutí a z toho důvodu po něm právní úprava požaduje patřičné odborné, technické, organizační a etické předpoklady.<sup>26</sup> Požadavek profesionální kvality je na činnost kolektivního investování velmi vysoký, a to se projevuje velmi striktní a rozsáhlou legislativou. Mimo základní kodex kolektivního investování ZISIF je třeba zohledňovat i evropské prameny jako UCITS i AIFMD, k nim související prameny v podobě prováděcích předpisů Komise, různé druhy pramenů soft law orgánu ESMA i ČNB ve formě výkladových stanovisek nebo kvalifikovaných dotazů, prováděcí předpisy k ZISIF či další související zákony jako například ZKPT a s ní související další kaskádu pramenů EU, vnitrostátních pramenů a mnohé další.

Vysoká míra regulace, se kterou je spojen velký nárok na odbornost a rovněž vysoké náklady, vylučuje z trhu velkou řadu subjektů, které se tak tuto přísnou regulaci snaží obcházet. Pouze ČNB činí zápisy do příslušných seznamů a uděluje zákonná oprávnění k činnosti kolektivního investování. Rovněž působí i jako dohledový orgán a na tyto činnosti jako správní orgán dohlíží. Na ochranu, která je investorům poskytována prostřednictvím přísné regulace a dohledové činnosti ČNB, je však třeba nahlížet v širším kontextu. Není totiž poskytována z důvodu ochrany jednotlivých prostředků, o které by mohli případně investoři přijít, nýbrž je poskytována pro ochranu finančního trhu jako celku. Jak uvádí NSS: *„V případě, že Česká národní banka zjistí provinění některého účastníka podnikání na kapitálové trhu proti zákonu, jedná se o znedůvěryhodnění celého systému a trhu jak pro ostatní podnikající subjekty, tak pro zákazníky, čemuž se centrální banka jako dozorový orgán snaží předcházet. Proto je oprávněna takovému subjektu odejmout jeho povolení či registraci, aby zamezila jeho dalšímu působení na kapitálové trhu. Promítá se zde silný veřejný zájem na zdravém fungování kapitálového trhu jakožto integrální součásti národní ekonomiky a současně též snaha o ochranu zákazníků*

---

<sup>26</sup> Viz. Důvodová zpráva k ZKI a důvodová zpráva k ZISIF.

*jakožto nepoměrně slabší strany.*<sup>27</sup> Případ rozebíraný ve zmíněném rozhodnutí se sice netýkal činnosti kolektivního investování, nýbrž se věnoval problematice poskytování investičních služeb na kapitálovém trhu. Nicméně ČNB závěry tohoto rozhodnutí vztahuje i na činnost kolektivního investování, a dokonce i konkrétně činnost spočívající v provozu pokoutných fondů, kdy provozování takovéto zakázané činnosti je nutné posuzovat jako útok na důvěryhodnost tohoto segmentu finančního trhu jako celku.<sup>28</sup>

## **5. Představení pokoutných fondů kolektivního investování**

Jedním z prostředků ochrany finančního trhu jako celku je právě zákaz činnosti, která je předmětem této diplomové práce, tj. zákaz provozování pokoutných fondů kolektivního investování dle § 98 ZISIF. Jeho hlavním cílem je chránit investory, u kterých nelze předpokládat sofistikované znalosti a objektivní schopnosti kontroly investování jejich prostředků.<sup>29</sup> Jedná se o zakázanou činnost spočívající v: i) alespoň pokusu o shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí ii) od veřejnosti iii) za účelem jejich společného investování nebo investování takto nabytých peněžních prostředků nebo takto nabytých penězi ocenitelných věcí iv) má-li být návratnost investice nebo zisk investora byť jen částečně závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci investovány v) jinak než za podmínek, které stanoví nebo připouští ZISIF. Jedná se tedy o provoz činnosti bez nutného oprávnění ČNB, kterou ze zákona mohou činit pouze přísně regulované standardní nebo speciální investiční fondy, neboť pouze tyto jsou jedinými subjekty kolektivního investování, které mohou shromažďovat prostředky od retailových investorů (veřejnosti).

Spácháním výše vymezené činnosti hrozí, že takovýto skutek bude posouzen jako přestupek dle § 614 písm. c) nebo 618 odst. 1 písm. c) ZISIF, za který lze uložit správní trest ve podobě peněžité pokuty, jejíž výše může přesahovat částku 150.000.000 Kč.<sup>30</sup> Přestupkovým orgánem pravomocným k projednání je ČNB.<sup>31</sup> Není však vyloučena ani případná trestní odpovědnost pachatele v případě vyšší společenské škodlivosti činu.

---

<sup>27</sup> Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 1 Afs 182/2017-42 ze dne 4. 10. 2017.

<sup>28</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2018/68748/570 ze dne 6. 6. 2018, bod 125.

<sup>29</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>30</sup> § 614 odst. 6 a § 618 odst. 6 ZISIF.

<sup>31</sup> § 3 písm. a) ZDKT.

## II. Obecné a typové znaky pokoutného fondu kolektivního investování

Cílem této části je vymezení základních pojmových znaků pokoutného fondu kolektivního investování. Základním pramenem je mj. nedávno zveřejněné stanovisko ČNB ze dne 30. 6. 2022 „*Pokoutné fondy kolektivního investování*“<sup>32</sup>, jehož cílem bylo právě samotné vymezení těchto znaků. Stanovisko rovněž obsahuje rozhodující schéma pro posuzování obchodních modelů při určování, zda spadají, či nespádají pod skutkovou podstatu pokoutného fondu kolektivního investování. Autor má však za to, že nedostatečně odpovídá na některé doktrinální otázky velmi významné pro praxi, navzdory tomu, že jeho hlavním cílem bylo právě jejich zodpovězení. Přesto je toto stanovisko společně s komentářovou literaturou základním kamenem této diplomové práce, jejíž cílem je odrazit se od těchto pramenů a rozšířit jejich obsah o rozhodovací praxi ČNB, připravované legislativní změny a vlastní výklad. Cílem autora je vypracování detailnějšího testu pokoutného fondu pro usnadnění posouzení obchodních modelů u každého základního pojmového znaku.

ČNB ve zmíněném stanovisku uvádí, že obchodní model může být posouzen jako pokoutný fond jen v případě, pokud kumulativně dochází jinak než za podmínek, které stanoví či připouští ZISIF k:

- i. shromažďování prostředků,
- ii. od veřejnosti,
- iii. za účelem jejich společného investování nebo investování takto nabytých prostředků,
- iv. při byť i jen částečné závislosti návratnosti investice i zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány a
- v. posuzovaný obchodní model nespadá do výjimky podle § 2 písm. a) ZISIF.<sup>33</sup>

Ustanovení § 98 ZISIF je skutkovou podstatou zakázané činnosti, která může být kvalifikována jako přestupek dle § 614 odst. 1, písm. c) a § 618 odst. 1, písm. c) ZISIF. Tedy aby obchodní model mohl být pokoutným fondem, musí splňovat jak obecné, tak i typové znaky této skutkové podstaty. Obecnými znaky jsou přičetnost<sup>34</sup> a věk<sup>35</sup>. Typové znaky dělíme na objekt, objektivní stránku, subjekt a subjektivní stránku.

---

<sup>32</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>33</sup> Tamtéž.

<sup>34</sup> § 19 ZOPŘ.

<sup>35</sup> § 18 ZOPŘ.

Objekt lze spatřovat v samotném cíli regulace, který vymezil pro oblast investičních fondů Nejvyšší správní soud již v roce 2004, v podobě zajištění ochrany drobných investorů před nežádoucími praktikami při shromažďování prostředků od veřejnosti.<sup>36</sup> ČNB ho v rozhodovací praxi rovněž formuluje jako veřejný zájem na ochraně investic a retailových investorů.<sup>37</sup> Nelze však zapomínat na širší kontext tohoto cíle, kterým je ochrana kapitálového trhu jako celku. Předmětem útoku v této skutkové podstatě je totiž veřejnost, resp. prostředky, které byly od veřejnosti shromážděny. Cílem tohoto ustanovení tedy není zájem na ochranu investovaných prostředků investorů jako jednotlivců, nýbrž širšího okruhu investorů, kdy ohrožení zájmů tak velké skupiny osob by mohlo narušit stabilitu a důvěryhodnost finančního trhu.<sup>38</sup>

Pokoutný fond kolektivního investování je přestupkem ohrožovacím. Postačí pouze ohrozit vymezený chráněný zájem a pro spáchání přestupku není klíčové, aby investorům vznikla škoda.<sup>39</sup> Bankovní rada ČNB posuzuje případný vznik škody při naplnění znaků dle § 98 ZISIF jako přitěžující okolnost, zatímco pouhé ohrožení právem chráněného zájmu polehčující okolností není.<sup>40</sup>

Subjektem u pokoutného fondu může být jak fyzická, tak právnická osoba, i fyzická osoba podnikající.<sup>41</sup> Rozdíl u těchto subjektů je v subjektivní stránce, kdy pouze u fyzických osob nepodnikajících se vyžaduje zavinění, a to ve formě pouhé nedbalosti.<sup>42</sup>

O dalších typových znacích skutkové podstaty jako je jednání (shromažďování prostředků), předmět útoku (veřejnost), účel (společného investování nebo investování takto nabytých prostředků, při byt' i jen částečné závislosti návratnosti investice i zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány), bude jednotlivě pojednáno v následujících kapitolách.

---

<sup>36</sup> Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 7 A 131/2001-47 ze dne 28. 4. 2004.

<sup>37</sup> Rozhodnutí ČNB v kauze Diversity Capital, č. j. 2022/10114/570 ze dne 27. 1. 2022 bod 77, rovněž v kauze Investown Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 65.

<sup>38</sup> Shodně HOBZA, Martin; MAZANĚC, Luboš. "Veřejnost" na finančním trhu: aktuální výkladové otázky. Obchodněprávní revue, 2019, č. 7-8, s. 176-186.

<sup>39</sup> Viz. například Rozhodnutí ČNB v kauze Investown č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 85 a Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023 bod. 97.

<sup>40</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod 126.

<sup>41</sup> V minulosti se tomu tak stalo například v kauze Ladislava Jirouška ještě však za účinnosti ZKI viz. Rozhodnutí ČNB, č. j. 2012/11495/570 ze dne 27. 11. 2012.

<sup>42</sup> § 15 ZOPŘ.



## 1. Shromážd'ování prostředků (raising capital)

Výklad prvního znaku pokoutného fondu „shromážd'ování prostředků od veřejnosti“ byl předmětem několika výkladových stanovisek ČNB i odborných textů odborné veřejnosti, nicméně ani dnes nelze říci, že by již neexistovaly nejasnosti v zásadních otázkách týkajících se tohoto pojmu. Nejasnosti se netýkají ani tak pojmu, který bude rozebrán v této kapitole, ale spíše pojmu “veřejnost“. Z tohoto důvodu je v této práci prvně pojednáno pouze o shromážd'ování prostředků (jako objektivní stránce) a až následně o veřejnosti (jako předmětu útoku). Vše uvedené v této podkapitole je však samozřejmě nutné vykládat s ohledem na naplnění podmínky shromáždění prostředků od veřejnosti.

### 1.1. Vývojová stádia shromážd'ování prostředků

Ustanovení § 98 ZISIF uvádí: „*Zakazuje se shromážd'ovat, jakož i pokusit se shromážd'ovat peněžní prostředky či jiné penězi ocenitelné věci od veřejnosti (...).*“ Jednání popsané v této skutkové podstatě je tedy vymezeno velice obecně a toto není nahrazeno ani případným zákonným výkladovým ustanovením. ČNB vychází z celkem již dlouhodobé doktrinální definice, kterou zmiňuje i komentářová literatura, tj. převod práv vztahující se k peněžním prostředkům či penězi ocenitelných věcí investorů mimo jejich právní panství a následnou akumulaci těchto věcí.<sup>43</sup> Z uvedeného ustanovení se však od shromážd'ování odlišuje i pouhé nedokonané stádium, tj. pokus o shromážd'ování. V tomto případě bude postačovat pouze jednání, které bezprostředně směřuje k dokonání shromážd'ování a kterého se fyzická (nepodnikající) osoba dopustila v úmyslu přestupek spáchat, jestliže k dokonání (shromáždění od veřejnosti) přestupku nedošlo. U fyzických osob podnikajících a právnických osob se zavinění nevyžaduje.<sup>44</sup> O pokus o shromážd'ování ve smyslu § 98 ZISIF půjde pokud delikvent začal uskutečňovat jednání popsané výše ve skutkové podstatě (například shromáždil peněžní prostředky od prvního nebo i více investorů, nikoliv však od veřejnosti).<sup>45</sup> Pokusem rovněž bude i nabízení investice delikventa potencionálnímu investorovi.<sup>46</sup> ČNB však ve svém

---

<sup>43</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod 52; rovněž KRÁLÍK, Aleš. Správa srovnatelná s obhospodařováním, § 15. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR), 1720s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 56.

<sup>44</sup> § 6 odst. 1 a odst. 2 ZOPŘ.

<sup>45</sup> ŠOVAR, Jan. Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s.. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 332.

<sup>46</sup> V kauze iBilionaire, Rozhodnutí bankovní rady o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110, bod 11 in fine: *Jinak řečeno, pokud správce investice veřejnosti pouze nabízí s tím, že teprve bude kolektivně obhospodařovat, pak se pokouší shromážd'ovat majetek od veřejnosti, pokud je nabízí s tím, že již takové investice obhospodařuje, pak majetek od veřejnosti shromážd'uje. Obě tyto činnosti jsou ustanovením § 98 ZISIF zakázány, pokud nejsou splněny podmínky stanovené zákonem.*“

stanovisku užívá ve spojení s naplněním znaků pokusu o shromáždění dle § 98 ZISIF pojem „oslovení“.<sup>47</sup> Již z širšího významu tohoto pojmu je evidentní, že se nejedná o pojem zaměnitelný s nabídkou investice investorovi. ČNB tyto pojmy od sebe rovněž výslovně odlišuje.<sup>48</sup> Oslovení je pojem širší, který zahrnuje jak nabídku investice, tak i jednání ještě před nabídkou. Je tak třeba rozlišovat 3 zásadní fáze jednání: a) dokonané shromáždění (již výše vymezeno), b) nabídka investice<sup>49</sup> a c) jednání před nabídkou (oslovení v užším smyslu), kdy již pouhé oslovení v užším smyslu lze kvalifikovat jako přestupek neoprávněného shromáždění dle § 98 ZISIF (ve stádiu pokusu), na rozdíl od jiných přestupků dle ZISIF, kdy zákonodárce pro uplatnění odpovědnosti za přestupek vyžaduje, aby jednání delikventa dospělo do fáze nabídky.<sup>50</sup> Oslovení veřejnosti rovněž není zákonem vymezeno. Šovar jako oslovení mimo nabídku například považuje zveřejnění propagačního sdělení,<sup>51</sup> což potvrzuje a doplňuje i stanovisko ČNB o situaci, kdy delikvent uveřejňuje informace o investici (např. na internetových stránkách), a ze které není jednoznačné, že je určeno jen kvalifikovaným investorům.<sup>52</sup><sup>53</sup> Autor se domnívá, že tyto případy lze doplnit i o skutek, kdy delikvent či osoba, jejíž jednání mu je přičitatelné, se dostaví na místo schůzky s investorem, při které má dojít k přijetí kapitálu, aniž by ke skutečnému předání (shromáždění) došlo a aniž by byla ze strany delikventa nabídka učiněna. Na druhou stranu o pokus se jednat nebude, když by delikvent například dal pokyn svým zaměstnancům, aby teprve zveřejnili propagační sdělení, nebo aby učinili investorům nabídku, či by sám, nebo i prostřednictvím jiné osoby, sjednával schůzku s potencionálním investorem. V těchto případech by se již o přestupek dle § 98 ZISIF jednat nemohlo, a to z důvodu absence časové a místní souvislosti. Jednalo by se pravděpodobně o přípravu k shromáždění od veřejnosti, tj. vytváření podmínek pro spáchání přestupku, kterou však zákonodárce nepovažuje u přestupků za protiprávní, na rozdíl od

---

<sup>47</sup> Srov. Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, odst. 7. Rovněž srov. Česká národní banka [online]. 2018. [cit. 2023-09-30] Pojem veřejnost v předpisech na finančním trhu, dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>, bod 5.

<sup>48</sup> Tamtéž.

<sup>49</sup> Mj. vymezena v §294 ZISIF.

<sup>50</sup> Viz. § 614, písm. e, písm. f), písm. g) a § 618 písm. e), písm. f), písm. g) ZISIF.

<sup>51</sup> ŠOVAR, Jan. Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 332.

<sup>52</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-10-01], Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>. pozn. pod čarou 9.

<sup>53</sup> Pro rozlišení propagačního sdělení a veřejné nabídky srov. například Česká národní banka [online]. 2019. [cit. 2023-10-09], Může být reklamní sdělení považováno za veřejnou nabídku?, Dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-38/>.

přípravy k některým z trestných činů. Zákonodárce u přestupků neshledává dostatečnou společenskou škodlivost, aby se dovozovala deliktní odpovědnost u přípravy.<sup>54</sup> O přípravu by se jednalo i kdyby došlo k založení bankovního účtu, na který by mělo k shromažďování kapitálu docházet.<sup>55</sup>

Shromažďování prostředků není jediný užívaný pojem. Výkladové stanovisko ESMY k směrnici AIFMD užívá „*získávání kapitálu*.“ Ve svém rozhodnutí ČNB užíla například pojem „*sdužování kapitálu*“.<sup>56</sup> ESMA tento pojem definuje poněkud obecněji než ZISIF jako činnost spočívající v: „*(...) provádění přímých nebo nepřímých kroků ze strany podniku nebo osoby i subjektu, který jedná jménem podniku (obvykle správce alternativního fondu), s cílem zajistit převod nebo svěření kapitálu od jednoho nebo více investorů podniku za účelem investování tohoto kapitálu v souladu s určitou investiční politikou.*“<sup>57</sup>

## 1.2. Podoby shromažďování

K naplnění znaku shromažďování není nutné, aby docházelo k aktivnímu oslovování investorů. Dnes je již i přímo stanoviskem ČNB potvrzeno, že se jedná i o pasivní přijímání mandátu k obhospodařování bez aktivní propagace.<sup>58</sup> Bude se tak jednat i o případy, kdy osloven bude delikvent investorem.

Rovněž není rozhodné, zda jde o jednorázové nebo opakované oslovení, a nerozhoduje ani, zda investice mají formu peněžních prostředků nebo jiného majetku. Může tak jít o peněžní prostředky, cenné papíry, nemovitě věci nebo komodity. Může se jednat o jakoukoliv věc v právním slova smyslu, která může být předmětem právního jednání.<sup>59</sup>

Dále ČNB nevymezuje ani obligatorní právní titul, na základě kterého dochází ke shromažďování prostředků, ani právní formu, kterou by bylo nutné k tomu použít.<sup>60</sup> Nebude tedy rozdílem, zda půjde např. o shromažďování současně různými způsoby, tedy vklady do

---

<sup>54</sup> Důvodová zpráva k ZOPŘ.

<sup>55</sup> Nejvyšší soud hovoří o vytváření technických podmínek pro spáchání trestného činu viz. usnesení č. j. 8 Tdo 1395/2012-55 ze dne 27. 3. 2013. Toto rozhodnutí lze zohlednit i na případné přestupky. Ke vztahu principů trestního práva a přestupků srov. například rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 31. 5. 2007, č. j. 8 As 17/2007-135, č. 1338/2007 Sb. NSS.

<sup>56</sup> Viz kauza Investown Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 54.

<sup>57</sup> ESMA [online] 2013, [cit. 2023-10-09], Obecné pokyny, dostupné online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_cs\\_tra.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf), s. 6.

<sup>58</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-10-01], Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>, s. 3.

<sup>59</sup> KRÁLÍK, Aleš. Správa srovnatelná s obhospodařováním. § 15. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 56.

<sup>60</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 10.

základního kapitálu společníky, tichým společenstvím (viz. kauza WMM s.r.o.),<sup>61</sup> dohodou o podílu na zisku, vydáním akcií nebo kmenových listů či emisí dluhopisů. Rozhodující je však záměr shromáždujícího využít takto shromážděné peněžní prostředky pro společné investování.<sup>62</sup>

## 2. Shromáždování od „veřejnosti“

Po vymezení shromáždování prostředků je se dále třeba vypořádat s pojmem z hlediska výkladu poněkud složitějším. Pojem veřejnost ve smyslu ZISIF není rovněž v právní úpravě vymezen. Jedná se o neurčitý právní pojem. Stát tedy přenáší výklad tohoto pojmu na orgán, který o něm bude rozhodovat. Zdrojem výkladu jsou tedy výkladová stanoviska ČNB, její rozhodovací praxe a odborná literatura.<sup>63</sup> ČNB k tomuto uvádí: „Právní úpravou nelze přesně taxativně vymezit okruh investorů, který ještě nebude veřejností, bez rizika, že výčet nebude úplný. Proto právní úprava ponechala na orgánu dohledu, aby posoudil splnění kritéria shromáždování prostředků od veřejnosti s přihlédnutím k okolnostem případu. Jedná se o standardní legislativní prostředek. Stanoviska ČNB slouží jako výkladová pomůcka, která má adresátům přiblížit přístup orgánu dohledu k výkladu příslušných ustanovení.“<sup>64</sup> Byť je užívání neurčitých pojmů ve skutkových podstatách přestupků, a tím více u trestných činů, nežádoucí, v tomto případě to lze kvitovat. Vhodné užití tohoto neurčitého pojmu je praktické s ohledem na dynamiku a rychlý vývoj kapitálového trhu a rovněž jisté neobratnosti, kterou by případné jasné vymezení hranic tohoto pojmu mohlo způsobit.

O tomto pojmu toho bylo jak přímo, tak nepřímo v minulosti uvedeno mnohé. Veřejnost v kontextu shromáždování prostředků dle § 98 ZISIF je skutečně téma velmi rozsáhlé a z tohoto důvodu by si i zasloužilo být tématem samostatným. V minulosti i dokonce byl předmětem nedávné diplomové práce.<sup>65</sup> Přesto se však autor domnívá, že je stále třeba navázat na tyto prameny a závěry v nich učiněné pro výklad tohoto pojmu. Především je tak třeba učinit pro naplnění jednoho z cílů této práce, tj. pokusit se o ucelený popis znaků skutkové podstaty

<sup>61</sup> Příkaz ČNB č. j. 2017/164473/570 ze dne 8. 12. 2017.

<sup>62</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.enb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 10.

<sup>63</sup> Od neurčitého právního pojmu je třeba odlišovat obecný pojem viz. MELZER, Filip. *Metodologie nalézání práva: úvod do právní argumentace*. 2. vyd. Beckovy právnické učebnice. V Praze: C.H. Beck, 2011, 296 s. ISBN 978-80-7400-382-0., s. 112.

<sup>64</sup> Rozhodnutí bankovní rady o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110, ze dne 23. 11. 2017, bod 16.

<sup>65</sup> GÁL, Václav. *Pojem veřejnost dle ustanovení § 98 odst. 1 Zákona o Investičních společnostech a investičních fondech - interpretace a význam pro odvětví kolektivního investování* [online]. Brno, 2023 [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: <https://is.muni.cz/th/bdggog/>. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce Michal JANOVEC.

pokoutného fondu a upozornění na jeho problematické pasáže. Rovněž je tento pojem vhodné nově analyzovat z důvodu připravované novely ZISIF,<sup>66</sup> která dle názoru autora může vyřešit sporné otázky týkající se tohoto pojmu vyřčené v minulosti odbornou veřejností (především Hobzou a Mazancem),<sup>67</sup> a na které se pokoušela zodpovědět zmíněná diplomová práce, a to výkladem posledního stanoviska ČNB k tomuto pojmu.<sup>68</sup> Zajímavé je však i to, že již ze zdrojů vyplývajících z mezirezortního řízení o této připravované novele lze nalézt významné prameny, které by mohly být určitým klíčem pro výklad tohoto pojmu i za situace, kdy k přijetí této novely nakonec nedojde. To je však velmi nepravděpodobné.

Pojem veřejnost je užíván v různých právních předpisech celého právního řádu, nicméně je třeba ho zařadit do kontextu dané úpravy a nelze ho vykládat pro celý právní řád totožně.<sup>69</sup> ČNB ve svém posledním stanovisku, které se přímo týká výkladu § 98 ZISIF, dovozuje, že naplněním znaku spočívajícím ve shromažďování prostředků od veřejnosti dojde, pokud bude osloveno celkem více než 20 osob (nepočítaje v to kvalifikované investory). Následně se pro detailnější výklad odkazuje na starší stanovisko z roku 2018 týkající se pojmu veřejnost v předpisech finančního trhu. Ve stanovisku z roku 2022 tedy ČNB uvádí, že shromažďování prostředků od veřejnosti obsahuje jak kvantitativní kritérium (více než 20 osob), tak i kritérium kvalitativní (nezapočítávají se kvalifikovaní investoři). Starší stanovisko ČNB z roku 2018, na které se odkazuje však obsahuje další významné kritérium materiální (tj. nutná úzká vazba mezi investorem a shromažďovatelem).<sup>70</sup> Na základě těchto kritérií se následně i dělí tato kapitola, kdy nejprve bude vymezen vývoj kvantitativního a materiálního kritéria a změna vztahů mezi nimi, a poté kritérium kvalitativní.

---

<sup>66</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=9&t=570>.

<sup>67</sup> Shodně HOBZA; Martin, MAZANEC, Luboš. *“Veřejnost“ na finančním trhu: aktuální výkladové otázky*. Obchodněprávní revue, 2019, č. 7-8, s. 181.

<sup>68</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-finančni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-finančního-trhu/RS2022-06/>.

<sup>69</sup> Rozhodnutí NSS 7925/1924 převzato dle Česká národní banka [online].2018. [cit. 2023-09-30] Pojem veřejnost v předpisech na finančním trhu, dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-finančni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-finančního-trhu/RS2018-05/>.

<sup>70</sup> Srov. Česká národní banka [online].2018. [cit. 2023-09-30] Pojem veřejnost v předpisech na finančním trhu, dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-finančni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-finančního-trhu/RS2018-05/> a Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-finančni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-finančního-trhu/RS2022-06/>.

## 2.1. Shrnutí vývoje kvantitativního a materiálního kritéria

Popis vývoje těchto dvou kritérií autor považuje za důležité především pro dokreslení poněkud nejistého právního prostředí způsobeného výkladovými nejasnostmi, které nemusely být plně v souladu se základní zásadou *nullum crimen sine lege certa*. Tento vývoj též popisuje směřování výkladu shromažďování od veřejnosti. ČNB, a zřejmě ve velmi brzké době i zákonodárce, totiž posouvá tento výklad od tradičního materiálního kritéria ke kritériu kvantitativně-formálnímu (kritériu počtu investorů), a to prakticky bez jakéhokoliv zřetele na toto tradiční kritérium úzké vazby mezi investorem a shromažďovatelem. Resp. autor se domnívá, že výkladový posun materiálního kritéria způsobuje jeho sloučení s kritériem kvantitativním. Přesto se však autor shoduje s dosavadními závěry odborné veřejnosti o stále oddělené relevanci materiálního kritéria, které by mělo být zachováno především pro naplnění funkce neurčitého právního pojmu pro lepší pružnost při posuzování jednotlivých případů. To se však s ohledem na následný popsany vývoj jeví jako méně očekávatelná varianta.

Ustanovení § 98 ZISIF je prakticky převzaté ustanovení §2a ZKI. První významné stanovisko ČNB, které se týkalo pojmu veřejnost dle § 98 ZISIF bylo stanovisko z roku 2013.<sup>71</sup> To se sice týkalo již zmiňovaného § 2a ZKI, nicméně jak bude rozebráno dále, v rozhodovací praxi z něj ČNB stále vycházela, a to i po účinnosti ZISIF. Toto stanovisko bylo zásadní především i pro budoucí výklady, neboť v něm ČNB vymezila základní zásady posuzování shromažďování prostředků od veřejnosti, ze kterých následně vycházela i navazující stanoviska ČNB. Ta totiž v daném stanovisku vymezila, že o širší okruh osob (veřejnost) půjde v případě: *„(...) kdy nelze předpokládat, že by povaha oslovených osob nebo vazba mezi nabízejícími a oslovenými osobami zajistily dostatečnou informovanost a kompenzovaly požadavky na profesionalitu správce – investiční společnosti nebo samosprávného fondu.“*<sup>72</sup> Hlavním kritériem tedy nebyl přesný počet oslovených osob (kvantitativní formální hledisko), nýbrž povaha oslovených osob (kvalitativní formální hledisko) a vztahová vazba mezi investorem a shromažďovatelem prostředků (materiální hledisko). Za tento blízký vztah ČNB považovala především vztahy v rámci rodiny nebo mezi blízkými přáteli, ale rovněž i vztahy mezi členy koncernu a některé předchozí déletrvající obchodní spolupráce, ale nikoliv standardizované obchodní vztahy spojené např. s vedením vkladového účtu nebo pojištění.<sup>73</sup> Povaha oslovených pak má vliv na to, zda u nich lze předpokládat sofistikované znalosti a objektivní schopnost

---

<sup>71</sup> Česká národní banka [online]. 2013. [cit. 2023-10-12] Podle jakých kritérií se posuzuje pojem „veřejnost“ v oblasti kolektivního investování. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2013-03>.

<sup>72</sup> Tamtéž.

<sup>73</sup> Viz například kauza PIP Benefits s.r.o., Rozhodnutí ČNB č. j. 2018/68748/570 ze dne 6. 6. 2018, bod 112.

kontroly investování jejich prostředků, a proto se kvalifikovaní investoři (nadaní těmito vlastnostmi) do posuzované skupiny oslovených osob nezapočítávají (o kvalifikovanosti osob bude pojednáno až v následujících kapitolách). Vztah mezi formálně-kvalitativním hlediskem a hlediskem materiálním ČNB vymezila tak, že v případě pochybností může vyšší míra kvalifikovanosti vyvažovat intenzitu vzájemné vazby.<sup>74</sup> Výše uvedené však neznamena úplnou irelevanci početního kritéria. Početní kritérium je dle tohoto výkladu významné především z hlediska určení spodní a horní hranice počtu osob, kdy je počet oslovených buď tak malý nebo naopak tak vysoký, kdy i případná absence úzkého vztahu u skutečně malého okruhu osob (cca 10) nemůže být veřejností a opačně, kdy počet oslovených je již tak vysoký, že i případná úzká vazba mezi velkým počtem investorů a shromažďovatelem, je tak volná, že se bude jednat o oslovení veřejnosti bez ohledu na vazbu (cca 150 osob).<sup>75</sup> Problém byl samozřejmě především ve výkladu materiálního kritéria, kdy je jistě zapotřebí u takového pojmu zajistit jen rámcové vymezení pro přesnější posouzení jednotlivých případů, nicméně vždy v souladu se zásadou nullum crimen sine lege certa. ČNB měla poskytnout detailnější metodiku posouzení úzkého vztahu (především rodinného a přátelského). Navíc byť ČNB celkem jasně v tomto stanovisku kladla důraz na materiální kritérium, kdy role počtu osob rezonovala k tomu, že čím více osob, tím menší případná pravděpodobnost vazby, mohlo toto stanovisko vzbuzovat dojem, že i například některé dlouhodobé obchodní spolupráce (až třeba 80 osob) je jakási bezpečná hranice (střed mezi 10 – 150 osobami), pokud bude zajištěna dostatečná informovanost investorů garantovaná úzkým vztahem se shromažďovatelem. ČNB zde měla klást ještě větší důraz především na spodní hranici (cca 10 osob), protože jak se následně ukázalo, i při překročení již tohoto počtu, byla nutná skutečně úzká a jasná vazba mezi investorem a shromažďovatelem.

Významným posunem ve výkladu bylo přijetí novely ZISIF<sup>76</sup>, která doplnila jeho ustanovení o § 295a odst. 2 ZISIF. Dle tohoto ustanovení je stanovena možnost nabízet v ČR formou private placement investice do investičního fondu těm, kteří nejsou kvalifikovanými investory, jen pod podmínkou, že takové investice lze podle ZISIF veřejně nabízet, jinak pouze okruhu osob, který nepřesáhne hranici 20 osob. Toto ustanovení se sice netýkalo

---

<sup>74</sup> Česká národní banka [online].2013.[cit. 2023-10-12] Podle jakých kritérií se posuzuje pojem „veřejnost“ v oblasti kolektivního investování. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2013-03>.

<sup>75</sup> Tamtéž.

<sup>76</sup> Zákon č. 336/2014 Sb.

shromažďování prostředků od veřejnosti dle § 98 ZISIF, nicméně jak se ukázalo v kauze iBilionaire,<sup>77</sup> ČNB toto ustanovení považuje za klíčové.

ČNB totiž analogicky vykládá toto ustanovení tak, že zákonodárce považuje hranici shromáždění od více než 20 osob za obecné vodítko ohledně vnímání pojmu veřejnosti zákonodárcem v oblasti kolektivního investování. Skupina přesahující 20 osob je příliš širokou skupinou osob, kde jen ve velmi výjimečných případech bude možné usuzovat tak úzkou vazbu mezi investorem a shromažďovatelem, že se nebude jednat o shromažďování od veřejnosti.<sup>78</sup> Tento výklad však nevyklučoval možnost překročení hranice 20 osob při přítomnosti skutečně blízkého vztahu a stejně tak nebyla vyloučena ani situace, kdy shromažďování majetku od menšího počtu osob by bylo shromažďování od veřejnosti.<sup>79</sup>

Jednalo se o skutečně velké zpřísnění výkladu ze strany ČNB (od 150 nyní defacto na 20), nicméně i odborná veřejnost se na hranici 20 osob jako podpůrné hranici prakticky shoduje, nikoliv však shodně ve stejných kontextech.<sup>80</sup> Nicméně je zapotřebí upozornit, že novela neposkytla dostatečné vymezení především materiálního kritéria pojmu veřejnosti a rovněž ČNB ke změně výkladu vydala stanovisko až po 3 letech účinnosti novely, byť v daném případě by bylo vhodné takto učinit ještě před její účinností.<sup>81</sup>

Co se však týká zmíněné kauzy iBilionaire, tak v této věci by se zcela jistě o pokoutný fond jednalo i přes vyčítané výkladové nedostatky. Jistě nelze pozitivně hodnotit, že ČNB nová pravidla posuzování veřejnosti zveřejnila v oficiálním stanovisku až v roce 2018. Nicméně v tomto konkrétním případě by zcela jistě došlo ke kvalifikaci pokoutného fondu i dle dřívějších stanovisek a daná novela, a sní spojený nový výklad, by v tomto případě na právní kvalifikaci pokoutného fondu neměla vliv. Na pokoutnost tohoto obchodního modelu bylo početní kritérium rozhodné jen pro uplatnění již zmíněné spodní hranice (cca 10 osob), u které se i bez

---

<sup>77</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2017/122125/570, ze dne 6. 9. 2017 a rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110 ze dne 23. 11. 2017.

<sup>78</sup> V kauza iBilionaire rozhodnutí ČNB č. j. 2017/122125/570, ze dne 6. 9. 2017, bod 68.

<sup>79</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110 ze dne 23. 11. 2017, bod. 14.

<sup>80</sup> Například podpůrnou hranici 20 osob podporuje SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil; CUNÍK, Tomáš. Základní ustanovení, § 2 IN SMUTNÝ, Aleš a kol. *Zákon o bankách: komentář*. 2. vydání. Beckovy komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2019. 843 s. ISBN 9788074007644. s 44. Šovar jí zase považuje za vhodnou z hlediska standardních a speciálních investičních fondů jako minimální hranici. Jinak jí však vnímá v kontextu § 98 ZISIF u nějž veřejnost chápe jako relativně menší skupinu 10 osob viz. ŠOVAR, Jan; LIBOSVÁR, Ondřej. *Fondy kolektivního investování. § 93*. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR)1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 316. Hobza a Mazanec v kontextu i § 98 ZISIF nepřímo naznačují možnost překročení hranice 20 osob, a to i o desítky v případě naplnění úzké vazby srov. HOBZA, Martin; MAZANEC, Luboš. *„Veřejnost“ na finančním trhu: aktuální výkladové otázky*. Obchodněprávní revue, 2019, č. 7-8, s.183.

<sup>81</sup> Česká národní banka [online].2018.[cit. 2023-09-30] Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu, dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>.



ohledu na vazbu s investory o veřejnost jednat nemůže, jak již bylo uvedeno (v kauze iBilionaire bylo prokázáno shromáždění prostředků minimálně od 36 nekvalifikovaných investorů). Hlavním kritériem zde byla nedostatečná vazba mezi investory a shromažďovatelem, který pro oslovení investorů užíval síť obchodních zástupců. Delikvent se hájil tím, že mezi ním, obchodními zástupci a investory existovaly nadstandardní dlouhodobé vztahy a že rovněž smlouvy o obchodním zastoupení, které byly uzavírány, obsahovaly ustanovení, že delikvent neposkytuje své služby široké veřejnosti, ale jen úzkému okruhu osob, s kterými je delikvent v dlouhodobém obchodním kontaktu.<sup>82</sup> ČNB smluvní vztahy s obchodními zástupci kvalifikovala jako typický obchodní vztah, který dostatečně blízkou vazbu zcela výslovně vylučoval již v rámci původního stanoviska ČNB.<sup>83</sup> ČNB zde nedostatek vazby posoudila dle zjištěného skutkového stavu popsaného v rozhodnutí správně. Delikvent kromě zveřejněných smluv o obchodním zastoupení neprokázal úzký vztah jiným způsobem. Tyto smlouvy navíc obsahovaly typická ustanovení pro obchodní styk, jako například odměnu za vynaložený čas a úsilí, i případnou mimořádnou odměnu za vyhledání dalších obchodních zástupců za účelem zvýšení možnosti oslovení většího počtu zákazníků.<sup>84</sup> Asi nelze mít odlišný názor, že vztah obchodních zástupců téměř vždy vylučuje blízký vztah, neboť právě z toho důvodu, že shromažďovatel není schopen či nemá dostatečné prostředky pro získání investorů, se obrací na obchodní zástupce. Nelze však říci, že pokud shromažďovatel získává investory prostřednictvím sítě obchodních zástupců, pak se bezpodmínečně jedná o shromažďování od veřejnosti. Obchodní zástupci mohou být zavázáni oslovovat jen kvalifikované investory nebo s výhradou oslovení jen malého počtu osob, kde se úzký vztah nezkoumá. Ostatně ČNB ani užití obchodních zástupců za oslovování veřejnosti bezpodmínečně nepovažuje. Spíše je tím míněno, že je třeba jejich užití považovat jako vysoce podezřelý prvek, který významně formalizuje vztah mezi investorem a shromažďovatelem, a tím je úzká vazba těžko představitelná nikoliv však vyloučena. ČNB spatřuje hledisko formalizování vztahu jako podezřelého kritéria i například při volbě písemné formy uzavřených smluv.<sup>85</sup> Užití obchodních zástupců při shromažďování prostředků od veřejnosti dle § 98 ZISIF rovněž ČNB explicitně v této věci označila za přitěžující okolnost.<sup>86</sup> ČNB také v tomto rozhodnutí hovoří o nutnosti

---

<sup>82</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110 ze dne 23. 11. 2017, bod 17.

<sup>83</sup> Česká národní banka [online].2013.[cit. 2023-10-12] Podle jakých kritérií se posuzuje pojem „veřejnost“ v oblasti kolektivního investování. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trhu/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2013-03>. s. 2.

<sup>84</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110 ze dne 23. 11. 2017, bod 17.

<sup>85</sup> Viz. kauza iBilionaire, rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110, ze dne 23. 11. 2017, bod 23.

<sup>86</sup> Tamtéž bod 79.

těsné sociální vazby mezi investorem a shromažďovatelem, a nikoliv obchodními zástupci, kteří jsou typickým prostředkem standardní distribuce finančních produktů.<sup>87</sup> Rovněž zopakováno v kauze Diversity Capital.<sup>88</sup>

Jak již bylo zmíněno, výkladové stanovisko týkající se změny posuzování veřejnosti bylo zveřejněno až po vydání rozhodnutí v kauze iBilionaire. Toto rozhodnutí tak bylo do té doby jediným zdrojem výkladu. V následně vydaném stanovisku ČNB konečně přehledněji vymezila kritéria posuzování shromažďování prostředků od veřejnosti, a to již samozřejmě s ohledem na odlišnou klíčovou hranici 20 osob. Poprvé explicitně vymezila vztah kritéria počtu 20 osob dle § 295a odst. 2 ZISIF k jiným ustanovením obsahujícím kritérium shromažďování prostředků od veřejnosti. ČNB tak stanovila, že pokud zákon nestanoví jinak, pak v situaci, kdy kritérium počtu 20 osob neplyne z textu zákona přímo (tak jako u §295a ZISIF), uplatní se toto kritérium jen podpůrně. Především je významné dovysvětlení analogického užití § 295a odst. 2 ZISIF. ČNB ho vykládá tak, že zákonodárce překročení hranice 20 nekvalifikovaných investorů považuje samo o sobě za nezpůsobilé k zajištění rozumné míry kontroly nad obhospodařovatelem, a z toho důvodu nahrazuje absenci této kontroly přísnějšími požadavky, které ZISIF klade na fondy nabízené veřejně. Podstatným přispěním však byla změna pohledu na překročení hranice 20 osob, kdy zde ČNB upozorňuje, že její překročení je obecně možné, nicméně se bude jednat o zcela výjimečné případy, u nichž je očekávána jasně prokazatelná a silná vazba na příjemce. ČNB v tomto stanovisku rovněž negativně vymezuje, že běžný obchodní vztah, postavení zaměstnance, či člena sportovního klubu nebo jiného sdružení, nejsou důvodem pro nadstandardní důvěru. Za veřejnost je dle tohoto stanoviska považován i širší okruh zaměstnanců nebo akcionářů.<sup>89</sup>

ČNB se sice zde zmiňuje o tom, že hranice 20 osob bude u § 98 ZISIF podpůrná a explicitně zmiňuje její prostupnost nad počet 20 osob ve výjimečných případech, nezmiňuje však, zda je hranice prostupná zespodu a zda i nedostatek úzké vazby u počtu méně než 20 osob by mohlo být považováno za shromažďování od veřejnosti. Hobza a Mazanec se spíše přiklání k striktnějšímu výkladu vůči shromažďovateli, kdy i při absenci úzké vazby mezi investorem a shromažďovatelem je možné, že i případně méně než 20 osob může být považováno za veřejnost. Namítají však rozpor tohoto výkladu s účelem regulace finančního trhu, kterým je především ochrana jeho stability a důvěryhodnosti jako celku a ochrana zranitelných kategorií

---

<sup>87</sup> Tamtéž bod 22.

<sup>88</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/10114/570, ze dne 27. 1. 2022, bod 62.

<sup>89</sup> Česká národní banka [online].2013.[cit. 2023-10-12] Podle jakých kritérií se posuzuje pojem „veřejnost“ v oblasti kolektivního investování. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2013-03>.

investorů. Za problematické především považují, že případná hrozba újmy jen skutečně malé skupiny osob (méně než 20) může mít jen těžko dopady na finanční trh jako celek. Proto zároveň navrhuji hranici 20 osob interpretovat jako zdola neprostupnou.<sup>90</sup> S těmito závěry s ohledem na tehdejší dostupné prameny nelze nesouhlasit. Ty lze ještě například doplnit o pasáž v odůvodnění v kauze PIP Benefits, ve kterém ČNB v odůvodnění rozhodnutí odkazuje na již zmíněné stanovisko z roku 2018, ze kterého explicitně podtrhuje, že za veřejnost je nutné považovat okruh osob převyšující počet 20 lidí, ze kterého by se skutečně mohlo zdát, že hranice pod 20 osob nemůže být veřejností.<sup>91</sup>

ČNB pak dále pokračuje vydáváním dalších stanovisek, které se nepřímo dotýkaly pojmu shromažďování od veřejnosti. Například se jednalo se o stanovisko ze dne 1. 3. 2021, které se odkazuje na stanovisko z roku 2018 a závěry z něj plynoucí shrnuje tak, že za veřejnost považuje shromažďování prostředků od celkem maximálně 20 osob.<sup>92</sup> Následně však ČNB ve stanovisku ze dne 29. 11. 2021 o alternativních správcích užívá formulaci, že shromažďování od veřejnosti je překročení hranice cca 20 osob. Konzistentní a jasnou odpověď na prostupnost hranice 20 osob tedy stále ČNB nenabídla.

Posledním oficiálně zveřejněným pramenem je stanovisko konečně i k § 98 ZISIF, které se přímo týká pokoutných fondů, a které hovoří o situaci, kdy k shromažďování od veřejnosti dojde v případě oslovení celkem více než 20 osob (nepočítaje v to kvalifikované investory).<sup>93</sup> Ve zmíněné diplomové práci má Gál za to, že již na základě tohoto stanoviska lze relativně bezpečně říci, že prostupnost hranice 20 osob zespodu je vyloučena, a že i bez úzké vazby nelze předpokládat, že shromáždění od méně než 20 osob mohlo být veřejností.<sup>94</sup> V zásadě lze s tímto závěrem souhlasit. Z jazykového výkladu lze toto jistě dovozovat. Nicméně ČNB v minulosti mnohokrát z hlediska tohoto tématu nebyla konzistentní a užila ve spojitosti s hranicí 20 osob vyjádření, které by směřovalo k takovému výkladu, nicméně, jak bylo popsáno, ne vždy ho bohužel užívala shodně. Autor se domnívá, že na základě tehdy dostupných zdrojů nebylo

---

<sup>90</sup> HOBZA, Martin, MAZANEC, Luboš. "Veřejnost" na finančním trhu: aktuální výkladové otázky. *Obchodněprávní revue*, 2019, č. 7-8, s.183.

<sup>91</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2018/68748/570 ze dne 6. 6. 2018 bod.110.

<sup>92</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-10-01] Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním., Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2021-01/>.

<sup>93</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>94</sup> GÁL, Václav. *Pojem veřejnost dle ustanovení § 98 odst. 1 Zákona o Investičních společnostech a investičních fondech - interpretace a význam pro odvětví kolektivního investování* [online]. Brno, 2023 [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: <https://is.muni.cz/th/bdggog/>. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce Michal JANOVEC. s. 63.

možné spolehlivě říci, že by se ČNB kompletně přiklonila k názoru Hobzy a Mazance o neprostupnosti hranice zespodu. Další pochybnost vzbuzuje poznámka pod čarou č. 4 tohoto stanoviska, která opět odkazuje na již několikrát zmíněné stanovisko z roku 2018<sup>95</sup>, kde ČNB hovoří o hranici 20 osob jako o podpurné a stále klade důraz především na materiální hledisko úzkého vztahu investora a shromažďovatele. Lze však s autorem souhlasit v tom, že pokud ČNB i přes toto stanovisko má stále za to, že hranice 20 osob je prostupná zespodu při absenci úzké vazby, jednalo by se o velký zásah do právní jistoty adresátů této normy. Tohoto by se však ČNB nedopouštěla poprvé. Autor se tak domnívá, že se nejednalo o zcela bezpečné a výkladově čisté prostředí pro takový závěr.

Dále se autor domnívá, že čistě jazykový výklad takového vyjádření by mohl znamenat i zákaz překročení hranice nad 20 osob i přes přítomnost úzkého vztahu. ČNB totiž zmiňuje v daném stanovisku jen kritéria formální a z hlediska materiálního kritéria by se jen odkazovala na stanovisko z roku 2018. Autor se však obává, že ČNB takto neuvažovala a daný výklad posouvá již téměř mimo materiální hledisko, a tak v případě překročení hranice 20 osob se bude vždy jednat o veřejnost. Resp. ČNB výklad posouvá mimo posuzování úzké vazby a tu považuje za naplněnou, nedojde-li k překročení hranice 20 nekvalifikovaných investorů. Tyto závěry podporuje připravovaný vládní návrh novely ZISIF, který bude rozebrán v následující kapitole.

## 2.2. Legislativní změny

Novela ZISIF se dotýká celé řady změn, jejíž účinnost je plánována na srpen roku 2024 a v současnosti již byla schválena Vládou ČR. Vedle ZISIF se novela týká i změny zákona č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů a zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu, ve znění pozdějších předpisů. Novelizace ZISIF je však jádrem této novely. Nejpodstatnější změny se i s ohledem na předmět této práce týkají zařízení upravené v ustanovení § 15 ZISIF. Podstata tohoto zařízení spočívá v možnosti vykonávat činnost srovnatelnou s obhospodařováním investičního fondu, aniž by podléhaly nákladnému a časově náročnému licenčnímu řízení u ČNB. Pouze se registrují v seznamu vedeném ČNB a jinak pod její dohled nespádají. Zásadní protiváhou absence zákonné licence je zákaz shromažďovat prostředky od veřejnosti a rovněž povinnost nepřesáhnout rozhodný limit dle § 16 ZISIF.

---

<sup>95</sup> Česká národní banka [online].2018.[cit. 2023-09-30] Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>. Poznámka pod čarou 4.

Velký počet takto registrovaných zařízení zneužívala tohoto ustanovení a vyvolávala u nezkušené veřejnosti dojem, že se jedná o obchodní model spadající pod dohled ČNB nebo snad přímo o licencované investiční fondy, a shromažďovala prostředky od laické veřejnosti, která nebyla schopna rozpoznat rizikovost takových investic. Často byly tyto zařízení užity i jako tzv. Ponzioho schéma. Jedním z nejaktuálnějších případů lze zmínit kauzu WCA International s.r.o., která shromažďovala prostředky od laické veřejnosti, a to i prostřednictvím obchodních zástupců. Další kauza je například Growing way, kde se pravděpodobně explicitně jednalo o tzv. Ponzioho schéma, J. O. Investment, Diversity capital nebo například již zmíněná kauza iBilionaire. Mj. i na základě těchto událostí a stále zvyšujícímu se počtu takto registrovaných zařízení, Ministerstvo financí ČR vyhotovilo tento návrh novely ZISIF, jejíž cílem je značné zpřísnění právního postavení těchto zařízení.

Tyto zařízení bývají i v odborných pramenech označovány nesprávně. Především je nevhodné je spojovat se slovem „fond“.<sup>96</sup> V mnoha případech měla tato zařízení právě za cíl se za licencovaný investiční fond vydávat, či přímo nebo nepřímo vzbuzovat ve veřejnosti domněnku, že registrace u ČNB znamená, že podléhají dohledu, nebo snad že jejich obchodní model byl ČNB věcně schválen jako věrohodný. Finanční arbitr v rámci připomínkového řízení k této novele uvádí příklad, kdy v praxi tyto zařízení zneužívají v prezentacích určených pro své klienty označení jako: „Fond zřízený podle § 15 ZISIF zapsaný do seznamu vedeného ČNB.“<sup>97</sup> Z těchto důvodů jim novela nově stanovuje povinnost ve svém názvu užít slovní spojení „osoba rizikového kapitálu“ a zároveň se zakazuje, aby toto zařízení užívalo ve svém názvu slovo „fond“.<sup>98</sup> V současné úpravě mají pouze povinnost neuvádět například v propagačním sdělení klamavé informace, že dohledu ČNB podléhají.<sup>99</sup> V připomínkovém řízení bylo namítáno, že označení „osoby rizikového kapitálu“ nelze považovat za nejvhodnější řešení. Byť se zde naplní jasný účel spočívající v upozornění na jejich rizikovost, může zde docházet k záměně s evropskými investičními fondy rizikového kapitálu dle EuVECA. ČNB například navrhuje název „malý správce rizikového kapitálu“. Bude tedy ještě zajímavé sledovat, jaké označení bude zvoleno. Nejvhodnější označení je však termín „zařízení“.

---

<sup>96</sup> Například alternativní fond, minifond, pseudofond, hedge fund, podlimitní fond.

<sup>97</sup> Srov. Úřad vlády České republiky [online].2023.[cit.2023-10-29] VYPOŘÁDÁNÍ PŘIPOMÍNEK K MATERIÁLU S NÁZVEM: Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.odok.cz/portal/veklep/material/KORNCS6K68F0/KORNCUGFXAS2>, s. 22.

<sup>98</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění ZISIF a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 2.

<sup>99</sup> § 637 ZISIF.

Jednoduše totiž vystihuje jejich formu bez ohledu na to, zda je institucionalizovaná či nikoliv.<sup>100</sup> Jistě ho však nelze označit jako nejvhodnější legislativní název.

Změnou názvu však tato novela nekončí. Aby se neuplatnila sankční část normy, budou muset tato zařízení plnit nové informační povinnosti vůči investorům<sup>101</sup> a především prostředky do zařízení bude možné shromažďovat nikoliv už jen od kvalifikovaných investorů, ale pouze od osob, které investují prostředky odpovídající částce alespoň 125.000 EUR. Z hlediska předmětu této práce je především významná výjimka z poslední zmíněné povinnosti. Do tohoto zařízení totiž bude mít možnost investovat až 20 investorů, kteří nesplňují povinnost minimálního vkladu 125.000 EUR.<sup>102</sup> Jedná se o skutečně obrovské zpřísnění proti současné úpravě. Ta stanovuje pouze povinnost neshromažďovat prostředky od veřejnosti, přičemž do veřejnosti, jak bylo již výše uvedeno, se nezapočítávají kvalifikovaní investoři, což jak bude vymezeno v následující kapitole, je daleko širší okruh osob.<sup>103</sup> Za porušení ustanovení § 15 odst. 6 ZISIF ve znění novely bude hrozit výmaz ze seznamu podle § 596 písm. e) ZISIF, kdy po výmazu takového zařízení není možný opětovný zápis dříve než po uplynutí 10 let.<sup>104</sup>

Autor má za to, že zmíněná novela má vliv na výklad pojmu veřejnost dle § 98 ZISIF, a to především co se týká prostupnosti hranice 20 osob na základě tradičního materiálního kritéria úzké vazby mezi investorem a shromažďovatelem. Důvodová zpráva tohoto zákona k výjimce z povinnosti investice nad 125.000 EUR stanovuje: *“Z tohoto pravidla se zavádí výjimka pro rodiny a přátele, kdy společně může investovat do těchto subjektů až 20 osob, které nenaplnují podmínku minimálního vkladu. Pokud budou v rámci nelicencovaného správce investovat lidé, kteří nenaplní podmínku minimální investice, tak je limit 20 na všechny investory. Aby nedocházelo k obcházení zákona, je vyžadováno, aby výjimku z minimálního*

---

<sup>100</sup> Česká národní banka [online].2022.[cit. 2023-10-01] Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním., Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2021-01/>. Poznámka pod čarou 2.

<sup>101</sup> Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 2.

<sup>102</sup> Pokud bude mít dané zařízení nad 20 osob, bude muset dokládat zprávu auditora o dodržení početního limitu 20 investorů. K tomu srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 2.

<sup>103</sup> § 98 odst. 1, odst. 2, odst. 4 ZISIF.

<sup>104</sup> Srov. ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 3.

*vkladu a skutečnost, že jsou shromažďovány prostředky maximálně od 20 osob, ověřil auditor (...).*<sup>105</sup>

Dle názoru autora z důvodové zprávy vyplývá další možný posun výkladu shromažďování prostředků od veřejnosti. Pokud bude novela zákona v tomto znění přijata, poté užívá právní fikci, že rodina a přátelé (jakožto dlouhodobě uváděný příklad úzké vazby jak doktrínou, tak stanovisky ČNB) jsou z hlediska shromažďování prostředků v rámci kolektivního investování v počtu maximálně 20 osob. Lze tedy předpokládat, že analogicky bude tato právní fikce uplatněna i v případě shromažďování prostředků od veřejnosti dle § 98 ZISIF, kdy materiální tradiční hledisko (úzké vazby) je naplněno v případě shromažďování maximálně od 20 osob. Tím dochází k naplnění materiálního hlediska vlastně hlediskem kvantitativním a dochází tak k dovršení trendu tohoto výkladu postupujícího od materiálního hlediska směrem k zcela formálnímu hledisku. Tím by se dalo odpovědět na vyřčené otázky Hobzy a Mazance týkající se prostupnosti této hranice. Důsledkem tedy dle názoru autora je, že hranice 20 osob se stává neprostupnou zespodu, protože dle současného návrhu je úzká vazba prokázána již dodržením počtu 20 osob, což by bylo dobrou zprávou. Neprostupnost početní hranice lze zřejmě dovozovat i ze závěrečné zprávy RIA, kde je uvedeno shodně s Hobzou a Mazancem, že ekonomické ztráty malého okruhu osob (do 20 investorů) nemají výrazný dopad na ekonomiku.<sup>106</sup> Bohužel by to však znamenalo i její neprostupnost nad limit 20 osob, a tedy i přes skutečně úzkou vazbu i jen jednoho investora, se bude jednat o shromažďování prostředků od veřejnosti, což již pozitivně hodnotit nelze.

V případě, že jsou úvahy o výkladu správné, byť je samozřejmě nelze opřít o žádná stanoviska ani rozhodnutí ČNB, pak se autor domnívá, že je pravděpodobná platnost takového výkladu i za situace, kdy tento vládní návrh nenabude účinnosti. Je nutné ho však brát s větší rezervou. Jak již bylo zmíněno, záměrem ministerstva financí nebylo se odchýlit od dosavadního výkladu pojmu veřejnost ČNB, ta toto uvedené tvrzení v rámci celého připomínkového řízení nerozporovala.<sup>107</sup> Rovněž by tento výklad měl oporu i v posledním

---

<sup>105</sup> Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-11-05] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 24.

<sup>106</sup> ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-11-06] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (RIA) Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 13-14.

<sup>107</sup> Úřad vlády České republiky [online]. 2023. [2023-11-10] Předkládací zpráva. návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupná z: <https://odok.cz/portal/veklep/material/KORNCS6K68F0/KORNCUGFXAS2>. Stanovuje: „(...) úprava

stanovisku ČNB o pokoutném fondu, kde ČNB již vůbec nezmiňuje materiální kritérium, ale pouze hovoří o tom, že shromažďování prostředků se posuzuje podle hledisek formálních, a odkaz na stanovisko z roku 2018 by pak neznamenal posuzování i materiálního kritéria a jeho vynechání z tohoto výčtu by nebylo pouhým zjednodušením. Rezignaci v posuzování materiálního kritéria ostatně autor spatřuje i v samotné změně ustanovení § 15 ZISIF, kde se stanovuje povinnost pouze doložit posouzenou zprávu auditora o dodržení shromáždění prostředků až od 20 osob, a nikoliv případnou úzkou vazbu.

Pokud jsou takovéto závěry správné, pak autor s takovým posunem výkladu pojmu veřejnosti nesouhlasí. Byť lze chápat jeho praktičnost především z důvodu těžké prokazatelnosti úzké vazby, nelze nezmínit určitou neobratnost, kterou by tento výklad způsobil. Jistě napomáhá výše kritizované přílišné neurčitosti této skutkové podstaty odůvodněné rozporem s *nullum crimen sine lege certa*, nicméně ubírá možnosti obratného spravedlivého posouzení každého individuálního případu. Bylo by pak možné dojít k velmi absurdním závěrům, kdy například bude kvalifikováno shromažďování od veřejnosti při počtu 21 nekvalifikovaných investorů, kdy pouze u jednoho z nich nebude materiálně prokazatelná vazba, zatímco v případech, kdy dojde k shromáždění 20 osob bez jakékoliv vazby, o shromáždění prostředků od veřejnosti nepůjde. Nejvhodnější řešení však již byly víceméně nabídnuty, a to s možností stanovit nejlépe stanoviskem ČNB neprostupnost hranice 20 osob zespodu, kdy tedy dle právní fikce by se jednalo o bezpodmínečně úzkou vazbu, nicméně s možností překročení této hranice v jen skutečně mimořádných případech při přítomnosti velmi úzké a zcela jasné vazby mezi investory a shromažďovatelem (například rodinné či přátelské), a to i případně v rozsahu jen jednotek osob. ČNB by rovněž měla vypracovat základní metodiku posouzení této úzké vazby, kdy o překročení této hranice lze uvažovat.<sup>108</sup> Na rozdíl od Gála se autor nedomnívá, že by prostupnost hranice 20 osob měla být stanovena zákonem.<sup>109</sup> Melzer k neurčitým právním pojmům uvádí, že se jedná o legislativní techniku, která je legitimní pro případ, kdy se zákonodárce obává nepředvídaných skutečností. Právo se díky tomu může přizpůsobovat společenským, přírodním i technickým změnám bez zásahu

---

*nelicencovaných správců tak, aby svoji činností neobcházeli zákon o investičních společnostech a investičních fondech: bude navýšena informační povinnost vůči investorům, explicitně stanovena minimální výše vkladu každého investora odpovídající částce 125 000 EUR s výjimkou, nepřekročí-li počet investorů do daného subjektu 20 osob (v souladu s tím, jak vykládá pojem „veřejnost“ Česká národní banka)(...).*“

<sup>108</sup> Obdobně HOBZA; Martin, MAZANEC, Luboš. “Veřejnost“ na finančním trhu: aktuální výkladové otázky. *Obchodněprávní revue*, 2019, č. 7-8, s.183. Rovněž GÁL, Václav. *Pojem veřejnost dle ustanovení § 98 odst. 1 Zákona o Investičních společnostech a investičních fondech - interpretace a význam pro odvětví kolektivního investování* [online]. Brno, 2023 [cit. 2023-11-10]. Dostupné z: <https://is.muni.cz/th/bdgog/>. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce Michal JANOVEC. s 66.

<sup>109</sup> Tamtéž.



zákonodárce a může být živoucím nástrojem regulace společenských vztahů.<sup>110</sup> Legislativní vymezení by pak bylo proti smyslu užití neurčitého právního pojmu a jasné vymezení hranic zákazu shromažďování přesným číslem a přesnými pravidly by bylo velmi nepraktické, kdy užití neurčitého pojmu je v tomto případě vhodné z důvodu velké dynamiky kapitálového trhu. Této výhody se bohužel snaží teď zbavit rozebíraný návrh novely ZISIF u zařízení dle § 15 ZISIF.

Nicméně lze jen doufat, že metodika posuzování veřejnosti je stále nastavena zcela dle stanoviska z roku 2018<sup>111</sup> tj. dle pravidla, že pokud ustanovení zákona neuvádí přesný počet osob, poté se hranice 20 osob užije podpůrně dle § 295a ZISIF (po novele zřejmě dle §15 odst. 6 ZISIF), kdy pro pokoutný fond dle § 98 ZISIF se tato hranice posuzuje tak, že veřejností je počet pouze nad 20 osob (dle stanoviska z roku 2022)<sup>112</sup> s možností jeho přesahu při přítomnosti velmi úzké a jasně prokazatelné vazby. S ohledem na výše uvedené však žádnému obchodnímu modelu nelze doporučit, aby se za současné výkladové nouze pouštěl do nebezpečných vod v počtu nekvalifikovaných investorů nad 20 osob ani přes naplnění materiálního hlediska. A to i s ohledem na očekávaný striktnější přístup od ČNB především při řešení problémů spojených se zařízeními dle § 15 ZISIF. Pokud by snad ČNB nějaký takový model skutečně posoudila jako pokoutný fond, byť by se jednalo o překročení hranice 20 osob skutečně jen o jednotky investorů, a ČNB by neargumentovala ve svém rozhodnutí nepřítomností úzké vazby, ale jen překročením hranice 20 osob, měla by se dle autora uplatnit zásada *in dubio pro libertate* a uplatnění ochrany prostřednictvím prostředků správního soudnictví, neboť současná výkladová vodítka nabízejí dva přístupy<sup>113</sup> a čistě formální pojetí by oslabovalo účinek základního práva shromažďovatele na podnikání dle čl. 26 odst. 1 a ostatně i práva vlastnického dle čl. 11 LZPS.

V závěru pro dokreslení výkladového posunu už jen k připomenutí úryvek ze stanoviska k pojmu veřejnost z roku 2013: *„K tomu je nutno doplnit výhradu, že materiální kritérium vazby nebo kvalifikovanosti je podstatnější než vymezení konkrétním číslem. Je zřejmé, že čím vyšší je počet oslovených osob, tím méně je pravděpodobné, že by vazba na nabízejícího nebo*

---

<sup>110</sup> MELZER, Filip. *Metodologie nalézání práva: úvod do právní argumentace*. 2. vyd. Beckovy právnické učebnice. V Praze: C.H. Beck, 2011, 296 s. ISBN978-80-7400-382-0. s 114.

<sup>111</sup> Česká národní banka [online].2018.[cit. 2023-09-30] Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>.

<sup>112</sup> Česká národní banka [online].2022.[cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>113</sup> K uvedenému srov. KOPA, Martin. *Soudní přezkum výkladu a použití neurčitých právních pojmů správními orgány in dubio pro libertate v praxi?* Právní rozhledy, 2016, č. 1, str. 26-29.

*shromažďujícího mohla být dostatečná. Pojem veřejnost je nutné vykládat vždy vzhledem ke konkrétním okolnostem konkrétního případu.*<sup>114</sup>

### **2.3. Kvalitativní kritérium (kvalifikovanost investorů)**

V § 98 odst. 2 ZISIF je stanoveno, že zákaz vymezený v § 98 odst. 1 ZISIF se nevztahuje na případ, kdy se prostředky shromažďují výlučně od kvalifikovaných investorů. Jak již bylo mnohokrát zmíněno, kvalifikovaní investoři se do kvantitativního kritéria 20 osob nezapočítávají.<sup>115</sup> ČNB ve svém stanovisku z roku 2018 uvádí, že v kontextu ZISIF se jedná o velké obchodní společnosti a institucionální investory, zejména pak o banky, pojišťovny, obchodníky s cennými papíry, penzijní společnosti, investiční fondy aj. Dále uvádí, že se jedná i o další osoby, u kterých výslovně stanovuje, že není zřejmé, zda jde nebo nejde o kvalifikované investory. Jedná se o takové osoby, z jejichž povahy není jasné, zda jsou schopni rozpoznat rizikovitost konkrétních investic. Tuto absenci možnosti rozpoznat jejich kvalifikovanost zákon umožňuje nahradit jejich písemným prohlášením o znalosti rizik spojených s investováním do daného obchodního modelu a minimální výší investice v hodnotě alespoň 125.000 EUR, příp. 1.000.000,- Kč pod podmínkou, že obhospodařovatel nebo administrátor písemně potvrdí, že se na základě provedení testu vhodnosti se domnívá, že tato investice je pro daného investora vhodná.<sup>116</sup> V případě shromažďování prostředků od posledně zmíněných kvalifikovaných investorů do zařízení dle § 15 ZISIF je však nutné, aby tzv. test vhodnosti byl učiněn licencovaným subjektem. Dle ČNB nelze u těchto zařízení předpokládat kvalifikované provádění testu vhodnosti, které musí podléhat požadavkům odborné péče a rámce poskytování regulované služby. Aby tedy mohly zařízení shromažďovat prostředky od neprofesionálních investorů, jejichž hodnota by byla rovna ekvivalentu nad 1.000.000 Kč, ale nikoliv více než 125.000 EUR, je nutné, aby provedení testu vhodnosti zařízení delegovalo na oprávněné subjekty, není-li sám takovou osobu.<sup>117</sup>

---

<sup>114</sup> Česká národní banka [online].2013.[cit. 2023-10-12] Podle jakých kritérií se posuzuje pojem „veřejnost“ v oblasti kolektivního investování. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2013-03/>.

<sup>115</sup> Česká národní banka [online].2022.[cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>116</sup> Česká národní banka [online].2018. [cit. 2023-09-30] Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>.

<sup>117</sup> Česká národní banka [online].2022.[cit. 2023-10-01] Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>, poznámka pod čarou 11.

Dle výše uvedeného tak lze dělit kvalifikované investory v kontextu ZISIF do dvou skupin, které pro usnadnění budeme v této práci nazývat obdobně jako německá úprava, tj. profesionální a poloprofesionální investoři.<sup>118</sup> Profesionálními investory jsou zmínění institucionální investoři, u nichž není pochyb o jejich kvalifikovanosti,<sup>119</sup> a poloprofesionální investoři jsou ti, u nichž je zapotřebí minimální výše investice, prohlášení o rizikovosti a příp. test vhodnosti.<sup>120</sup>

V případě přijetí již několikrát zmiňované novely ZISIF může dojít ke změně okruhu osob, které mohou investovat do zařízení dle § 15 ZISIF. Dle této novely budou moci investovat do těchto zařízení pouze investoři, jimž budou s dostatečným předstihem poskytnuty informace, pokud bude jejich investice odpovídat částce alespoň 125.000 EUR a bude-li proveden test vhodnosti.<sup>121</sup> Novela ZISIF by tak přinesla třetí typ poloprofesionálního investora, jehož podmínky pro splnění jeho kvalifikovanosti by byly v této skupině nejpřísnější.<sup>122</sup> Na profesionální investory potencionálně investujících do těchto zařízení se však podmínka provedení testu vhodnosti samozřejmě neuplatní, ledaže by na tom profesionální investor trval.<sup>123</sup> Jistě se neuplatní ani nutnost minimální výše investice 125.000 EUR, byť toto čistě z jazykového výkladu novelizovaného ustanovení neplyne. Jak již bylo zmíněno u profesionálních investorů není pochyb o jejich kvalifikovanosti. Ochrana těchto investorů novými prostředky, které novela nabízí, je zbytečná. I z důvodové zprávy plyne, že hlavním důvodem zpřísnění regulace je, že z aplikační praxe vyplynulo, že podmínky nutnosti prohlášení a provádění testů vhodnosti bývají často obcházeny a je velmi omezený způsob, jak kontrolovat vyplnění investičních dotazníků. Stejně tak cílem novely je především ochrana veřejnosti, do které profesionální investory řadit nelze.<sup>124</sup> Ustanovení novely o minimální výši

---

<sup>118</sup> § 1 odst. 19 No. 32 KAGB („*professioneller Anleger*“) a § 1 odst. 19 No. 33 KAGB („*semiprofessioneller Anleger*“). Okruh investorů se v německé úpravě však liší, proto si propůjčujeme pouze název obdobných skupin investorů nikoliv zcela shodných.

<sup>119</sup> § 272 písm. a) – g) ZISIF.

<sup>120</sup> § 272 písm. h) a písm. i) ZISIF ve spojení s § 15h ZKPT.

<sup>121</sup> Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 2.

<sup>122</sup> Srov. § 272 odst. 1 písm. h) a písm. i) ZISIF s Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 2.

<sup>123</sup> Srov. § 15h odst. 7 ZKPT.

<sup>124</sup> Srov. Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-11-05] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s 24.

investice je tak nutné, v případě investic profesionálních investorů, jejichž investice by byla nižší než 125.000 EUR, vykládat contra verba legis prostřednictvím teleologické redukce<sup>125</sup> tak, že v těchto případech nelze započítávat tyto profesionální investory do počtu 20 osob.

Otázkou je, zda by se přijetím této novely změnil i okruh kvalifikovaných investorů z hlediska § 98 odst. 2 ZISIF. Tedy zda do okruhu kvalifikovaných investorů dle tohoto ustanovení řadit mimo profesionální investory stále všechny poloprofesionální investory dle § 272 odst. 1 písm. h) a písm. i) ZISIF nebo pouze poloprofesionálního investora dle novely. Autor se domnívá, že by výklad měl být benevolentnější ve prospěch shromažďovatelů. Pokud by daná novela měla zúžit okruh kvalifikovaných investorů, měla toto výslovně v § 98 odst. 2 ZISIF změnit. Autor má tak za to, že hlavním argumentem je zde zásada racionálního zákonodárce,<sup>126</sup> kdy § 98 ZISIF byl novelou záměrně opomenut z hlediska případných změn a okruh kvalifikovaných investorů ve smyslu § 98 odst. 2 ZISIF zůstává tedy stále neměnný. Pro tento argument svědčí i důvodová zpráva ke zmíněné novele, která uvádí, že případné porušení omezení osob, které mohou do zařízení investovat své prostředky, je jedinou sankcí, která případně zařízení hrozí v případě jejího porušení.<sup>127</sup> Zařízení dle § 15 ZISIF se tak může dostat z hlediska shromažďování prostředků do dvojího sankčního prostředí, kdy v případě porušení nového limitu (překročení limitu 20 osob s investicí pod 125.000 EUR) mu hrozí pouze sankční výmaz,<sup>128</sup> tak v případě shromažďování od veřejnosti dle § 98 ZISIF (nad 20 osob bez započítávání kvalifikovaných investorů) mu hrozí pokuta i nad 150.000.000 Kč.<sup>129</sup> Opačný výklad by znamenal, že tato zařízení by již nemohla být pokoutným fondem, což vzhledem k cíli této novely, jímž je zpřísnění postavení těchto zařízení, lze vyloučit. Nelze mít za to, že by například tato zařízení shromáždily prostředky od více než 150 nekvalifikovaných investorů a nehrozila by jim peněžní pokuta, ale pouze výmaz z registru

---

<sup>125</sup> MELZER, Filip. *Metodologie nalézání práva: úvod do právní argumentace*. 2. vyd. Beckovy právnické učebnice. V Praze: C.H. Beck, 2011, S.296 ISBN978-80-7400-382-0. s 248 – 251.

<sup>126</sup> MELZER, Filip. *Metodologie nalézání práva: úvod do právní argumentace*. 2. vyd. Beckovy právnické učebnice. V Praze: C.H. Beck, 2011, S.296 ISBN978-80-7400-382-0. s. 86-87.

<sup>127</sup> Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-11-05] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s. 33.

<sup>128</sup> Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>, s. 6.

<sup>129</sup> § 614 odst. 6 ZISIF.

ČNB. ČNB ostatně již v minulosti v kontextu § 98 ZISIF zvolila méně přísný přístup k okruhu kvalifikovaných investorů, a to i přímo proti znění zákona.<sup>130</sup>

### 3. Účel společné investování nebo investování takto nabytých prostředků

Podstatou obchodních modelů kolektivního investování je již zmíněné kolektivní shromažďování prostředků za účelem jejich společného investování (obhospodařování) na základě určené strategie. Společné investování spočívá ve správě shromážděného majetku ve prospěch investorů a jeho umístování na trh dle investičního profilu obchodního modelu (např. na trh kapitálový, nemovitostní apod.). Právě společné investování shromážděných prostředků umožňuje investorům se podílet na větších investicích, na které by jinak jako individuální investoři ani případně neměli dostatečné prostředky. Díky vyšší kolektivní investici je zpravidla možné ušetřit více nákladů než u investic individuálních (economies of scale) a rovněž rozsáhlejší shromážděný majetek lze jednodušeji diverzifikovat do vícero investičních titulů. Proto investor, který má pro investici k dispozici např. pouze 1.000 Kč, se může kolektivně podílet na výnosu (či ztrátě) akcií společnosti PHILIP MORRIS, kdy cena jedné akcie se během roku 2023 pohybovala zhruba v rozmezí 16.000 Kč – 18.000 Kč.<sup>131</sup> Dalším příkladem je obchodní model v kauze Investown, který umožňoval investovat prostředky i ve výši pouhých 500 Kč. I s touto malou částkou se investor mohl podílet na výnosech z nemovitostí, které si mohl vybrat z předem určené nabídky.<sup>132</sup>

#### 3.1. Kolektivní správa majetku

Společné investování vyžaduje správu shromážděného majetku. Je však lhostejné, jakou podobu bude tato správa mít. Podstatou je, že spravovaný majetek je vydělen od majetku jednotlivých investorů a je mu dána určitá míra samostatnosti ve vnějším světě bez ohledu na právní formu.<sup>133</sup> Může se jednat o správu vlastní, a tedy o situaci, kdy dojde v rámci shromažďování k převodu vlastnického práva na správce, který shromážděný majetek spravuje

---

<sup>130</sup> Srov. § 98 ZISIF ve znění do 30. 4. 2020 a Česká národní banka [online].2018. [cit. 2023-09-30] Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trhu/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>. ZISIF v tomto ustanovení vymezoval okruh investorů, kteří se do veřejnosti nezapočítávají jenom na investory dle § 2a odst. 1 ZPKT (profesionální zákazníci). ČNB však analogicky dovozovala dle § 295a ZISIF, že okruh investorů, kteří se do veřejnosti nepočítají je širší tj. kvalifikovaní investoři. Rozebíráno i v HOBZA, Martin, MAZANEC, Luboš. *“Veřejnost“ na finančním trhu: aktuální výkladové otázky*. Obchodněprávní revue, 2019, č. 7-8, s. 176-186.

<sup>131</sup> ČECH, Petr. Kolektivní investování. Obchodní korporace jako investiční fondy. IN ČERNÁ, Stanislava; ŠTENGLOVÁ, Ivana; PELIKÁNOVÁ, Irena a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s 656. ISBN 978-80-7598-991-8601, s 604-605.

<sup>132</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 25.

<sup>133</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9, s. 243.

ve prospěch investorů.<sup>134</sup> V takovém případě by byla legálním ekvivalentem činnost samosprávného investičního fondu dle § 8 ZISIF. Dále se může jednat o správu cizího majetku dle OZ, kdy vlastníky shromážděného majetku jsou i po jeho shromáždění samotní investoři.<sup>135</sup> Povolená forma by v tomto případě byla v podobě podílového fondu dle § 102 - § 147 ZISIF, který nemá právní osobnost a shromážděné prostředky tak vlastnit ani nemůže.<sup>136</sup> Investorům (podílníkům) tak vzniká zvláštní druh společného vlastnictví, na který se však nevztahuje ustanovení OZ o podílovém spoluvlastnictví. Podílníci totiž neručí za případné dluhy podílového fondu a věřitelé se mohou případně uspokojit pouze z majetku podílového fondu. Kolektivní správu cizího majetku lze vykonávat i ve formě svěřenského fondu. Na ní se vztahuje jak obecná úprava OZ, tak speciální úprava ZISIF.<sup>137</sup> Další podoba může spočívat ve správě majetku v určitém zařízení nebo majetku vloženého do určitého zařízení, na kterém náleží jednotlivým investorům z dané správy majetkový užitek, tj. nejčastěji účast v obchodní společnosti.<sup>138</sup>

Aby mohl být naplněn znak společného investování, je zapotřebí, aby shromážděný majetek byl spravován kolektivně v rámci společné entity a rovněž společně investován jako celek (tzv. pooling). Shromážděné prostředky jsou směřovány na společném účtu a následně jsou souhrnně celé nebo aspoň z části investovány pro dosažení sdruženého výnosu. V rámci společného investování tak dochází k potlačení individuálních investorských cílů jednotlivých investorů ve prospěch cíle kolektivního, který je shodný pro celý poolovaný majetek. Je tak třeba odlišit společné investování od hromadného investování individuálně spravovaných portfolií tzv. souběžné investování.<sup>139</sup> V případě, kdy správce vede jednotlivé účty pro každého investora, a případně je investuje i dle shodné strategie, nemůže se jednat o pokoutný fond kolektivního investování, neboť investorům náleží oddělený, nikoliv sdružený výnos a riziko. Je tak třeba společné investování ve smyslu ZISIF odlišovat například od investiční služby obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné

---

<sup>134</sup> KRÁLÍK, Aleš. Správa srovnatelná s obhospodařováním. § 15. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR)1720 s..ISBN 978-80-7478-783-6, s. 56.

<sup>135</sup> Tamtéž.

<sup>136</sup> SVEJKOVSKÝ, Jaroslav a MAREK, Radan. A kol. *Správa cizího majetku v novém občanském zákoníku: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-548-0, s. 52.

<sup>137</sup> ČECH, Petr. Kolektivní investování. Obchodní korporace jako investiční fondy. IN ČERNÁ, Stanislava; ŠTENGLOVÁ, Ivana; PELIKÁNOVÁ, Irena a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s. 656. ISBN 978-80-7598-991-8601, s. 597-598.

<sup>138</sup> KRÁLÍK, Aleš. Správa srovnatelná s obhospodařováním. § 15. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR)1720 s..ISBN 978-80-7478-783-6, s. 56.

<sup>139</sup> Obdobně tamtéž.

úvahy v rámci smluvního ujednání dle § 4 odst. 2 písm. d) ZKPT. U této činnosti je klíčový individuální zájem jednotlivého zákazníka, který musí správce<sup>140</sup> sledovat i v případě předem určené strategie.<sup>141</sup> Zetzsche pro odlišení individuálního a kolektivního investování uvádí zjednodušený příklad v případě řešení úpadkové situace obchodního modelu, který naplňuje znaky společného investování. V případě společného investování dochází ke smíchání shromážděného majetku, který investor následně nemůže získat zpět, ani jej nemůže oddělit od konkurzní podstaty fondu. Každý investor sdílí stejný osud jako ostatní investoři.<sup>142</sup>

Reálným příkladem, který je zajímavý pro znak společného investování, je posuzování obchodní model v již zmiňované kauze Investown.<sup>143144</sup> Dle skutkových zjištění ČNB delikvent nabízel veřejnosti možnost společně s dalšími investory investovat prostřednictvím internetové platformy do nemovitostí. Investoři však nemuseli poskytovat investice v hodnotě jimi vybrané nemovitosti. Podstatou této platformy bylo umožnit investovat i velmi malé částky. ČNB posoudila tento obchodní model jako pokoutný fond kolektivního investování dle § 98 ZISIF a uložila delikventovi pokutu ve výši 1.000.000 Kč. Obchodní model delikventa byl nastaven tak, že delikvent uzavíral úvěrové smlouvy se svojí dceřinou společností. Předmět těchto smluv spočíval v závazku delikventa poskytnout dceřiné společnosti úvěr za účelem financování koupě a pokrytí akvizičních nákladů spojených s koupí nemovitosti. Dceřiná společnost jako vlastník koupených i případně zrekonstruovaných nemovitostí se zavázala maximalizovat měsíční výnos z těchto nemovitostí v podobě nájemného. Toto nájemné pak mělo být plnění, které delikvent od dceřiné společnosti měsíčně přijímal jako úvěrovou splátku případně poníženou o účelné náklady spojené se správou nemovitosti. Toto nájemné nebylo pevně stanoveno a jeho výše se odvíjela čistě od schopnosti dceřiné společnosti nemovitosti pronajímat za co nejvyšší možnou částku. Rovněž se dceřiná společnost zavázala na výzvu splatit jistinu spolu s úrokem z jistiny. Následně delikvent uzavíral participační smlouvy s investory, kteří měli možnost se podílet na konkrétních nemovitostních projektech dle svého

---

<sup>140</sup> ZKPT vyžaduje licenci obchodníka s cennými papíry dle § 5 odst. 1 ZKPT. Blíže k rozlišení veřejnoprávního oprávnění u společného a individuálního investování viz. HOBZA, Martin; MAZANEC, Luboš. *Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním*. Bulletin advokacie. Praha: Česká advokátní komora, roč. 2020, č. 7-8, s. 32-36.

<sup>141</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-10-01] Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním, dostupné z: <https://www.enb.cz/cs/dohled-financi-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>, s. 2.

<sup>142</sup> ZETZSCHE, Dirk; PREINER, Christina D. IN ZETZSCHE, Dirk a kol.. *The Alternative Investment Fund Managers Directive*. Third edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2020. 1001 s. ISBN 978-94-035-0910-5, s 28.

<sup>143</sup> Rozhodnutí ČNB ze dne 5. 10. 2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. 2021/246/573.

<sup>144</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 1. 2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. 2021/246/573.

výběru, resp. na uzavřených úvěrových smlouvách. Vybrané peněžní prostředky však nebyly užity pro nákup, příp. i rekonstrukci investorem vybraného projektu. Ty již byly za financované z předchozích zdrojů. Vybrané prostředky od konkrétního investora pak byly použity pro následující nemovitostní projekty spravované dceřinou společností. Každému investorovi však náležel výnos z jeho konkrétní vybrané nemovitosti, a nikoliv z té, do které byly prostředky reálně investovány. Delikvent vybíral od investorů peněžní prostředky ve vyšším objemu, než byla jistina konkrétního úvěru poskytnutého dceřiné společnosti. Rozdíl mezi jistinou a vybranou částkou od investorů představovala odměnu delikventa. Delikvent se pak následně zavázal měsíčně vyplácet investorům obdržенý výnos z nájemného podle poměru investice jednotlivého investora na celkové výši úvěru plus poměr na splacené jistině. Pro přehlednost, pokud by byla celková výše úvěru na financování nemovitosti 1.000.000 Kč (jistina 800.000 Kč plus 200.000 Kč odměna pro delikventa) a úrok z výnosu vybraných od dceřiné společnosti by byl 5.000 Kč, vyplýval by z toho pro investora, který se na úvěru na financování nemovitosti podílel částkou 10.000 Kč, výnos 50 Kč.<sup>145</sup>

Byť by se mohlo zdát, že posuzovaný model by mohl naplnit znaky výše vymezeného souběžného investování především z důvodu vytváření několika různých portfolií investorů, ČNB tento obchodní model kvalifikovala jako společné investování. Ačkoliv se jedná o skutečně sporný případ, autor s tímto závěrem souhlasí. Delikvent totiž v rámci svého obchodního modelu nevytvářel individuální portfolia jednotlivých investorů, kde by byl povinen sledovat individuální cíle každého investora, ale vytvářel několik společných poolů/úctů několika investorů, kteří si shodně vybrali nabízenou nemovitost a z nichž jim plynul sdružený výnos.<sup>146</sup>

§ 98 ZISIF upravuje vedle společného investování rovněž investování takto nabytých prostředků. Jak správně upozorňuje Pihera, tato část ustanovení neznamená, že by pod pokoutný fond spadalo již zmíněné souběžné investování, nýbrž toto pokrývá situace, kdy prostředky jsou do obchodního modelu shromážděny odlišnou osobou, než kterou jsou následně investovány.<sup>147</sup> Proces investování je tak dvou či klidně víceetapový. Tento proces delegace

---

<sup>145</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 24-40.

<sup>146</sup> Tamtéž odst. 75: (...) Zároveň na jednom z projektů participovalo vždy více investorů, kteří se tak podíleli na stejném výnosu i ztrátě a podstupovali stejné riziko. (...). Dále Bankovní rada ČNB op. cit. sub 122 odst. 7: „Bankovní rada je toho názoru, že není nutné, aby byly všechny peněžní prostředky všech investorů investovány jako jeden celek. Bankovní rada spatřuje stejně jako správní orgán prvního stupně společné investování v tom, že participace na jednom úvěru se účastnilo více investorů a že na poskytnutí úvěrů byly použity peněžní prostředky shromážděné od více investorů.“

<sup>147</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9, s. 241.



tak nemá žádný vliv na posouzení, zda je naplněn znak společného investování.<sup>148</sup> Výše zmíněný obchodní model, kdy mateřská společnost shromažďovala a až dceřiná společnost prostředky z úvěrů investovala do vybraných nemovitostí, byl přesně příkladem této delegace. ČNB považovala za podstatné, že delikvent (mateřská společnost) nabízel investice svým jménem a na vlastní odpovědnost.<sup>149</sup>

### 3.2. Investiční management třetí osobou

Dalším nutným kritériem je investiční diskrece správce shromážděného majetku. ČNB uvádí, že pokud se všichni investoři zásadním způsobem podílejí na každodenním rozhodování, nejedná se o společné investování ve smyslu ZISIF.<sup>150</sup> Zetzsche nazývá toto kritérium jako investiční management třetí osobou. Investoři sami nesmí shromážděný majetek spravovat a činit investiční rozhodnutí. Škála nepřipustného podílení se investorů na investičním rozhodování se pohybuje od kolektivního rozhodování o investicích (zřejmě myšleno většinovým hlasováním), až po právo investora vetovat investiční rozhodnutí správce. Rovněž Zetzsche považuje za nepřipustné vypracování investičních a výplatních plánů, které jsou natolik detailní, že by se prakticky vylučovala jakákoliv investiční diskrece správce, který by byl povinen pouze slepě sledovat pokyny vymezené v těchto plánech (Zetzsche pojmenovává jako režim autopilota). O investiční management třetí osobou se tedy jedná v případě, pokud je správce nadán investiční pravomocí a ta mu poskytuje dostatečnou investiční volnost. Diskreční pravomoc rozhodování o investicích se však nesmí omezit pouze na otázky netýkající se investic jako například otázek zaměstnaneckých. Podstatné je, aby byla vyloučena investorská samospráva. ESMA k podílení se investorů na investičním rozhodování uvádí pojem „*day to day discretion or control*“ v podobě přímé a průběžné rozhodovací pravomoci nebo spolu ovládání aktiv (ať už je vykonáváno či nikoliv) v provozních záležitostech týkajících se se každodenního spravování aktiv podniku, která podstatně přesahuje rámec běžného rozhodování nebo kontroly prostřednictvím hlasování na valné hromadě akcionářů.<sup>151</sup>

---

<sup>148</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>149</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 59 poslední věta. Více rozebráno v Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 1. 2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. 2021/246/573, bod. 15 – 26.

<sup>150</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 12.

<sup>151</sup> ZETZSCHE, Dirk;PREINER, Christina D. IN ZETZSCHE, Dirk a kol.. *The Alternative Investment Fund Managers Directive*. Third edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2020. 1001 s. ISBN 978-94-035-0910-5, s 29-30. Ve spojení s ESMA [online] 2013, [cit. 2023-10-09]. Obecné pokyny,

ČNB dovozuje, že i v případě, kdy si investoři vybírají ze správce nabídky investic, je stále zachována správce dostatečná míra vlastního uvážení, pokud jsou tyto prostředky investovány společně s prostředky ostatních investorů, kteří si vybrali stejnou investici.<sup>152</sup> Opět nelze nezmínit kauzu Investown, kdy přesně v tomto případě si investoři vybírali, na které nemovitosti se společně s ostatními investory hodlají podílet a přesto dle ČNB byl naplněn znak společného investování a dostatečné investorské diskrece delikventa. Bankovní rada ČNB k tomuto uvedla: „*Ačkoliv si investor mohl vybrat konkrétní úvěr, na kterém chtěl participovat, mohl tak učinit pouze z nabídky, kterou mu předložil účastník řízení. Účastník řízení tak rozhodoval, do jakých aktiv budou shromážděné peněžní prostředky investovány. Investor nemohl poskytnutí úvěru, jakkoliv ovlivnit, když mu pouze bylo umožněno připojit se k již provedené investici. Poté, co se investor rozhodl participovat na konkrétním úvěru, byla správa pohledávky z tohoto úvěru vykonávána výhradně účastníkem řízení, přičemž investor nemohl bez svolení účastníka řízení svoji participaci ukončit. Je evidentní, že investoři neměli v takto nastaveném vztahu možnost volného uvážení či kontroly každodenních záležitostí.*“<sup>153</sup>

### 3.3. Investování na základě určené strategie

Předchozí podkapitola by mohla svádět k dojmu, že aby byl naplněn prvek investiční diskrece správce, je nutná absence investování dle předem určené strategie, která by správce omezovala v jeho investičních rozhodnutích. Je tomu však právě naopak. Její přítomnost je jeden ze základních znaků správce alternativních investičních fondů dle čl. 4 odst. 1 písm. a) bod i) AIFMD. Dle komentářové literatury absence určené strategie způsobuje nemožnost považování určitého obchodního modelu za entitu kolektivního investování.<sup>154</sup> Určená strategie pouze nesmí být tak detailní, aby správce omezovala natolik, aby spadl do režimu autopilota, jak bylo vymezeno v předchozí podkapitole.

Obecně lze určenou strategii považovat za pravidla, jakým způsobem má být shromážděný majetek spravován a jak má být dosaženo investičních cílů. Šovar upozorňuje, že investiční strategii je třeba lišit od pouhé určené strategie. Investiční strategie je totiž zákonný pojem, který se týká jen investičních fondů dle § 93 odst. 3 ZISIF. Určená strategie, která se

---

dostupné

online:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_cs\\_tra.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf), s. 4.

<sup>152</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 15.

<sup>153</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 1. 2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. 2021/246/573, bod 68.

<sup>154</sup> ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 58 a s 316.

týká zařízení dle § 15 ZISIF, a tím i pokoutných fondů dle § 98 ZISIF, však může být obecnější a nemusí splňovat tolik detailní požadavky, jak stanovuje § 93 odst. 3 ZISIF. Toto tvrzení rovněž potvrzuje i bankovní rada ČNB v nejnovějším rozhodnutí v kauze Investown, kde přesně v souladu se Šovarem, právě i v kontextu § 98 ZISIF, uvádí, že je třeba tyto pojmy odlišovat. Při posuzování pokoutného fondu postačí obecnější vymezení pro naplnění znaku investice dle určené strategie a není nutné detailní vymezení investiční strategie dle § 93 odst. 3 ZISIF. V této kauze tak bankovní rada konstatovala, že tvrzení v podobě: „shromážděné prostředky budou investovány do nemovitostí za účelem jejich pronájmu“ je dostatečné vymezení pro naplnění znaku investování dle určité strategie dle § 98 ZISIF.<sup>155</sup>

Králík však zmiňuje, že strategie musí být určena dostatečně konkrétně (dle Zetzscheho ne však natolik, aby se jednalo o režim autopilota viz. výše) a správce nesmí mít nelimitovanou diskreci investičního rozhodnutí. Dle Králíka nepostačí ani příliš obecné určení strategie (jako například nabývání majetkových účastí na právnických osobách a jejich následný prodej se ziskem).<sup>156</sup> S tímto tvrzením lze jistě souhlasit v kontextu zařízení dle § 15 ZISIF. Dle názoru autora však nelze toto pravidlo vztahovat na pokoutný fond dle § 98 ZISIF. Jak bude níže rozebráno, autor má totiž za to, že případná absence určité strategie by neznamena vyhnutí se působnosti § 98 ZISIF. Resp. pokud je správci ponechána úplná diskrece v investičním rozhodování, může i takovýto model naplnit znaky pokoutného fondu dle § 98 ZISIF.

Je pravdou, že ČNB ve svém posledním stanovisku na několika místech nutnost určené strategie zmiňuje.<sup>157</sup> Nicméně jak již v roce 2017 upozorňuje Pihera, ESMA znak předem určité strategie poněkud zpochybňuje.<sup>158</sup> ESMA totiž v odst. 22 Obecných pokynů k AIFMD vymezuje: „*Ponechání zcela volného uvážení při přijímání investičních rozhodnutí právnické osobě, která podnik spravuje, by nemělo být používáno jako způsob k obejití ustanovení směrnice o správcích alternativních investičních fondů.*“ Zetzsche si tento odstavec vykládá tak, že nelze mít za to, že když správce není vázán žádnými investičními pokyny (tzv. blind pools nebo black boxes), pak se obchodní model vyhne působnosti ustanovení směrnice AIFMD, jejichž účelem je ochrana investorů. Z tohoto důvodu je třeba vykládat

---

<sup>155</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 1. 2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. 2021/246/573, bod 53.

<sup>156</sup> KRÁLÍK, Aleš. Správa srovnatelná s obhospodařováním. § 15. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 58.

<sup>157</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-finančni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-finančního-trhu/RS2022-06/>, bod 12, 13 a 15.

<sup>158</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9. s. 243.

odst. 22 Obecných pokynů ESMA tak, že z důvodu ochrany investorů je třeba přenechání správci zcela volné uvážení při přijímání investičních rozhodnutí považovat za předem určenou strategii.<sup>159</sup> Jak již upozorňoval Pihera<sup>160</sup> a rovněž bankovní rada ČNB v nedávném rozhodnutí Investown, nutnost určité strategie pro posouzení, že se jedná o pokoutný fond dle § 98 ZISIF, je obvykle dovozována z ustanovení § 15 odst. 1 ZISIF, když ustanovení § 98 ZISIF takovou podmínku nestanovuje. Z tohoto důvodu dle názoru autora je třeba § 98 ZISIF vykládat v souladu se základními znaky zařízení dle § 15 ZISIF a tím i v souladu se směrnicí AIFMD, a tedy i v souladu se zmíněnými Obecnými pokyny ESMA k AIFMD. S ohledem na to, že není pochybnost o tom, že § 98 ZISIF je ustanovení, jehož účelem je ochrana investorů, uplatní se na něj i odst. 22 Obecných pokynů ESMA.<sup>161</sup> Jinými slovy, aby obchodní model mohl být považován za pokoutný fond dle § 98 ZISIF, není dle názoru autora nutné, aby byla předem vymezena investiční strategie takového obchodního modelu, resp. i v případě, pokud je správci ponechána úplná diskrece investičního rozhodování, mělo by toto být považováno za naplnění znaků investování dle určité strategie a tím naplnění jednoho ze znaků pokoutného fondu dle § 98 ZISIF.

#### **4. Závislost návratnosti investice i zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány**

Předposledním znakem skutkové podstaty pokoutného fondu kolektivního investování je závislost návratnosti investice i zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány. I tento znak byl z hlediska výkladu považován za velmi problematický. Pravděpodobně i z tohoto důvodu mu ČNB ve svém stanovisku o pokoutném fondu věnuje největší pozornost. Toto detailní vymezení zřejmě reaguje na rozpory, které historicky existovaly mezi odbornou veřejností a rozhodovací praxí ohledně tohoto pojmu, jejichž připomenutí si bere tato kapitola za úkol. Samozřejmě s velmi rychlým vývojem

---

<sup>159</sup> ZETZSCHE, Dirk; PREINER, Christina D. IN ZETZSCHE, Dirk a kol.. *The Alternative Investment Fund Managers Directive*. Third edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2020. S. 1001 ISBN 978-94-035-0910-5, s. 38-39.

<sup>160</sup> „Lze tedy uzavřít, že § 98 ZISIF i § 15 ZISIF vycházejí ze shodné koncepce investičního fondu a v jejich vymezení předmětu regulace není jiný materiální rozdíl než znak „veřejnosti“ požadovaný v § 98 ZISIF.“ IN PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9., s. 242.

<sup>161</sup> ESMA [online] 2013, [cit. 2023-10-09], Obecné pokyny, dostupné online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_cs\\_tra.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf) s.7. K účelu normy §98 ZISIF viz. Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 1. 2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. 2021/246/573, odst. 128.

finančního trhu se však v současnosti objevují i nové výkladové výzvy, které bohužel toto stanovisko opomíjí.

#### 4.1. Tržní vs kreditní riziko

ČNB a rovněž odborná veřejnost uvádí, že aby byl naplněn znak vymezovaný v této kapitole, je nutné, aby návratnost investice i zisku byla vystavena tržnímu riziku.<sup>162</sup> Tržní riziko je podmnožinou finančního rizika. V rámci ekonomické odborné literatury lze nalézt celou řadu různých dělení finančních rizik. Pro tuto práci však postačí dělení Vlachého, který jej dělí na riziko tržní, úvěrové (kreditní) a riziko likvidity.<sup>163</sup> I když se jedná o pojmy ekonomické, a nikoliv právní, pro znak vymezený v této kapitole je jejich odlišení klíčové. Jak již upozorňoval Pihera, ČNB a rovněž soudy v minulosti nesprávně chápaly zásadní rozdíly mezi kreditním a tržním rizikem, což následně vedlo i k nesprávným právním závěrům ohledně posuzování obchodních modelů jako pokoutných fondů.<sup>164</sup>

Vlachý definuje tržní riziko jako: „(...) *pravděpodobnost změny hodnoty podniku, způsobené změnou tržní hodnoty rizikového faktoru.*“<sup>165</sup> Shromážděné prostředky se v rámci kolektivního investování vystavují finančnímu riziku, pokud jsou ohroženy rizikovými faktory, které zpravidla nabývají určitých hodnot, které vyplývají z tržních cen.<sup>166</sup> Finanční riziko lze dělit na riziko: a) úvěrové (vyplývající ze změn tržních úrokových sazeb b) měnové (vyplývající ze změn měnových kurzů c) akciové (plynoucí ze změn cen akcií nebo komodit).<sup>167</sup> V kontextu § 98 ZISIF je závislost návratnosti a zisku tedy zachována, pokud se odvíjí od tržní hodnoty podkladového aktiva, do kterého byly prostředky investovány.

Kreditní riziko však spočívá v pravděpodobnosti změny hodnoty shromážděných prostředků způsobené tím, zda protistrana splní nebo nesplní svůj závazek. Závislost návratnosti a zisku je tak závislá na objektivním jednání jiného subjektu. Je tak závislá na schopnosti a ochotě protistrany splatit svůj dluh.<sup>168</sup>

---

<sup>162</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 19.

<sup>163</sup> VLACHÝ, Jan. *Řízení finančních rizik*. Eupress. Praha: Vysoká škola finanční a správní, c2006. ISBN 80-86754-56-1, s 17-20.

<sup>164</sup> Srov. PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9. s. 246.

<sup>165</sup> VLACHÝ, Jan. *Řízení finančních rizik*. Eupress. Praha: Vysoká škola finanční a správní, c2006. ISBN 80-86754-56-1, s 17-20.s. 19.

<sup>166</sup> Vlastní konstrukce na základě VLACHÝ, Jan. *Řízení finančních rizik*. Eupress. Praha: Vysoká škola finanční a správní, c2006. ISBN 80-86754-56-1, s .19.

<sup>167</sup> Tamtéž.

<sup>168</sup> Vlastní pojetí na základě VLACHÝ, Jan. *Řízení finančních rizik*. Eupress. Praha: Vysoká škola finanční a správní, c2006. ISBN 80-86754-56-1, s. 20.

Aby mohl být obchodní model posouzen jako pokoutný fond kolektivního investování, vyžaduje se, aby investoři, jejichž prostředky jsou správcem shromažďovány, byli vystaveni pouze riziku tržnímu. ČNB uvádí, že nelze na obchodní model nahlížet jako na pokoutný fond dle § 98 ZISIF, pokud není vůbec dáno alespoň částečné tržní riziko ztráty investice. Pokud totiž investor nepřijímá tržní riziko, neexistuje nutná vazba (závislost) mezi výnosem investora a hospodářskými výsledky správy jeho investice, resp. výkonností majetku, do kterého bylo investováno.<sup>169</sup>

#### 4.2. Výkladové rozpory

Mezi ČNB i správním soudnictvím na jedné straně a odbornou doktrínou na straně druhé, vznikl výkladový spor u posouzení tržního rizika v situaci, kdy dochází k shromažďování prostředků do obchodního modelu prostřednictvím například dluhopisu s fixním výnosem či prostřednictvím úvěru nebo zápůjčky se sjednaným fixním úrokem, pokud tyto shromážděné prostředky budou následně investovány do nějakého aktiva (např. cenných papírů nebo nemovitostí apod.) a takto shromážděné prostředky budou přesahovat míru vlastních zdrojů shromažďovatele.

Tento spor započal sadou velmi kontroverzních rozhodnutí v kauze *Woman & Man Exclusive*.<sup>170</sup> Další kontroverzní rozhodnutí (tentokrát pouze ČNB) se týkalo kauzy *Arca Bohemia*<sup>171</sup> a kauzy *Mgr. Vojtěch Hířeš*<sup>172</sup>. Tato rozhodnutí byla v rozporu se závěry odborné doktríny.<sup>173</sup>

V kauze *Woman & Man Exclusive* byl posuzovaný obchodní model postaven na principu uzavírání úvěrových smluv třech kategorií, kdy veřejnost byla v postavení věřitelů a každý z druhů těchto smluv nabízel odlišný, avšak fixní výnos. Prostředky, které byly v tomto obchodním modelu shromážděny, měly být následně investovány například na kapitálovém

---

<sup>169</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 19.

<sup>170</sup> Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 31. 12. 2013, č. j. 6 Ca 154/2009-46, kterým docházelo k přezkumu rozhodnutí bankovní rady ČNB ze dne 26. 3. 2009, č. j. 2009/886/110, kterým byl zamítnut jeho rozklad proti rozhodnutí ČNB ze dne 12. 12. 2008, č. j. 2008/14072/570. U posledních dvou rozhodnutích není bohužel zveřejněno odůvodnění, a proto je třeba vycházet z prvního rozhodnutí.

<sup>171</sup> Rozhodnutí ČNB ze dne 4. 11. 2016, č. j. 2016/128548/570.

<sup>172</sup> Rozhodnutí ČNB ze dne 22. 12. 2014, č. j. 2014/75470/570 a rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 5. 3. 2015, č. j. 2015/25499/110.

<sup>173</sup> ŠOVAR, Jan, Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 331. Také SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil; CUNÍK, Tomáš. *Základní ustanovení, § 2 IN SMUTNÝ, Aleš a kol. Zákon o bankách: komentář*. 2. vydání. Beckovy komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2019. S. 843, ISBN 9788074007644. s. 113. a především Srov. PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9., s. 245-246.

nebo nemovitostním trhu.<sup>174</sup> Takto nastavený obchodní model podle ČNB (a následně i bankovní rady ČNB) porušoval zákaz shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti za účelem jejich společného investování a zákaz investování takto nabytých peněžních prostředků ještě dle předchozí úpravy dle § 2a odst. 1 ZKI. Tato rozhodnutí byla následně přezkoumávána správním soudem, který závěrům správního orgánu přisvědčil.<sup>175</sup> Hlavními argumenty ČNB byly, že byt' byl stanoven fixní výnos a neexistovala žádná oprávnění delikventa anulovat vyplacení jistiny v případě neúspěšnosti provedených investic, přesto dle ČNB nebylo vyplacení fixního výnosu možné, pokud by výnosy z investic nedosahovaly alespoň obdobné výše cizích zdrojů. Bankovní rada ČNB v rozhodnutí o rozkladu následně doplnila tuto argumentaci následovně: „(...) závislost návratnosti investice a výnosu nevyplývá ze smluvní dokumentace, ale i z ekonomické situace činnosti osoby, která prostředky od veřejnosti shromažďuje (...)“<sup>176</sup> Jelikož delikvent disponoval pouze zhruba 0,4 % vlastního kapitálu a zbytek představovaly cizí zdroje, měl správní orgán za to, že toto prokazuje, že delikvent není schopen zaručit návratnost shromážděných prostředků ze svého majetku, ale pouze z výnosu investic, které ze shromážděných prostředků realizoval a tím tedy dochází k vystavení klientů tržnímu riziku a tedy k závislosti návratnosti a výnosu.<sup>177</sup>

Obdobně ČNB argumentovala v kauze Arca Bohemia, kdy zamítla schválení prospektu dluhopisů, a to z důvodu, že činnost popsaná v tomto prospektu by dle ČNB mohla naplňovat znaky pokoutného fondu dle § 98 ZISIF. ČNB v tomto rozhodnutí shodně s výše zmíněnými rozhodnutími uvedla: „(...) je třeba přihlédnout k tomu, že i v případě emise dluhopisů s pevným výnosem může dojít k přenosu rizika obchodování dlužníka na věřitele. Jakkoliv jde z formálního hlediska o nástroje s pevným výnosem, z materiálního pojetí není investorova expozice nezávislá na hospodářských výsledcích emitenta/dlužníka. Průběh této závislosti i interval, v rámci kterého se případná výše výnosů nebo ztrát materializuje, jsou samozřejmě odlišné od obdobných veličin v případě kapitálové účasti. Nicméně i v případě dluhopisů platí, že v případě hospodářských neúspěchů emitenta/dlužníka hrozí investorovi restrukturalizace jeho pohledávky a v horším případě i úpadek emitenta/dlužníka a z něho vyplývající ztráta (části) investice. Míra závislosti tedy v případě dluhopisů není tak bezprostřední jako v případě kapitálových účastí, úplné popření vazby však z materiálního hlediska není možné.“ Dále se ČNB odkazuje na ekonomickou situaci účastníka řízení a opět odkazuje na to, že účastník řízení

---

<sup>174</sup> Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 31. 12. 2013, č. j. 6 Ca 154/2009-46, s 8.

<sup>175</sup> Tamtéž.

<sup>176</sup> Tamtéž s 14.

<sup>177</sup> Tamtéž.

nebude schopen splatit dluhopisy jinak než zpeněžením majetku, do kterého budou shromážděné prostředky investovány.<sup>178</sup>

Krátce lze jen zmínit i rozhodnutí v kauze Mgr. Vojtěch Hířeš správce majetku a Opavské ekonomické centrum finanční poradenství, ve kterém došlo ze strany ČNB i bankovní rady ČNB ke kvalifikaci obchodního modelu jako pokoutného fondu dle § 98 ZISIF, kdy ke shromažďování mělo docházet prostřednictvím smluv o zápůjčkách. Bližší odůvodnění však bohužel ČNB nezveřejnila a nelze tak podrobně tento případ zkoumat.<sup>179</sup>

Pihera ke zmíněnému rozhodnutí *Woman & Man Exclusive* uvádí: „*Riziko návratnosti půjčky nemůže být směřováno se společným investováním do určitého aktiva. V daném případě absentuje základní znak sdíleného výnosu.*“<sup>180</sup> Pokud se krátce vrátíme k předchozí kapitole, pak v ní bylo stanoveno, že společné investování je naplněno, pokud dochází k investování shromážděných prostředků do aktiv ve prospěch investorů. Shromažďovatel musí sledovat kolektivní cíl všech investorů. Riziko návratnosti půjčky však v tomto nespočívá. Výše pohledávky věřitele/vlastníka cenného papíru nesleduje osud investičního výkonu shromažďovatele. Věřitel/vlastník cenného papíru tak může po shromažďovateli nárokovat stejnou jistinu a předem sjednaný fixní výnos, ať se vlastní kapitál shromažďovatele v důsledku investic zhodnotí nebo zchudne.<sup>181</sup> Věřitel/vlastník cenného papíru je vystaven pouze kreditnímu riziku, a to se odvíjí od celé řady faktorů, avšak nikoliv, že by bylo přímo odvislé od hospodářské situace dlužníka. Pihera přímo míní: „*Věřitelé na riziku investice neparticipují; riziko jejího neúspěchu nesou pouze zprostředkovaně, právě prostřednictvím kreditního rizika dlužníka.*“<sup>182</sup>

Byť je nepopíratelné, že takový typ úvěrového financování je pro věřitele vysoce rizikový a že existuje vysoká závislost mezi úspěšností investiční strategie a splacením zapůjčených peněžních prostředků, nelze si však nevšimnout, že argumentační logika správního soudu by prakticky vylučovala každé rizikové úvěrové financování.<sup>183</sup> Pihera pro pochopení nesprávnosti tohoto výkladu opírá své závěry o absurdní situaci, kdy pokud by byl poskytován úvěr subjektu, který má v úmyslu tyto prostředky investovat do rizikových cenných papírů a nemá dostatečné vlastní zdroje pro jejich úhradu a vzápětí by v průběhu tohoto úvěrového

---

<sup>178</sup> Srov. rozhodnutí ČNB ze dne 4. 11. 2016, č. j. 2016/128548/570., bod 16.

<sup>179</sup> Rozhodnutí ČNB ze dne 22. 12. 2014, č.j. 2014/75470/570 a rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 5. 3. 2015, č.j. 2015/25499/110.

<sup>180</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9., s. 246.

<sup>181</sup> Obdobně tamtéž.

<sup>182</sup> Tamtéž.

<sup>183</sup> Tamtéž.



vztahu nabyt nový majetek (např. dědictvím). V takovém případě by byl logikou správního soudu na počátku úvěrového vztahu investičním fondem a v momentu, kdy by nové prostředky schopné uhradit takový úvěr nabyt, pak závislost návratnosti investice či zisku by dána náhle nebyla a investičním fondem by nebyl.<sup>184</sup>

V současnosti lze již poněkud bezpečně říci, že ČNB se konečně přiklonila na stranu odborné doktríny a již správně odlišuje kreditní a tržní riziko v rámci přítomnosti fixních výnosů a absence možnosti anulovat splacení jistiny v závislosti na neúspěchu investice aktiva, do kterého byly prostředky investovány. Jak bude dále vymezeno, dle názoru autora lze mít i za to, že tržní riziko již ČNB nespatřuje ani v případě, kdy jsou prostředky shromažďovány za účelem investic do aktiv, kdy cizí zdroje převyšují vlastní kapitál shromažďovatele.

ČNB ve svém posledním stanovisku vysvětluje rozdíl mezi formální a materiální závislostí návratnosti investice i zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku. Formální závislost spočívá v tom, jakým způsobem je nastavena formální dokumentace obchodního modelu. Materiální závislost se posuzuje dle skutečné ekonomické analýzy obchodního modelu a dle způsobu, jak jsou informace o obchodním modelu prezentovány navenek investorům. Podstatou tohoto rozlišení je, zda správce obchodního modelu pouze formálními prostředky nezastírá materiální závislost. Jako příklad ČNB uvádí emisi dluhopisů sice s fixním výnosem (tedy nezávislostí na kolísání hodnoty investice), ale se současnou deklarácí shromažďovatele, že lze vyplatit i mimořádný výnos, pokud se podaří dosáhnout určitých finančních výsledků. Rovněž se jedná i o případ, kdy by naopak náleželo shromažďovateli právo výnos snížit nebo anulovat při nepříznivém hospodářském výsledku, pokud by se hospodářská situace z nezanedbatelné části posuzovala dle hodnoty aktiv, do kterých byly prostředky získané z emise dluhopisů investovány. O zakrytí materiální závislosti se rovněž dle ČNB jedná v případě, pokud je ze strany emitenta deklarováno, že lze vyplatit i další výnos dle úspěšnosti jeho investiční strategie.<sup>185</sup>

ČNB v tomto stanovisku explicitně stanovuje, že v případě konstantě určeného fixního úrokového výnosu při využití dluhopisů nebo úvěru či zápůjčce, se nebude jednat o pokoutný fond dle § 98 ZISIF, pokud je investor srozuměn pouze s tímto fixním výnosem a je zatížen pouze kreditním rizikem. Dále v souladu s odbornou doktrínou zmiňuje, že se však může jednat

---

<sup>184</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9., s. 246.

<sup>185</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod. 20-21.

o případy zákazu přijímání vkladů od veřejnosti, tzv. černá banka.<sup>186</sup> Nevyjadřuje se však k situaci, kdy jsou shromážděné prostředky následně investovány do investičních aktiv a kdy tyto shromážděné prostředky představují většinu finančních zdrojů shromáždovatele. V rámci výše zmíněných rozhodnutí se ČNB i správní soud dovolávali právě toho, že v těchto situacích dochází k zastření materiální závislosti formální fixní dokumentací.<sup>187</sup> ČNB však v rozebíraném stanovisku tento případ, jako příklad zastřené materiální závislosti formální nezávislostí, neuvádí.<sup>188</sup> Autor nemá za to, že by ČNB tento model z výčtu vynechala, pokud by ho mezi tržní riziko stále řadila. Především s ohledem na tak odborně známý a odbornou doktrínou vzpomínaný případ. Lze tak téměř bezpečně říci, že v současném pojetí pokoutného fondu dle § 98 ZISIF lze dle současného výkladu ČNB výše zmíněné případy konečně vyloučit.

### 4.3. Proměnlivý výnos automaticky nezakládá znak pokoutného fondu

ČNB dále upozorňuje, že i v případě emise dluhopisů, pokud nebude výnos vymezen pevnou úrokovou sazbou, může být znak závislosti naplněn.<sup>189</sup> Proměnlivý výnos však sám o sobě pokoutnost obchodního modelu nezakládá. Je totiž nutné, aby proměnlivost výnosu vyplývala z hodnoty podkladové investice. ČNB tak vylučuje případ tzv. AT1 nástrojů (např. věcných dluhových nástrojů) bankou.<sup>190</sup> Dle čl. 52 odst. 1 písm. l) bod iii) CRR: „*ustanovení jimiž se nástroje řídí, dávají instituci možnost dle vlastního uvážení kdykoliv na neomezenou dobu a na nekumulativním základě zrušit rozdělení výnosů (...)*.“<sup>191</sup> ČNB tímto příkladem odkazuje na kapitálové nástroje AT1 neboli „additional Tier 1 Bonds.“ Jedná se o nástroje vymezené dle čl. 51- 55 nařízení CRR. Tyto tzv. hybridní kapitálové nástroje jsou v současné chvíli negativně spojovány s nedávným úpadkem bankovního giganta Credit Suisse.<sup>192</sup>

---

<sup>186</sup> Viz například ŠOVAR, Jan, Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 331. Rovněž SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil; CUNÍK, Tomáš. *Základní ustanovení, § 2* IN SMUTNÝ, Aleš a kol. *Zákon o bankách: komentář*. 2. vydání. Beckovy komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2019. S. 843, ISBN 9788074007644., s. 113.

<sup>187</sup> V případě Woman & Man Exclusive úvěrovými smlouvami, v případě Arca Bohemia dluhopisy.

<sup>188</sup> Srov. Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 21.

<sup>189</sup> ČNB ve svém stanovisku odkazuje na § 16 písm. b) – d) z. č. 190/2004 Sb. o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, který stanovuje, že výnos z dluhopisu nemusí být stanoven jen pevnou úrokovou mírou, ale rovněž i například navázání úrokové sazby na sazby finančních indexů, měnových kurzů apod.

<sup>190</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 22.

<sup>191</sup> Tamtéž pozn. pod čarou 12.

<sup>192</sup> Viz například: HALE, Thomas, *Additional tier 1 bonds: the wiped-out dept at centre of Credit Suisse takeover*. FINANCIAL TIMES [online]. 2023. [cit. 2023-11-15]. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/47168c08-f09e-4ddb-905f-3c368c4f2b05>. Dále COOPER, Amanda; RANASINGHE, Dhara. *Explainer: What are AT1 bonds and why are Credit Suisse wiped out?* REUTERS. [online]. 2023. [cit. 2023-11-15]. Dostupné z:

Specifikem těchto nástrojů je, že zpravidla nabízejí velice zajímavé výnosy, nicméně jejich protikladem je vysoká rizikovitost splacení.<sup>193</sup> Tyto nástroje jsou tzv. perpetuitní a není u nich specifikována splatnost. Vlastníkům těchto nástrojů, tak náleží pravidelný výnos do doby, než dojde ze strany banky k jejich odkupu. Banka jako emitent může odkupovat tyto nástroje po uplynutí 5 let od jejich vydání na základě souhlasu ČNB, avšak v případě vyhovujícího kapitálového stavu banky. V případě nevyhovujícího kapitálového stavu má dokonce banka povinnost transformovat AT1 na nástroje tzv. kmenového kapitálu tier 1 nebo účetně snížit jejich jistinu.<sup>194</sup> Vlastníci těchto nástrojů by v těchto případech na návratnost svých prostředků neměli nárok a nevyplacení těchto výnosů není porušením povinnosti bankou.<sup>195</sup> Podstata těchto nástrojů právě spočívá v tom, že nevyplacení jistiny není porušením povinnosti bankou. Z těchto důvodů jsou právě jejich vlastníci za podstupování tak velkého rizika odměňováni tolik vysokými výnosy. K obdobné situaci právě došlo i ve zmíněné kauze Credit Suisse, která nabízela výnos až 10 %, investoři však zřejmě o své vstupní investice přišli.<sup>196</sup> ČNB uvádí, že v těchto případech se proměnlivost návratnosti a výnosu však neodvíjí od podkladových investic, které shromažďovatel učinil, ale závisí na celkovém hospodářském výsledku takového obchodního modelu, v tomto příkladu banky. Nelze mít tak za to, že u AT1 nástrojů tento typ proměnlivosti výnosu a možnosti i anulování návratnosti prostředků by mohl naplnit znak závislosti dle § 98 ZISIF.<sup>197</sup>

---

<https://www.reuters.com/markets/why-markets-are-uproar-over-risky-bank-bond-known-at1-2023-03-24/>.

Rovněž WALKER; Owen; CLARFELT, Harriet, *UBS sounds out investors over first AT1 sale since Credit Suisse rescue* FINANCIAL TIMES. [online]. 2023. [cit-2023-11-15]. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/c356ac07-86ba-4c0b-b73b-24fd5b7b33af>.

<sup>193</sup> PARTINGTON, Richard. *What are AT1 bank bonds – and why are Credit Suisse’s wiped out?* THE GUARDIAN. [online]. [cit-2023-11-12]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/business/2023/mar/20/at1-bank-bonds-credit-suisse-bondholders-cocos>.

<sup>194</sup> DŘEVÍNEK, Petr, Opatření k nápravě § 16 IN LIŠKA, Petr; DŘEVÍNEK, Karel; ELEK, Štefan; KOTÁB, Petr, RÝDL, Tomáš. *Zákon o bankách: komentář*. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). Praha: Wolters Kluwer, 2016, 668 s. ISBN 978-80-7552-385-3, s. 319-320. Blíže ke kapitálovým náležitostem banky viz. například: ELEK, Štefan, *Kombinovaná kapitálová rezerva, § 12m* IN LIŠKA, Petr; DŘEVÍNEK, Karel; ELEK, Štefan; KOTÁB, Petr; RÝDL, Tomáš. *Zákon o bankách: komentář*. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). Praha: Wolters Kluwer, 2016., 668 s. ISBN 978-80-7552-385-3, s. 178-181. Dále pak srov. SÝKORA, Pavel, *Provozní požadavky, § 12m, Opatření k nápravě, § 26* IN SMUTNÝ, Aleš a kol.. *Zákon o bankách: komentář*. 2. vydání. Beckovy komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2019. S. 843 ISBN 9788074007644., s. 365-366, s. 522-524, s. 533-534.

<sup>195</sup> čl. 52 odst. 1 písm. l) bod (iv) CRR.

<sup>196</sup> Uvádí například HALE, Thomas. *Additional tier 1 bonds: the wiped-out dept at centre of Credit Suisse takeover*. FINANCIAL TIMES [online]. 2023. [cit-2023-11-15]. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/47168c08-f09e-4ddb-905f-3c368c4f2b05>.

<sup>197</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] *Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF)*. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod. 22, pozn. pod čarou 12.

#### 4.4. Závislost v případě takto nabytých prostředků

I v souvislosti se závislostí návratností a zisku investic je třeba zmínit, že se pokoutný fond vztahuje vedle společného investování i na takto shromážděné prostředky.<sup>198</sup> Jedná se o případy tzv. delegace již zmíněné v předchozí kapitole. I v těchto situacích může dojít k naplnění znaku závislosti, pokud je tržní riziko alespoň nepřímé, tj. zprostředkované prostřednictvím několika mezičlánků. ČNB uvádí příklad, kdy investor participuje na úvěrech, které jsou poskytovány třetím osobám a návratnost a zisk poskytnutých prostředků se odvíjí od úspěšnosti aktiv, do kterých tato třetí osoba investuje. V praxi se v těchto případech lze sejít s investováním prostřednictvím participačních platform.<sup>199</sup> U tohoto příkladu nelze opět nezmínit platformu, prostřednictvím které byl provozován obchodní model v kauze Investown. Mateřská společnost uzavírala úvěrové smlouvy s dceřinou společností, na základě kterých byl sice sjednán fixní úrok, ale výnosy náležející investorům se odvíjely od vybraného nájemného. Navíc samotnou nabídku nemovitostí mohla ovlivňovat mateřská společnost (viz. předchozí kapitola). Spornou otázkou však je, jakým způsobem si vykládat stanovisko ČNB: „*Upozornění na rizika investic do alternativních investičních produktů (tokeny, participace)*“ ze dne 3. 12. 2021. V tomto stanovisku ČNB totiž uvádí, že pod dohled ČNB nespadají investice do participací na úvěrech, jejichž výnos se odvozuje z nájmu úvěrovaných nemovitostí.<sup>200</sup> V kauze Investown se však přesně o takový obchodní model jednalo a je tedy otázkou, jaké obchodní modely, které pod dohled nespadají, byly ČNB míněny. ČNB, která byla v tomto přestupkovém řízení účastníkem řízení, byla na toto stanovisko upozorněna, nicméně ČNB, resp. bankovní rada ČNB, se k tomuto stanovisku vůbec nevyjádřila.<sup>201</sup> ČNB však tímto mohla prakticky demonstrovat, jak si zmíněné stanovisko vykládat. Obchodní modely založené na participacích na úvěrech jsou tedy v současné době v poněkud nejistém právním prostředí, které de lege ferenda by bylo jistě třeba od ČNB lépe vymezit.

---

<sup>198</sup> § 98 odst. 1 ZISIF: „*Zakazuje se shromažďovat, jakož i pokusit se shromažďovat, peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od veřejnosti za účelem jejich společného investování nebo investování takto nabytých peněžních prostředků (...)*.“

<sup>199</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, odst. 24.

<sup>200</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-11-15] Upozornění na rizika investic do alternativních investičních produktů (tokeny, participace). Dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/upozorneni-pro-verejnost/Upozorneni-na-rizika-investic-do-alternativnich-investicnich-produktu-tokeny-participace/>.

<sup>201</sup> Srov. Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 1. 2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. 2021/246/573, bod 104.

## 5. Posuzovaný model nespadá do výjimky § 2 písm. a) ZISIF

Poslední podmínkou, aby byl naplněn znak pokoutného fondu kolektivního investování dle § 98 ZISIF je, aby posuzovaný model spadal do působnosti tohoto ustanovení. Ustanovení § 98 odst. 3 ZISIF vyčleňuje z působnosti této skutkové podstaty obchodní modely, které byt by naplňovaly znaky vymezené v předchozích kapitolách, nebudou posouzeny jako pokoutný fond. Jedná se o modely spočívající ve shromažďování prostředků, jejichž hlavním účelem je financování vlastní výroby, obchodu, výzkumu nebo poskytování vlastních služeb, jiných než finančních, a na další správu takto shromážděných prostředků nebo majetku nabytého za tyto prostředky.<sup>202</sup> Na druhou stranu jiné modely pokoutnými fondy býti mohou, byť stejně jako u prvního příkladu se na ně ustanovení ZISIF obecně vztahuje pouze, pokud tak stanoví zákon.<sup>203</sup> Aby bylo možné pochopit působnost § 98 ZISIF, je zapotřebí pochopit působnost ZISIF obecně. ZISIF jí vymezuje v ustanoveních § 2 – 4 ZISIF. Ustanovení § 4 ZISIF vymezuje místní působnost a ostatní zmíněné ustanovení se zabývají působností věcnou. Zatímco u místní působnosti je legislativní úprava v celku jasně vymezena, rozpoznání věcné působnosti u některých činností může být v častých případech velmi obtížné, a proto se tato kapitola pokusí o jejich bližší vymezení.

### 5.1. Činnosti vyčleněny z působnosti § 98 ZISIF

Činnost, na které § 98 ZISIF nedopadá, lze dělit do dvou skupin. První skupinu představují činnosti, na které se obecně nevztahuje celý ZISIF, a tedy ani ustanovení § 98 odst. 1 ZISIF a tím pádem ani § 99 ZISIF. Jedná se o činnosti, které jsou vymezeny v § 3 ZISIF. Jsou to činnosti, které jsou vykonávány v rámci a) penzijního připojištění se státním příspěvkem, doplňkového penzijního spoření, zaměstnaneckého penzijního pojištění nebo jiného zabezpečení na stáří se spoluúčastí státu nebo jiné veřejnoprávní korporace, b) sociálního zabezpečení a c) pojišťovací činnosti.

Druhou skupinu tvoří činnosti, na které se sice ustanovení ZISIF mohou vztahovat, ale pouze pokud tak stanoví zákon. Jedná se už o zmíněné modely dle § 2 písm. a) ZISIF tedy již jen zkráceně o modely pro financování nebo provozování vlastní obchodní, výrobní nebo podobné činnosti. § 98 odst. 3 ZISIF a ani jiné ustanovení však působnost ustanovení o pokoutném fondu na tyto případy nezakládají. Právě tato zmíněná skupina činí z důvodu své záměrné obecnosti výkladové obtíže a těžko tak lze předvídat rozhodovací praxi správního orgánu s ohledem na sestavování obchodních modelů. Nedávné rozhodnutí ČNB v několika

---

<sup>202</sup> § 2 písm. a) ZISIF.

<sup>203</sup> Viz. § 98 odst. 3 ZISIF.

zmíněné kauze Investown, však přichází s novými vodítky, které mohou pár výkladových mezer objasnit.

### **5.1.1. Financování nebo provozování vlastní obchodní, výrobní nebo podobné činnosti**

Ustanovení § 2 písm. a) ZISIF se prakticky snaží vymezit běžné obchodní korporace či i další podnikatelské struktury od investičních fondů.<sup>204</sup> Tyto činnosti nefinanční povahy ve smyslu § 2 písm. a) ZISIF tvoří dvě skupiny činností. První z nich jsou běžné podnikatelské aktivity, u kterých se shromažďují prostředky pro účel výroby, výzkumu, obchodu nebo poskytování nefinančních služeb či u kterých dochází k financování těchto činností nebo služeb. Druhou skupinu tvoří tzv. self used investments, neboli taková zařízení, kdy činěné investice jsou spotřebovány samotnými členy takového zařízení.<sup>205</sup>

Je však třeba upozornit, že se nesmí jednat o pouhou doplňkovou aktivitu shromažďovatele. Hlavní činností shromažďovatele nesmí být zprostředkování investování pro investory (ve smyslu veřejnosti) s perspektivou generování sdruženého výnosu. Přitom je lhostejné, zda aktiva, do nichž jsou prostředky investovány, mají či nemají finanční povahu.<sup>206</sup> K výrobní činnosti Šovar uvádí, že by se mělo jednat o výrobu výrobků, jejich nákup, prodej, a opravy, jakož i jejich nájem, montáž, seřízení a údržba.<sup>207</sup> Pod shromažďování prostředků za účelem obchodu by se pak mělo mýnit zprostředkování koupě nebo prodeje zboží, jeho pronájem, provádění změn na zboží podle potřeb kupujících, montáž dodávaného zboží a provádění výměny nebo opravy zboží. Pod výzkumnou činností pak teoretické nebo experimentální práce prováděné zejména za účelem získání nových vědomostí o základních principech jevů nebo pozorovatelných skutečnostech, anebo zaměřené na získání nových poznatků a dovedností pro vývoj nových nebo podstatně zdokonalených výrobků, postupů nebo služeb. Pod služby dále řadí obecně činnosti k uspokojování lidských potřeb. Lze sem řadit poskytování oprav a údržby věcí, přeprava osob a zboží, provozování cestovních kanceláří, poskytování ubytování a hostinskou činnost. Zákon však o výše zmíněných činnostech stanovuje, že se musí jednat o činnosti nefinančního typu. Typicky je tím referováno

---

<sup>204</sup> ŠOVAR, Jan, Působnost zákona. § 2. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 9.

<sup>205</sup> Tamtéž s. 10.

<sup>206</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>207</sup> ŠOVAR, Jan, Působnost zákona. § 2. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR), 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 10. ESMA ještě explicitně stanovuje výstavbu nemovitostí srov. ESMA [online] 2013, [cit. 2023-10-09], Obecné pokyny, dostupné online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_cs\\_tra.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf). s.3.

o činnostech bank, pojišťoven, obchodníku s cennými papíry, obhospodařovatelů investičních fondů nebo poskytování platebních služeb.<sup>208</sup>

Jak již bylo výše stanoveno, v některých případech je velmi obtížné odlišit, zda skutečně obchodní model spadá pod výše vymezené výjimky, či zda u nich bude působnost ustanovení vymezující pokoutný fond dána. Na toto poukazoval již v roce 2017 Pihera, který považoval za problematické toto rozpoznaní především u výše vymezených výrobních činnostech.

Určitá nová vodítka výkladu nám opět nabízí několikrát vzpomínaná rozhodnutí v kauze Investown (pro připomenutí obchodního modelu v této kauze viz. podkapitola 3.1 „*Kolektivní správa majetku*“). Účastník řízení se v rámci přestupkového řízení hájil tím, že právě jeho činnost spadá pod výjimku ustanovení § 2 písm. a) ZISIF. Dle něj jeho činnost naplnila znaky vlastní výrobní stavební činnosti především z toho důvodu, že pouze nespekuloval nad případným vývojem ceny nemovitostí, ale že činil tzv. „provozně aktivní činnosti“, jelikož jeho aktivita spočívala v: „(...) rozvoji a dlouhodobé správě nemovitostí a zajišťuje celou řadu činností, jako je správa rekonstrukce nemovitostí, údržba a propagace za účelem pronájmu, výběr nájemníků, komunikace s nimi, řešení oprav a problémů s pronájmem. Dále jsou zajišťovány činnosti jako finanční analýza týkající se nemovitostí na základě stavu, dokumentace historických finančních reportů, kompletní rekonstrukce a přestavba nemovitostí, služby facility management, zajišťování právních služeb týkajících se nemovitostí, pojištění nemovitosti, péče o nájemce.“<sup>209</sup> I přes výše uvedené tvrzení ČNB, a následně i bankovní rada ČNB, neshledala tuto námitku za důvodnou a na tento obchodní model § 2 písm. a) ZISIF neaplikovala. Účastníkem řízení zmiňovaný pojem „provozně aktivní činnost“ vyplývá z německé úpravy § 1 odst. 1 KAGB. Německá úprava s tímto pomocným požadavkem pracuje tak, že v případě, pokud posuzovaná činnost společnosti bude provozně aktivní činností, nebude se jednat o investiční fond. Na tento pomocný požadavek upozorňoval již Pihera, který ho velmi trefně vykládal jako „požadavek přidané hodnoty“. Ten spočívá v kontrastu k pouhé pasivní spekulativní činnosti (nakup-podrž-prodej), která je typická pro investiční fondy.<sup>210</sup> Jeho podstatou je další přidaná aktivní (provozní) činnost shromažďovatele. Tento požadavek přebírá i ve zmíněném rozhodnutí ČNB, nicméně jak bude dále vymezeno, správní orgán na něj klade vysoké nároky a musí se jednat o činnost s vysokou přidanou hodnotou.

---

<sup>208</sup> ŠOVAR, Jan, Působnost zákona. § 2. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 9.

<sup>209</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 46.

<sup>210</sup> PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. Obchodněprávní revue. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9., s. 244.

Jak tedy poznat, kdy se požadavek přidané hodnoty naplní? Právní řád, judikatura a ani stanoviska ČNB žádná vodítka nenabízí. Již Pihera a následně i účastník řízení se tak odkazuje na stanovisko Bafin, které vymezuje, že „(...) provoz nemovitostí (například hotelu nebo pečovatelského zařízení) je třeba považovat za provozní činnost. Jako provozní činnost je třeba chápat i projektový rozvoj (koncepce, koupě, rozvoj nemovitosti a následný prodej takto vzniklé nemovitosti). Dále je třeba za provozní činnosti považovat ‚facility management‘, zprostředkovatelské a oceňovací činnosti nebo finanční poradenství v souvislosti s nákupem nebo prodejem nemovitostí. Naproti tomu pořízení, pronájem, leasing, správa a prodej nemovitostí nepředstavují provozní činnosti.“<sup>211</sup> Bankovní rada ČNB v dané kauze toto stanovisko vysvětluje na rozdílu mezi pronajímáním nemovitosti, kde se o činnost s vysokou přidanou hodnotou nejedná, oproti poskytování ubytovacích služeb. Pronájem je dlouhodobé zajišťování bytových potřeb nájemce, kdy nájemce pokrývá celou řadu činností sám, jako například hrazení nákladu za energie, drobné opravy, běžnou údržbu nemovitostí. Pronajímatelem nejsou nad rámec nezbytných služeb poskytovány služby další. Zatímco ubytovací služby jsou krátkého rázu, za než se sjednává souhrnná cena a poskytovatel realizuje i další služby jako například úklid, výměnu ložního prádla apod.<sup>212</sup>

Správní orgán však z vymezeného stanoviska dovozuje, že činnost účastníka řízení do „provozně aktivní činnosti“ nespádala. Bankovní rada ČNB v tomto rozhodnutí uvádí, že činnost vykonávaná účastníkem řízení spočívala v pouhé renovaci a opravách bytů. Renovace a správa bytů dle jejího názoru spadá pod běžnou správu nemovitostí, která spočívá pouze v tom, aby spravované nemovitosti mohly nadále sloužit svému účelu, nikoliv v jejich rozvoji s vysokou přidanou hodnotou.<sup>213</sup> Je politováníhodné, že správní orgán v daném rozhodnutí více nepopsal činnost účastníka řízení, proto nelze detailně zkoumat, zda by skutečně daná činnost mohla poskytovat vysokou přidanou hodnotu. Účastník řízení totiž uváděl, že se nejedlo pouze

---

<sup>211</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. [online]. 2013. [cit. 2023-11-20]. Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens". Ref. Q 31-Wp 2137-2013/0006. Dostupné online: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegen.html?nn=19643882#doc19606960bodyText7](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html?nn=19643882#doc19606960bodyText7):

„Insbesondere im Immobilienbereich ist fraglich, welche Tätigkeiten als operativ anzusehen sind. Der Betrieb einer Immobilie (z.B. eines Hotels oder einer Pflegeeinrichtung) ist als operative Tätigkeit anzusehen. Auch die Projektentwicklung (Konzeption, Ankauf, Entwicklung der Immobilie und anschließender Verkauf der selbst entwickelten Immobilie) ist als operative Tätigkeit anzusehen. Ferner sind ‚facility management‘, Makler- und Bewertungstätigkeiten oder Finanzierungsberatung im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf einer Immobilie als operative Tätigkeiten anzusehen. Dagegen stellen der Erwerb, die Vermietung, die Verpachtung, die Verwaltung sowie der Verkauf von Immobilien keine operativen Tätigkeiten dar.“

<sup>212</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod 92.

<sup>213</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod 90.



o renovace a opravy bytů, ale i o celé výstavby, rekonstrukce a rozvoj nemovitostí.<sup>214</sup> Takovéto činnosti jistě vysokou přidanou hodnotu vytvořit mohou. Správní orgán tak nevyužil možnost prakticky rozlišit hranici mezi stavebními činnostmi, které vysokou přidanou hodnotu mají a které nikoliv. Bankovní rada ČNB tak alespoň činí příkloněním se k závěrům odborné literatury týkající se § 100 ZISIF, který popisuje správu majetku v nemovitostním investičním fondu. Dle bankovní rady tak za činnost s vysokou přidanou hodnotou nelze mít správu nemovitostí v nemovitostním investičním fondu. Komentářová literatura uvádí, že správa nemovitostí v těchto případech spočívá v plánování oprav a údržby, úklidu, opravy závad inženýrských sítí, běžnou údržbu zabráňující vzniku závad, drobných řemeslných prací (malování vnitřních stěn) nebo rozsáhlejších prací (výměna oken, malování fasády), řemeslných prací většího rozsahu (omítnutí, výměna oken atp.) a vedení s tím souvisejícího účetnictví.<sup>215</sup> Alespoň tedy takto lze jistý výklad ČNB spatřovat, kdy i řemeslné práce většího rozsahu stále správní orgán za rozvoj nemovitosti s vysokou přidanou hodnotou považovat nebude. Za rozvoj projektu s vysokou přidanou hodnotou bankovní rada ČNB považuje pouze vlastní stavební nebo developerskou činnost.<sup>216</sup>

Mimo vlastní obchodní, výrobní nebo podobné činnosti je třeba se dále zmínit o self-used investments, které rovněž pokoutnými fondy být nemohou. Mezi ně lze řadit případy, kdy jsou učiněné investice spotřebovány samotnými členy takového zařízení. Investoři poskytují z vlastních zdrojů na základě vlastních rozhodnutí konkrétní investici. Především se jedná o investice ve formě příplatků, půjček apod., kdy veřejnost nebo další investoři nejsou za účelem poskytnutí dalších investic oslovovaní.<sup>217</sup> Zetzsche k těmto případům uvádí příklad společného nákupu nemovitosti za účelem společného bydlení. V těchto případech se nejedná o komerční, investorky zaměřené shromažďování kapitálu.<sup>218</sup>

---

<sup>214</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod 85.

<sup>215</sup> ŠOVAR, Jan, *Fondy kolektivního investování. § 100*. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 340.

<sup>216</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod 90.

<sup>217</sup> ŠOVAR, Jan, *Působnost zákona. § 2*. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 10.

<sup>218</sup> ZETZSCHE, Dirk; PREINER, Christina D. IN ZETZSCHE, Dirk a kol. *The Alternative Investment Fund Managers Directive*. Third edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2020. 1001 s. ISBN 978-94-035-0910-5, s. 34.

## 5.2. Činnosti spadající do věcné působnosti § 98 ZISIF

Ustanovení § 98 odst. 3 ZISIF stanovuje věcnou působnost u případů, u kterých se ustanovení ZISIF použije pouze pokud tak stanoví zákon. Jedná se o případy tzv. rozvojových právnických osob dle § 2 písm. b) ZISIF. Dále se jedná o případy sekularizace dle § 2 písm. c) ZISIF. Konečně se také jedná o tzv. family office vehicles dle § 2a písm. a) ZISIF a koncerny dle § 2a písm. b) ZISIF. Byť se tyto modely obecně vztahují do výjimek působnosti ZISIF, v případě posouzení toho, zda jsou pokoutným fondem, se na ně § 98 odst. 1 ZISIF vztahuje.<sup>219</sup>

Rozvojovými právnickými osobami dle § 2 písm. b) ZISIF jsou myšleny případy holdingových struktur. Jedná se o shromažďování prostředků, jejich následnou správu a jejich společné investování, pokud tuto činnost vykonává mateřská společnost, aby prostřednictvím své účasti v dceřiných společnostech přispívala k jejich dlouhodobému rozvoji. Je však nutné, aby její účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo jejím hlavním cílem nesmí být tvorba zisku pomocí zcizování účastí v těchto dceřiných společnostech. Poslední zmíněná podmínka je splněna, plyne-li z výroční zprávy či jiného veřejně dostupného dokumentu, že toto není jejím cílem.<sup>220</sup>

Sekularizační výjimku dle § 2 písm. c) ZISIF představují případy, kdy dochází k vydělení části majetku, který je schopen generovat pravidelné výnosy, od původní společnosti do zvláštního zařízení buď s právní subjektivitou či bez ní. Tento jev se provádí především pro oddělení finančních rizik specifický projektů od původní společnosti. Nejčastěji se jedná o případy velmi rizikových projektů. Typickým oddělovaným majetkem jsou pohledávky z hypotečních, karetních či spořitelenských úvěrů, půjček nebo autorských práv. Typicky takovouto činnost činní finanční instituce<sup>221</sup>. Takto vydělený majetek v samostatném zařízení následně emituje cenné papíry, jejichž hodnota se odvíjí od úspěšnosti výnosů tohoto zařízení. Původní společnost tak přenáší případná rizika z nesplacených dluhů na vlastníka cenného papíru.<sup>222</sup>

Dalšími modely zákonem výslovně vyčleněny z působnosti ZISIF, nikoliv však § 98 ZISIF, jsou tzv. family office vehicles dle § 2a písm. a) ZISIF. Zjednodušeně se jedná o

---

<sup>219</sup> §98 odst. 3 ZISIF.

<sup>220</sup> § 2 písm. b) ZISIF blíže ŠOVAR, Jan, Působnost zákona. § 2. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 11.

<sup>221</sup> Například banky.

<sup>222</sup> Viz ŠOVAR, Jan. Působnost zákona. § 2. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s.10.

typ společného investování rodinných příslušníků, pokud jedinými konečnými příjemci jsou tyto rodinné příslušníci. Předlohou jejich věcného vyčlenění z působnosti ZISIF zakládá nenápadný recitál 7 AIFMD. Tato směrnice tyto zařízení však blíže nevynezuje. Až obecné pokyny ESMA uvádí okruh osob, které lze ve smyslu těchto zařízení řadit mezi rodinné příslušníky, kteří jako jediní mohou takovýmto způsobem společně investovat a zároveň se vyhnout působnosti AIFMD. ESMA uvádí, že se může jednat o manžele jednotlivce, osobu, která s jednotlivcem trvale žije v závazném intimním partnerském svazku ve společné domácnosti, příbuzné v přímé linii, sourozence, strýce, tety, bratrance a sestřenice prvního stupně a vyživované osoby jednotlivce. Důvodová zpráva k ZISIF upozorňuje, že nelze tyto zařízení spojovat s rodinným závodem dle § 700 OZ, do kterého lze řadit širší okruh osob včetně takových, které trvale pracují pro závod. Tyto osoby nelze považovat za rodinné příslušníky u family office vehicles.<sup>223</sup> Přítomnost, byť jedné takovéto osoby, by mohla způsobit posouzení obchodní modelu jako investiční fond.<sup>224</sup> Rovněž daný shromažďovatel nesmí takto spravovat investice více rodinám (více office vehicles), jinak by rovněž mohl do věcné působnosti AIFMD i ZISIF spadat. U správce je rovněž nutné, aby tuto činnost nečinil jako obhospodařovatel investičního fondu a ani byl zapsán v seznamu ČNB dle § 596 písm. f) ZISIF. Z hlediska testu pokoutního fondu kolektivního investování se však i na tyto modely § 98 ZISIF bude vztahovat vždy.

Poslední skupina spadající pod výlukou věcné působnosti ZISIF ale nikoliv § 98 ZISIF jsou koncerny dle § 2a písm. b) ZISIF. Koncern je dle § 79 odst. 1 ZOK podnikatelské seskupení, v němž je jedna nebo více ovládaných osob podrobena jednotnému řízení jinou osobou nebo případně více osobami. Aby podnikatelské seskupení mohlo být považováno za koncern je nutné, aby byl dán společný koncernový zájem, který je prosazován jednotnou politikou koncernu, jejíž součástí je i koncepční řízení a koordinace alespoň jedné z významných složek nebo činností podnikání koncernu.<sup>225</sup>

---

<sup>223</sup>Viz. důvodová zpráva ZISIF. Shodně vykládá i BaFin, který doplňuje, že se nejedná ani o přátele viz. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. [online]. 2018. [cit. 2023-11-22]. Hinweise zur Erlaubnispflicht gemäß KWG und KAGB von Family Offices. Dostupné z: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_140514\\_familyoffices.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_140514_familyoffices.html).

<sup>224</sup>ESMA [online] 2013, [cit. 2023-10-09], Obecné pokyny, dostupné online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_cs\\_tra.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf) s 6.

<sup>225</sup> Viz. § 79 odst. 2 ZOK.

## 6. Pomoc s pokoutným fondem kolektivního investování dle § 99 ZISIF

Po vymezení obecných a typových znaků skutkové podstaty dle § 98 ZISIF je třeba odlišit jednání, které již do objektivní stránky tohoto přestupku nespadá, přesto spáchání činnosti vymezené v této skutkové podstatě umožňuje či usnadňuje.

Ve stále velmi se dynamicky rozvíjejícím finančním trhu lze spatřovat nové způsoby, jakými se snaží obchodní modely poptávající kapitál oslovovat investorskou veřejnost. V současné době začíná být velmi populární například využívání influencerů prostřednictvím sociálních sítí. Tyto netradiční způsoby oslovování jsou i pro etablované finanční instituce velmi úspěšné a vlastně i levné. Tito tzv. finfluenceri mají velmi často jednoduše definovatelnou a velmi věrnou komunitu fanoušků, kterou lze prostřednictvím těchto osob jednoduše propagačně zacílit. S těmito alternativními prostředky je spojena nejen propagace ověřených a důvěryhodných obchodních modelů ale i samozřejmě těch nekalých a pro investory nebezpečných. Výjimkou právě nejsou ani pokoutné fondy kolektivního investování.<sup>226</sup>

Z výše uvedených důvodů tak nelze nezmínit další skutkovou podstatu navázanou na provozování pokoutného fondu, a to ustanovení § 99 ZISIF. Dle této skutkové podstaty je přestupkem i umožnění či usnadnění jinému činnost pokoutného fondu její propagací nebo zajištěním její dostupnosti jiným způsobem.<sup>227</sup> Výklad tohoto ustanovení je však problematický. Neexistuje totiž prakticky žádné zveřejněné rozhodnutí ČNB nebo soudu, které by ho uvádělo do praxe. Absenci takového rozhodnutí minimálně v období od 2016-2021 rovněž potvrzuje ČNB.<sup>228</sup> ČNB se pouze nepřímo odkazuje na toto ustanovení v rozhodnutí, jehož předmětem však bylo projednání přestupku dle zákona č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu ve znění pozdějších předpisů.<sup>229</sup> Mezi stanovisky ČNB se tomuto ustanovení věnuje jen jediné, které prakticky zcela odkazuje na komentářovou literaturu.<sup>230</sup> Užití tohoto ustanovení ČNB je tedy opravdu mizivé. Nicméně jak

---

<sup>226</sup> Nebezpečností finančních influencerů se stále častěji začínají zajímat i orgány dohledu. Lze uvést příklad: European Commission [online].2023[cit.2023-11-23] Questions and answers on the Retail Investment Package. Dostupné online: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_23\\_2869](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869). Rovněž nelze nezmínit slavné rozhodnutí SEC v kauze Kimberly Kardashian, File No. 3-21197, Release No. 11116, ze dne 3. 10. 2022. Dostupné z: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-183>.

<sup>227</sup> § 99 ZISIF.

<sup>228</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-11-26] Informace poskytnuté Českou národní bankou podle zákona č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/106/informace-poskytnute-ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-sb.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim/Informace-poskytnute-Ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-Sb-00119.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/106/informace-poskytnute-ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-sb.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim/Informace-poskytnute-Ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-Sb-00119.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim).

<sup>229</sup> Viz rozhodnutí ČNB o příkazu ze dne 29. 1. 2021, č. j. 2021/11911/570.

<sup>230</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>,

již bylo avizováno, ve velmi dynamickém světě kapitálového trhu nelze vyloučit, že i toto ustanovení bude v budoucnu z hlediska pokoutných fondů nabírat na stále větším významu.

### **6.1. Pomoc s pokoutným fondem není účastenství v užším smyslu**

Na první pohled by se mohlo jevit, že skutková podstata dle § 99 ZISIF je ustanovením, které zakládá přestupkovou odpovědnost pomoci ve smyslu účastenství na hlavním přestupku pokoutného fondu dle § 98 ZISIF. Účastník je totiž odpovědný za přestupek, na rozdíl od trestního práva, pouze v případě, pokud tak stanoví zákon.<sup>231</sup> Jak ale upozorňuje komentářová literatura, skutková podstata § 99 ZISIF není ustanovením, které by zakládalo odpovědnost účastníka ve formě pomoci na přestupku dle § 98 ZISIF. Jedná se o samostatnou skutkovou podstatu, která je na ustanovení § 98 ZISIF nezávislá. To znamená, že se na ní neuplatní tradiční zásady typické pro účastenství.

U pomoci k pokoutnému fondu se tedy neuplatní zásada akcesority, tj. není dána závislost odpovědnosti pomocníka na odpovědnosti pokoutníka. Neuplatní se tak ani kvantitativní rovina akcesority, tj. není nutné, aby subjekt ve svém počínání popsaném v § 98 ZISIF dospěl alespoň do stádia pokusu. I kdyby jeho jednání bezprostředně nesměřovala ke spáchání pokoutného fondu, může být dána odpovědnost podporovatele za pomoc k pokoutnému fondu dle § 99 ZISIF. Rovněž se neuplatní ani rovina kvalitativní, tudíž je nerozhodné, jakou kvalitu má čin subjektu naplňující objektivní stránku pokoutného fondu. Odpovědnost pomocníka pokoutného fondu tak bude dána i v případě, kdy pokoutník například nebude odpovědný, jeho deliktní odpovědnost zanikla, přestupek nezavinil (zavinění se vyžaduje u fyzických osob nepodnikajících) apod.<sup>232</sup> Dále není ani rozhodné na kolik ovlivnila podpora pomocníka pokoutníka a jaký vliv měla na dokonání pokoutníkového přestupku.<sup>233</sup>

### **6.2. Umožnění či usnadnění činnosti pokoutného fondu**

Z jazykového výkladu rozebíraného ustanovení vyplývá, že pomoc může spočívat v umožnění páchaní pokoutného fondu nebo alespoň v jeho usnadnění. Rovněž zákon vyžaduje, aby k umožnění či usnadnění došlo propagací nebo zajištěním jiným způsobem, který umožní zakázané investování. Typickým případem propagace je šíření údajů o pokoutném

---

<sup>231</sup> Viz. § 13 ZOPŘ.

<sup>232</sup> ŠOVAR, Jan. Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 335. K účastenství viz. ŠÁMAL, Pavel; ŘÍHA, Jiří. Účastník § 24, IN ŠÁMAL, Pavel, a kol. *Trestní zákoník: komentář*. 3. vydání. Velké komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2023. 4968 s. ISBN 978-80-7400-893-1. s. 560.

<sup>233</sup> Blíže ŠOVAR, Jan, Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 335.

fondů za účelem získání investorů již zmíněnými finfluencery. Je rovněž lhostejné, zda se jedná o propagaci skrytou či otevřenou.<sup>234</sup> Rozhodující je pouhé zpřístupnění údajů. Investor nemusí být nikým osloven ani mu nemusí být učiněna žádná nabídka. Rozhodující je již samotné zveřejnění údajů o pokoutném fondu.<sup>235</sup>

Jakýmsi subsidiárním způsobem umožnění či usnadnění činnosti pokoutného fondu je zajišťování jeho dostupnosti. Ta může spočívat v pouhém zpřístupnění pokoutného fondu i jinak než jeho propagací. Může se jednat například o poskytnutí finančních zdrojů, opatření kontaktů či jiných údajů o investorech, poskytnutí webových stránek či inzerci pro zpřístupnění informací o pokoutném fondu apod.<sup>236</sup>

## 7. Správní trestání pokoutných fondů

ČNB se v rámci svého stanoviska k sankcionování pokoutných fondů vyjadřuje velmi stručně a bez bližších souvislostí vyplývajících z její rozhodovací praxe.<sup>237</sup> Z tohoto důvodu tato poslední kapitola obsahuje několik poznámek, jakým způsobem přistupuje správní orgán ke správnímu trestání touto prací rozebíraných přestupků. Tato kapitola se především zabývá peněžní pokutou a k jakým aspektům správní orgán přihlíží při stanovení její výměry.

Za spáchání zákonem zakázané činnosti pokoutného fondu dle § 98 ZISIF či pomoci s pokoutným fondem dle § 99 ZISIF je spojen právní následek za toto protiprávní jednání v podobě správního trestu. Pokoutníkovi i pomocníkovi může správní orgán uložit peněžní pokutu do:

- a) 150.000.000 Kč,
- b) výše 10 % celkového ročního obratu právnické osoby podle její poslední řádné účetní závěrky nebo konsolidované účetní závěrky, přesahuje-li takto určená výše pokuty částku 150.000.000 Kč nebo

---

<sup>234</sup> Tamtéž.

<sup>235</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

<sup>236</sup> ŠOVAR, Jan, Pokoutné fondy kolektivního investování. § 98. IN ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6, s. 336.

<sup>237</sup> Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>, bod 35-37.

- c) výše dvojnásobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním tohoto přestupku, je-li možné výši neoprávněného prospěchu zjistit a přesahuje-li takto určená výše pokuty částku 150.000.000 Kč.<sup>238</sup>

Společně s vymezenou peněžní pokutou či namísto ní lze pokoutníkovi i pomocníkovi nařídit uveřejnění informace o tom, jaká je povaha protiprávního jednání, a která osoba takto jednala.<sup>239</sup>

Druh a výměra správního trestu závisí na správním uvážení správního orgánu. Ten má při ukládání správního trestu zejména zohlednit: povahu a závažnost přestupku, to, že o některém z více přestupků, které byly spáchány jedním skutkem nebo více skutky, nebylo rozhodnuto ve společném řízení, přitěžující a polehčující okolnosti, zda jde o pokus a proč k dokonání nedošlo, u spolupachatelství jakou měrou jednání každého z nich přispělo ke spáchání přestupku, osobní poměry fyzické osoby a předchozí správní tresty pro totéž protiprávní jednání, u právnické nebo podnikající fyzické osoby povahu její činnosti, přínosy a výhody ze spáchaného přestupku pro právního nástupce, některá kritéria u pokračujícího, trvajícím a hromadného přestupku.<sup>240</sup>

Peněžní pokuta by měla plnit funkci preventivní. Je třeba od sebe lišit individuální prevenci, která se zaměřuje na konkrétního pokoutníka či pomocníka a generální prevenci zaměřenou na ostatní potenciální delikventy. Preventivní funkce vyplývá z účelu správního trestu, jehož úlohou je mj. také vychovávat delikventa k tomu, aby vedl řádný život, a tím výchovně působit na ostatní. Rozebíraných přestupků se však dopouštějí především právnické osoby. U nich preventivní účinek spočívá v odrazování dalších právnických osob od páchaní zakázané činnosti a ovlivnění budoucí činnosti této právnické osoby. Uložená pokuta správním orgánem by rovněž měla plnit funkci represivní. Tato funkce je orientovaná pro ochranu chráněného zájmu, kterým je veřejný zájem na ochraně investic a retailových investorů a vytváření rovného postavení v podnikatelském prostředí. Pachateli má být způsobena újma, jejímž účelem je zabránit páchaní dalších přestupků.<sup>241</sup> Uložený trest by měl být delikventem cítěn úkorně a je přirozené, že jí zpravidla vnímá jako nepřijemnou. Podstatné však je, aby

---

<sup>238</sup> U právnických osob a fyzických osob podnikajících dle § 614 odst. 6, písm. a) – c) ZISIF; u fyzických osob nepodnikajících dle § 618 odst. 6 písm. a) a b) ZISIF.

<sup>239</sup> U právnických osob a fyzických osob podnikajících dle § 614 odst. 7, písm. a) ZISIF; u fyzických osob nepodnikajících dle § 618 odst. 7 písm. a) ZISIF.

<sup>240</sup> Viz § 39 ZOPŘ, blíže k trestání přestupků například SLÁDEČEK, Vladimír. *Obecné správní právo*. 4., aktualizované vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019. ISBN 978-80-7598-564-4., s. 208-211.

<sup>241</sup> JELÍNEK, Jiří. *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. 8. aktualizované vydání. Student (Leges). Praha: Leges, 2022. ISBN 978-80-7502-576-0. s 25. V rámci správního trestání se uplatní obdobné principy jako v případě trestných činů viz. rozsudek NSS 8 As 17/2007 ze dne 31. 5. 2007.

plnila svoje funkce.<sup>242</sup> Pokuta by však měla být přiměřená. Správní orgán vychází při stanovení její výše z hospodářské situace delikventa. Vyměřená pokuta nesmí mít likvidační charakter a neměla by mít ani vliv na návratnost pohledávek účastníka řízení vůči investorům.<sup>243</sup>

Jak již bylo zmíněno, správní orgán musí vždy posuzovat povahu a závažnost přestupku. Demonstrativní výčet, čím je povaha a závažnost přestupku dána, vymezuje ustanovení § 38 ZOPŘ. Správní orgán musí rovněž zohlednit polehčující okolnosti vymezené demonstrativně v § 39 ZOPŘ. Za polehčující okolnosti však nelze považovat skutečnost, že pokoutník či pomocník svojí činností nezpůsobil investorům škodu. Jak již bylo v této práci zmíněno, rozebírané přestupky jsou přestupky ohrožovací a k naplnění skutkové podstaty postačí chráněný zájem pouze ohrozit. V případě, že delikvent škodu nezpůsobí a chráněný zájem pouze ohrozí, nelze k tomuto přihlížet jako k polehčující okolnosti. Způsobení škody by naopak závažnost přestupku zvyšovala. Za polehčující okolnost rovněž ČNB nepovažuje situaci, kdy neexistuje stanovisko ČNB k určité právní úpravě. ČNB k této problematice uvádí, že cílem stanovisek je informovat, jak ČNB přistupuje k problematice danou úpravou vymezené, a to v zájmu zvýšení transparentnosti a předvídatelnosti v této oblasti. Absence nezveřejněných stanovisek neznamená, že subjekty finančního trhu nejsou do jejich vydání povinny se řídit ustanoveními právního řádu.<sup>244</sup> ČNB dále nepovažuje za polehčující okolnost, pokud delikventovy poskytla odpověď v rámci kvalifikovaného dotazu na otázky týkající se posuzovaného obchodního modelu delikventa. V rámci odpovědí na kvalifikované dotazy ČNB neprovádí komplexní posuzování celých obchodních modelů a vychází pouze z údajů poskytnutých tazatelem. ČNB rovněž ve své metodice upozorňuje, že její poskytnuté odpovědi na kvalifikované dotazy se netýkají konkrétních obchodních modelů a jejich slučitelností s regulací. Dotazy by měly být formulovány obecně a měly by se týkat nejasností výkladu určitého ustanovení.<sup>245</sup> ČNB nemůže plně nahrazovat činnost účastníků trhu a jejich odborných poradců.<sup>246</sup> Za polehčující okolnost rovněž v souladu s judikaturou správních soudů nelze považovat situaci, kdy účastník přestupkového řízení poskytuje správnímu orgánu součinnost. Správní orgán má v rámci přestupkového řízení zákonné oprávnění požadovat po účastnících řízení spolupráci.<sup>247</sup> Je tak zapotřebí lišit potřebnou součinnost a nadstandartní součinnost.

---

<sup>242</sup> Rozhodnutí bankovní rady ČNB, č. j. 2022/48347/CNB/110, ze dne 12. 5. 2022, bod. 12.

<sup>243</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 90.

<sup>244</sup> Tamtéž, bod. 63.

<sup>245</sup> Česká národní banka [online]. [cit. 2023-11-28] Přístup ČNB k poskytování odpovědí na odborné dotazy v oblasti finančního trhu. Dostupné na: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/kontakty/formular-kvalifikovany-dotaz/>.

<sup>246</sup> Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB v kauze Investown č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023, bod. 129, 130.

<sup>247</sup> Tamtéž, bod. 134.



Povinnost účastníků řízení poskytnout veškeré požadované informace a podklady plyne přímo ze zákona a její splnění tak nelze považovat za nadstandardní spolupráci, a tedy ani polehčující okolnost.<sup>248</sup> Na druhou stranu polehčující okolností je například skutečnost, že delikvent nebyl správním orgánem doposud trestán nebo následně po porušení zákonem stanoveného zákazu změnil svůj obchodní model tak, aby již přestupek nepáchal.<sup>249</sup>

Mezi přitěžující okolnosti, mimo demonstrativně stanovené případy dle § 40 Přestupkového zákona, lze řadit případ, kdy delikvent způsobí investorům škodu. Rovněž za přitěžující okolnost ČNB tradičně považuje užívání obchodních zástupců při snaze oslovovat investory.<sup>250</sup> Dále je přitěžující okolností délka porušování právní povinnosti. Pokud pokoutník či pomocník porušuje zákaz dlouhodobě, bude pak správním orgánem toto zohledněno jako přitěžující okolnost při stanovení správního trestu. V kauze Investown ČNB považovala za dlouhodobou činnost i zakázané jednání po dobu 7 měsíců.<sup>251</sup> K tíži pachatele se přičítá i hledisko velkého počtu investorů, od kterých byly prostředky shromážděny. V kauze Diversity Capital tak bylo přičteno k tíži delikventa shromáždění od více než 2000 lidí. Dále se k tíži delikventa přičítá i objem shromážděných prostředků. V kauze Diversity Capital se jednalo o více než 600.000.000 Kč.<sup>252</sup>

Závěrem je ještě třeba uvést, že ČNB zatím ukládá peněžité pokuty velmi blízko dolní hranici zákonem vymezeného rozpětí. Autorovi se zdařilo vyhledat nejpřísněji uloženou pokutu pouze ve výši 5.000.000 Kč.<sup>253</sup>

---

<sup>248</sup> Srov. Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2020/055953/CNB/110, ze dne 30. 4. 2020 sp. zn. Sp/2017/422/573 bod 119, Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2016/142310/CNB/110 ze dne 8. 12. 2016, sp. zn. Sp/2015/414/573 bod 170, v souladu s judikaturou NSS č. j. 4 As 104/2019-50 ze dne 20. 6. 2019.

<sup>249</sup> Rozhodnutí ČNB v kauze Investown č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 88.

<sup>250</sup> Rozhodnutí ČNB č. j. 2017/122125/570, ze dne 6. 9. 2017.

<sup>251</sup> Rozhodnutí ČNB, č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022, bod 86.

<sup>252</sup> Rozhodnutí ČNB, č. j. 2022/10114/570 ze dne 27. 1. 2022, bod 81.

<sup>253</sup> Rozhodnutí ČNB, č. j. 2022/10114/570 ze dne 27. 1. 2022.

## Závěr

Hlavním cílem této práce bylo představit pokoutné fondy kolektivního investování a zejména se pokusit o podrobnější vymezení jednotlivých obecných i typových znaků této zakázané činnosti. Již na tomto místě lze poznamenat, že komplexní ohraničení každého znaku pokoutného fondu není úlohou tohoto typu práce. Každý tento znak by rozsahově vystačil jako téma jediné. Přesto tato práce poskytuje detailnější vhled, který dle názoru autora přesahuje metodiku vypracovanou ČNB. Především se tak zdařilo přiblížit výkladové závěry ČNB prostřednictvím podrobného rozboru její rozhodovací činnosti. Také bylo referováno o některých výkladových nesrovnalostech, které bude nutné překonat.

První úvodní část nabízí obecný náhled do oblasti kolektivního investování. Především rozlišila základní typy investičních fondů v rozsahu potřebném pro téma této práce. Také se zabývala problematickou terminologickou změnou pojmu kolektivního investování, kterou přinesla současná úprava ZISIF. Po vzoru zahraničních úprav pak byla navržena možná řešení. Je však nutné uvést, že se jedná spíše o vadu estetickou, a proto jí tato práce nepřikládá velkou váhu. Rovněž souhrnně vymezuje důvody provozování pokoutného fondu, a to především s ohledem na vyhnutí se robustní legislativní úpravě. Ochrana investorů prostřednictvím této velmi přísné úpravy je však odůvodněna ochranou finančního trhu jako celku. Dále byla pozornost přenesena na číselné údaje, které prokazovaly zvyšující zájem o kolektivní investování v ČR. Se zvyšujícím se zájmem logicky stoupá i počet obchodních modelů nabízejících produkty retailové veřejnosti. Z těchto zjištěných údajů tak lze do budoucna očekávat, že počty pokoutných fondů mohou stále stoupat.

Druhá část se již zabývá jednotlivými znaky pokoutného fondu, kdy každá kapitola této části rozebírá každý znak jednotlivě. Prvním z těchto znaků je shromažďování prostředků, které je třeba chápat jako převod práv vztahující se k peněžním prostředkům či penězi ocenitelných věcí investorů mimo jejich právní panství a následnou akumulaci těchto věcí. Je lhostejné, na základě jakého právního titulu dochází ke shromažďování prostředků od veřejnosti a již samotné její oslovování je naplněním prvního znaku pokoutného fondu, tj. shromažďování resp. pokus o shromažďování prostředků od veřejnosti.

Větší výkladové obtíže jsou spojeny s neurčitým pojmem veřejnost. Byť nejasné otázky jsou již poměrně dlouhou dobu vyřčeny. Rozborem připravované novely ZISIF bylo zjištěno, že dnes již lze téměř s jistotou odpovědět na otázku, zda lze považovat za veřejnost i menší počet než je 20 osob. Z připravované novely zákona plyne, že ohrožení prostředků u počtu 20 osob nelze považovat za ohrožení zájmu na ochranu finančního trhu a tuto hranici lze tak

považovat za zcela neprostopustnou. Výkladově stále nejasné je však shromažďování prostředků od více než 20 osob v případě naplnění úzké vazby mezi investory shromažďovatelem. Trend výkladu stále směřuje k formálnímu pojetí jasně vymezené a neprostopustné hranice 20 osob, což především potvrzuje připravovaný návrh novely ZISIF. Důsledkem by však mohlo být, že v některých případech může být posuzovaná činnost kvalifikována jako provoz pokoutného fondu, aniž by byl právem chráněný zájem ohrožen. Lze tedy doufat, že v případě přijetí vzpomínané novely, by ČNB v brzké době poskytla výklad (například výkladovým stanoviskem) v této otázce.

Třetí kapitola druhé části této práce prezentuje účel společného investování a investování takto nabytých prostředků. Velmi přínosná byla nedávná rozhodovací praxe ČNB, která poskytla další rozlišení mezi společným a souběžným investováním. V této kapitole bylo zjištěno, že v případě, kdy se v rámci obchodního modelu vytváří i několik různých portfolií, je možné stále hovořit o společném investování, pokud jsou investoři jednoho portfolia vystaveni jednotnému riziku a z investice jim plyne sdružený výnos. Další podkapitola si brala za cíl pokusit se vymezit hranice další nutné podmínky pro naplnění znaku pokoutného fondu, neboli dostatečné diskrece poskytnuté správci v rámci investičního rozhodování v rozsahu day to day discretion or control. I zde k výkladu napomáhá rozhodovací praxe. Z ní plyne, že v případě, kdy si investor vybírá z investic v portfoliu správce, je stále zachována dostatečná rozhodovací diskrece správce, neboť je to právě on, kdo nabídku investic vytváří. Také došlo k vymezení investiční strategie a jejího odlišení od určené strategie. V této kapitole lze nalézt úvahy o nabízejícím se striktním výkladu naplnění znaku určené strategie. Dle zjištěných závěrů se dle autora nabízí, že v případě, kdy bude poskytnuta úplná diskrece správci obchodního modelu bez konkrétně určené strategie, nelze touto absencí odůvodnit nenaplnění jednoho ze znaků pokoutného fondu a tím i vyloučení obchodního modelu z věcné působnosti ustanovení § 98 ZISIF.

Práce neopomíjí ani znak závislosti návratnosti investic a zisk investora na hodnotě a výnosu podkladového aktiva, do kterého byly jeho prostředky investovány, který je předmětem čtvrté kapitoly. Podmínkou pro naplnění tohoto znaku je, pokud je investor, resp. jeho investované prostředky, vystaveny tržnímu, a nikoliv kreditnímu riziku. Dle názoru autora již konečně ČNB přistoupila k výkladům odborné doktríny týkající se případů, kdy dochází k shromažďování prostředků v rámci sjednaného fixního výnosu a neproměnlivé návratnosti investice, pokud tyto shromážděné prostředky budou následně investovány do nějakého aktiva a takto shromážděné prostředky přesahují míru vlastních zdrojů shromažďovatele. V těchto případech již zřejmě ČNB nemá za to, že investor je vystaven tržnímu riziku a nebude shledávat

v těchto případech provozování pokoutného fondu. Je však třeba poznamenat, že závislost je třeba spojovat s podkladovým aktivem do kterého jsou prostředky investovány, a nikoliv s celkovým hospodářským výkonem shromažďovatele.

Jednoduchým úkolem rovněž není ani vymezení obchodních modelů, které jsou zákonem vyčleněny z působnosti ustanovení § 98 ZISIF. Především pak vymezení vlastní obchodní, výrobní nebo obdobné činnosti. Jak vyplývá z rozhodovací praxe, ČNB se přiklání k pojetí německé úpravy a odlišuje tuto činnost od kolektivního investování na základě požadavku aktivní provozní činnosti neboli prvku přidané hodnoty. Prvek přidané hodnoty však musí být v posuzované činnosti vysoké kvality.

Zatím velmi neprozkoumanou zakázanou činností je pomoc s pokoutným fondem dle § 99 ZISIF. Autor nebyl úspěšný z hlediska zkoumání aplikace této úpravy v rámci rozhodovací praxe, neboť se nezdařilo objevit jediné rozhodnutí, které by toto ustanovení přímo aplikovalo. Lze se tak zcela odkázat na komentářovou literaturu, která vymezuje základní charakteristiky této skutkové podstaty, kterou nelze považovat za účastenství ve vztahu k činnosti dle § 98 odst. 1 ZISIF.

Z hlediska správního trestání pokoutných fondů bylo zjištěno, že ČNB dosud ukládá peněžní pokuty blízko dolní hranice zákonem vymezeného rozpětí. V rámci této poslední kapitoly byla vymezena metodika výměry peněžní pokuty uložené za činnost pokoutného fondu na základě rozhodovací praxe ČNB.

I přes celou řadu nevyjasněných otázek a aktuálnost tématu je až na pár světlých výjimek problematika pokoutných fondů kolektivního investování dosud odbornou doktrínou poněkud opomíjena. Strohý zájem lze zřejmě do jisté míry odůvodnit stále nízkými počty případů, kdy ke skutečně pokoutnému kolektivnímu investování docházelo. Bylo sice zmíněno několik kauz, které neunikly pozornosti ani neoborné veřejnosti, nicméně ani v těchto případech se nejednalo o velkou četnost a většina z nich přesahovala spíše do oblasti trestněprávní. Záslužnou činnost však lze spatřovat především u ČNB, která v posledních letech v řadě případů vylepšuje svůj přístup směrem k podnikatelskému prostředí. Byť bylo v této práci několikrát kritizováno, stále lze velmi ocenit metodické stanovisko ČNB, které se týká pokoutných fondů a nelze si nevšimnout i zkvalitňování podoby vydaných rozhodnutí ČNB v této oblasti. Lze tak doufat, že obdobným přístupem bude postupovat i odborná veřejnost a jejich pozornost se bude rovněž u pokoutných fondů dále zvyšovat, a to snad ještě před předpokládaným nárůstem případů pokoutných fondů způsobeným vyšším zájmem o investování u laické veřejnosti.

## Seznam zkratek

AIFMD	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2011/61/EU, o správcích alternativních investičních fondů
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
ČNB	Česká národní banka
CRR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013, o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky
ESMA	European Securities and Markets Authority
EuVECA	Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 345/2013 ze dne 17. 4. 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000 ze dne 14. 6. 2000
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch ze dne 16. 5. 2013
LZPS	Usnesení č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součástí ústavního pořádku České republiky, ve znění ústavního zákona č. 162/1998 Sb.
NSS	Nejvyšší soud ČR
SEC	Securities and Exchange Commission
UCITS I	Směrnice Rady 85/611/EHS, o koordinaci právních a správních předpisů týkající se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
UCITS	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkající se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
ZISIF	Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZKI	Zákon č. 256/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
ZKPT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
ZOPŘ	Zákon č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich, ve znění pozdějších předpisů

# Seznam použitých zdrojů

## 1. Seznam použité literatury

BAKEŠ, Milan; KARFÍKOVÁ, Marie; KOTÁB, Petr; MARKOVÁ, Hana; BOHÁČ, Radim a kol., *Finanční právo*. 6. upravené vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. s. 519, ISBN 978-80-7400-440-7.

ČERNÁ, Stanislava, Ivana ŠTENGLOVÁ a Irena PELIKÁNOVÁ a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2021, s 656. ISBN 978-80-7598-991-8601.

DĚDIČ, Jan a PAULY, Jan. *Cenné papíry*. Praha: Prospektrum, 1994. s. 220 ISBN 80-85431-98-X.

DĚDIČ, Jan; VACEK, Libor a KŘETÍNSKÝ, Daniel. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: C. H. Beck, 2001. s. 524, ISBN 80-7179-447-3.

ELIÁŠ, Karel; POKORNÁ, Jarmila a DVOŘÁK, Tomáš. *Kurs obchodního práva: obchodní společnosti a družstva*. 6. vydání. V Praze: C.H. Beck, 2010.s. 503, ISBN 978-80-7400-048-5.

HOBZA, Martin, MAZANEC, Luboš. "Veřejnost" na finančním trhu: aktuální výkladové otázky. *Obchodněprávní revue*, 2019, č. 7-8, s. 176-186.

HOBZA, Martin, MAZANEC, Luboš. *Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním*. Bulletin advokacie. Praha: Česká advokátní komora, roč. 2020, č. 7-8, s. 32-39.

JELÍNEK, Jiří. *Trestní právo hmotné: obecná část, zvláštní část*. 8. aktualizované vydání. Student (Leges). Praha: Leges, 2022. s. 1040, ISBN 978-80-7502-576-0.

KOPA, Martin. *Soudní přezkum výkladu a použití neurčitých právních pojmů správními orgány in dubio pro libertate v praxi?* *Právní rozhledy*, 2016, č. 1, s. 26-29.

LIŠKA, Petr., DŘEVÍNEK, Karel, ELEK, Štefan, KOTÁB, Petr, RÝDL, Tomáš *Zákon o bankách: komentář*. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). Praha: Wolters Kluwer, 2016. s. 668, ISBN 978-80-7552-385-3.

MELZER, Filip. *Metodologie nalézání práva: úvod do právní argumentace*. 2. vyd. Beckovy právnické učebnice. V Praze: C.H. Beck, 2011, s. 296, ISBN 978-80-7400-382-0.

PIHERA, Vlastimil. *Investiční fond. Vyměření teritoria*. *Obchodněprávní revue*. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2017, č. 9, s. 241-246.

SLÁDEČEK, Vladimír. *Obecné správní právo*. 4., aktualizované vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019. s. 512, ISBN 978-80-7598-564-4.

SMUTNÝ, Aleš a kol. *Zákon o bankách: komentář*. 2. vydání. Beckovy komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2019. s. 843, ISBN 9788074007644.

SVEJKOVSKÝ, Jaroslav a MAREK, Radan. A kol. *Správa cizího majetku v novém občanském zákoníku: komentář*. V Praze: C.H. Beck, 2015.,s. 544, ISBN 978-80-7400-548-0.

ŠÁMAL, Pavel, a kol.. *Trestní zákoník: komentář*. 3. vydání. Velké komentáře. V Praze: C.H. Beck, 2023. s. 4968, ISBN 978-80-7400-893-1.

ŠOVAR, Jan, a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR) s. 1720, ISBN 978-80-7478-783-6.

VLACHÝ, Jan. *Řízení finančních rizik*. Eupress. Praha: Vysoká škola finanční a správní, c2006. s. 256, ISBN 80-86754-56-1.

ZETZSCHE, Dirk a PREINER, Christina D. IN ZETZSCHE, Dirk a kol.. *The Alternative Investment Fund Managers Directive*. Third edition. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2020. S. 1001 ISBN 978-94-035-0910-5.

## 2. Seznam použitých internetových zdrojů

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. [online]. 2013. [cit. 2023-11-20]. Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens". Ref. Q 31-Wp 2137-2013/0006. Dostupné online: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegen.html?nn=19643882#doc19606960bodyText7](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html?nn=19643882#doc19606960bodyText7).

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. [online]. 2018. [cit. 2023-11-22]. Hinweise zur Erlaubnispflicht gemäß KWG und KAGB von Family Offices. Dostupné z: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_140514\\_famil\\_yoffices.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_140514_famil_yoffices.html).

COOPER, Amanda; RANASINGHE, Dhara. *Explainer: What are AT1 bonds and why are Credit Suisse wiped out?* REUTERS.[online].2023.[cit-2023-11-15]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/markets/why-markets-are-uproar-over-risky-bank-bond-known-at1-2023-03-24/>.

Česká národní banka [online].2013.[cit. 2023-10-12] Podle jakých kritérií se posuzuje pojem „veřejnost“ v oblasti kolektivního investování. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2013-03>.

Česká národní banka [online].2018. [cit. 2023-09-30] Pojem veřejnost v předpisech na finančním trhu, dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>.

Česká národní banka [online].2019.[cit. 2023-10-09], Může být reklamní sdělení považováno za veřejnou nabídku? Dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-38>.

Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-09-20] Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

Česká národní banka [online]. 2022. [cit.2023-09-20]. K přeshraničnímu nabízení investic do standardních fondů nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů (UCITS). Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-09/>.

Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-10-01], Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>.

Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-11-15] *Upozornění na rizika investic do alternativních investičních produktů (tokeny, participace)*. Dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/upozorneni-pro-verejnost/Upozorneni-na-rizika-investic-do-alternativnich-investicnich-produktu-tokeny-participace/>.

Česká národní banka [online]. 2022. [cit. 2023-11-26] Informace poskytnuté Českou národní bankou podle zákona č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/106/informace-poskytnute-ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-sb.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim/Informace-poskytnute-Ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-Sb-00119.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/106/informace-poskytnute-ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-sb.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim/Informace-poskytnute-Ceskou-narodni-bankou-podle-zakona-c.-106-1999-Sb-00119.-o-svobodnem-pristupu-k-informacim).

Česká národní banka [online].2023.[cit.2023-09-25]. dostupné z: [https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO\\_PAGE?p\\_lang=cz](https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz).

Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-10-30] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění ZISIF a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>.

Česká republika [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-11-05] Sněmovní tisk 570/0, Vládní návrh zákona, kterým se mění ZISIF a další související zákony. Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění ZISIF a další související zákony. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>.

ČESKÁ REPUBLIKA [online]. 2023. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky, 9. volební období [cit. 2023-11-06] Sněmovní tisk 570/0. Vládní návrh zákona, kterým se mění ZISIF a další související zákony. Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (RIA) Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=9&CT=570&CT1=0>.



ESMA [online] 2013, [cit. 2023-10-09], Obecné pokyny, dostupné online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_cs\\_tra.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf).

ESMA [online]. 2013. [cit.2023-09-20] Final report, Guidelines on key concepts of the AIFMD. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf).

European Commission [online].2023.[cit.2023-11-23] Questions and answers on the Retail Investment Package. Dostupné online: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_23\\_2869](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869).

GÁL, Václav. *Pojem veřejnost dle ustanovení § 98 odst. 1 Zákona o Investičních společnostech a investičních fondech - interpretace a význam pro odvětví kolektivního investování* [online]. Brno, 2023 [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: <https://is.muni.cz/th/bdgog/>. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce Michal JANOVEC.

HALE,Thomas. *Additional tier 1 bonds: the wiped-out dept at centre of Credit Suisse takeover*. FINANCIAL TIMES [online].2023.[cit-2023-11-15]. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/47168c08-f09e-4ddb-905f-3c368c4f2b05>.

KIRK, Jonathan; SAMUELS, Thomas a FINCH, Lee. Collective investment schemes. IN: *Collective investment schemes*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2022, s. 283-307. ISBN 1800883692. [online].2022 [cit. 2023-09-20] Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781800883703.00013>.

Ministerstvo financí ČR [online]. 2015. [cit. 2023-09-25] Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2015, dostupné online: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava\\_2015\\_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2015\\_v2.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2015_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2015_v2.pdf).

Ministerstvo financí ČR [online].2020.[cit.2023-09-20]. Act No.240/2013Sb., on Management Companies and Investment Funds. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zakon\\_2021-01-01\\_preklad-ZISIF-do-anglickeho-jazyka.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zakon_2021-01-01_preklad-ZISIF-do-anglickeho-jazyka.pdf).

Ministerstvo financí ČR [online].2022, [cit. 2023-09-25], Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2022, dostupné online: <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/bankovnictvi-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2022/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-51712>.

PARTINGTON, Richard. *What are AT1 bank bonds – and why are Credit Suisse’s wiped out?* THE GUARDIAN. [online]. [cit-2023-11-12]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/business/2023/mar/20/at1-bank-bonds-credit-suisse-bondholders-cocos>.

Úřad vlády České republiky [online].2023.[cit.2023-10-29] VYPOŘÁDÁNÍ PŘIPOMÍNEK K MATERIÁLU S NÁZVEM: Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 240/2013Sb., o investičních společnostech a investičních fondech a další související zákony. Dostupné z: <https://www.odok.cz/portal/veklep/material/KORNCS6K68F0/KORNCUGFXAS2>.

Úřad vlády České republiky [online].2023.[2023-11-10] Předkládací zpráva. návrh zákona, kterým se mění ZISIF a další související zákony Dostupná z: <https://odok.cz/portal/veklep/material/KORNCS6K68F0/KORNCUGFXAS2>.

WALKER, Owen; CLARFELT, Harriet. *UBS sounds out investors over first AT1 sale since Credit Suisse rescue* FINANCIAL TIMES. [online].2023.[cit-2023-11-15]. Dostupné z <https://www.ft.com/content/c356ac07-86ba-4c0b-b73b-24fd5b7b33af>.

WÓJCIK, Dariusz; URBAN, Michael a DÖRRY, Sabine. *Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds*. [online] 2021. [cit. 2023-09-20]. Transactions - Institute of British Geographers (1965). 2022, roč. 47, č. 2, s. 514-528. ISSN 0020-2754. Dostupné z: <https://rgs-ibg.onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/tran.12517>.

ZETZSCHE, Dirk. The anatomy of European investment fund law IN. BIRDTHISTLE, William A. a MORLEY, John. *Research handbook on the regulation of mutual funds*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, [online].2018[cit. 2023-09-20] dostupné z: <https://www-elgaronline-com.ezproxy.is.cuni.cz/edcollbook/edcoll/9781784715045/9781784715045.xml?rskey=cwuqAi&result=2>.

### 3. Seznam použitých právních předpisů

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 6/1993 Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 634/2004 Sb., o správních poplatcích, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich, ve znění pozdějších předpisů

Směrnice Rady 85/611/EHS, o koordinaci právních a správních předpisů týkající se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkající se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.

Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2011/61/EU, o správcích alternativních investičních fondů

Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 345/2013 ze dne 17. 4. 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu

Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013, o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky

#### **4. Seznam soudních rozhodnutí**

Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 7 A 131/2001-47 ze dne 28. 4. 2004.

Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 4 As 104/2019-50 ze dne 20. 6. 2019.

Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 8 As 17/2007-135, ze dne 31. 5. 2007, č. 1338/2007 Sb. NSS.

Usnesení Nejvyššího soudu č. j. 8 Tdo 1395/2012-55 ze dne 27. 3. 2013.

Rozsudek Nejvyššího správního soudu č. j. 1 Afs 182/2017-42 ze dne 4. 10. 2017.

Rozsudek Městského soudu v Praze č. j. 6 Ca 154/2009-46, ze dne 31. 12. 2013.

#### **5. Seznam rozhodnutí ČNB**

Rozhodnutí ČNB č. j. 2018/68748/570 ze dne 6. 6. 2018.

Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/102483/570 ze dne 5. 10. 2022.

Rozhodnutí ČNB č. j. 2022/10114/570 ze dne 27. 1. 2022.

Rozhodnutí o rozkladu bankovní rady ČNB č. j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. 1. 2023.

Rozhodnutí ČNB č. j. 2012/11495/570 ze dne 27. 11. 2012.

Příkaz ČNB č. j. 2017/164473/570 ze dne 8. 12. 2017.

Rozhodnutí bankovní rady o rozkladu č. j. 2017/156932/CNB/110, ze dne 23. 11. 2017.

Rozhodnutí ČNB č. j. 2017/122125/570, ze dne 6. 9. 2017.

Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 26. 3. 2009, č. j. 2009/886/110.

Rozhodnutí ČNB ze dne 12. 12. 2008, č. j. 2008/14072/570.

Rozhodnutí ČNB ze dne 4. 11. 2016, č. j. 2016/128548/570.

Rozhodnutí ČNB ze dne 22. 12. 2014, č.j. 2014/75470/570.

Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu ze dne 5. 3. 2015, č.j. 2015/25499/110.

Rozhodnutí ČNB o příkazu ze dne 29. 1. 2021, č. j. 2021/11911/570.

Rozhodnutí bankovní rady ČNB, č. j. 2022/48347/CNB/110, ze dne 12. 5. 2022.

Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2020/055953/CNB/110, ze dne 30. 4. 2020, sp. zn. Sp/2017/422/573.

Rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2016/142310/CNB/110 ze dne 8. 12. 2016, sp. zn. Sp/2015/414/573.

## **6. Seznam ostatních zdrojů**

Důvodová zpráva k zákonu č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

Důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Důvodová zpráva k zákonu č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich, ve znění pozdějších předpisů.

# **Pokoutné fondy kolektivního investování**

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá činností pokoutných fondů kolektivního investování dle § 98 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech ve znění pozdějších předpisů. Cílem této práce je představení a analýza této úpravy. Pozornost je především soustředěna na vymezení obecných a typových znaků této zákonem zakázané činnosti, která spočívá v nepovoleném provozování investičního fondu kolektivního investování bez nutné veřejnoprávní licence. Dílčím cílem této práce je rovněž stručné vymezení pomoci s pokoutnými fondy kolektivního investování dle § 99 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech ve znění pozdějších předpisů a analýza sankcionování pokoutných fondů v rámci přestupkového řízení.

Diplomová práce se dělí na dvě části. V první části je představeno kolektivní investování jako oblast činnosti investičních fondů. Rovněž je vymezena přísná regulace této oblasti a s tím spojené důvody páchání zakázané činnosti, jež je předmětem této práce. Také je věnována pozornost statistickým údajům, které dokazují zvyšující zájem o kolektivní investování laické veřejnosti v ČR, což může způsobit zvyšující se počet případů provozování pokoutných fondů v budoucnu.

Druhá část se již věnuje samotnému jádru této práce, a to je vymezení jednotlivých znaků pokoutného fondu kolektivního investování. Detailně je v jednotlivých kapitolách rozebrán pojem shromažďování prostředků, veřejnost, účel společného investování, závislost návratnosti a zisku na podkladovém aktivu, do kterého byly prostředky investorů investovány a také je pojednáno o zákonem omezené věcné působnosti rozebíraného ustanovení. Přestože se práce zaměřuje především na vymezení základních znaků pokoutného fondu kolektivního investování, neopomíjí ani pomoc s pokoutným fondem a správní sankcionování této zakázané činnosti. Vzhledem k rozsahu práce se zaměřuje pouze na jejich stručné přestavení. V rámci správního trestání je analyzována rozhodovací praxe správního orgánu pro bližší vymezení nejdůležitějších aspektů, které jsou orgánem zohledňovány při ukládání správních trestů.

**Klíčová slova: pokoutný fond kolektivního investování, kolektivní investování, zákon o investičních společnostech a investičních fondech**

# **Underhand retail investment funds**

## **Abstract**

The master thesis deals with the topic of the activities of underhand retail investment funds according to § 98 of Act No. 240/2013 Sb., on Management Companies and Investment Funds, as amended. The aim of this thesis is to present and analyse this regulation. The attention is mainly focused on defining the general and typical features of this activity prohibited by law, which consists in the unauthorised operation of a retail investment fund without the necessary authorisation. A partial objective of this work is also a brief definition of assistance with underhand retail investment fund according to Section 99 of Act No. 240/2013 Coll., on Management Companies and Investment funds, as amended, and an analysis of the sanctioning of underhand retail investment funds in the framework of the offence proceedings.

The thesis is divided into two parts. The first part introduces collective investment as an area of activity of investment funds. It also defines the strict regulation of this area and the related reasons for committing the prohibited activity that is the subject of this thesis. Attention is also paid to statistical data that demonstrate the increasing interest in collective investment by the general public in the Czech Republic., which may cause an increasing number of cases of operating of underhand retail investment funds in the future.

The second part is devoted to the very core of this thesis, namely the definition of the individual features of a underhand retail investment fund. Thus, the concept of pooling of funds, the public, the purpose of joint investing, the dependence of return and profit on the underlying asset in which the funds were invested by the investors and the limited scope of the provision under discussion by law are discussed in detail in the individual chapters. Although the thesis focuses primarily on defining the basic features of a underhand retail investment fund, it does not neglect to address the assistance with the underhand retail investment funds and the administrative sanctioning of this prohibited activity. Due to the scope of the thesis, it focuses only on a brief overview of these. In the context of administrative penalties, the decision-making practise of the administrative authority is mainly analysed to further define the most important aspects that are taken into account by the authority when imposing administrative penalties.

**Klíčová slova: underhand retail investment fund, collective investment, Act on Management Companies and Investment funds**