

**KONZULTAČNÍ MATERIÁL K NAŘÍZENÍ (EU)
O PROSPEKTU A K DALŠÍM SOUVISEJÍCÍM
OTÁZKÁM**

Ministerstvo financí ČR

Odbor Finanční trhy II; oddělení Kapitálový trh

9. ledna 2018

OBSAH

1. Úvod	3
2. Limit pro výjimku z povinnosti uveřejnit prospekt	4
3. Národní úprava („ <i>gold-plating</i> “) jako překážka rozvoje kapitálového trhu v ČR?	7
4. Nahrazení části shrnutí prospektu sdělením klíčových informací	9
5. Dluhopisy bez prospektu nabízené drobným (retailovým) investorům	11
6. Oznamování emisí dluhopisů České národní bance	13
7. Horní výše pokut za přestupky	15
7.1. Obecné stanovení výše pokuty	16
7.2. Stanovení sazby pokuty pevnou částkou	16
7.3. Přepočítací kurz pro stanovení sazby pokuty	17
7.4. Střet „evropských“ a „českých“ sazeb pokut	18
7.5. Individualizovaná sazba pokuty	19
7.6. Postup České národní banky při výpočtu pokuty	20
Zkratky	21
Zkratky právních předpisů	22
Zkratky literatury	24

1. Úvod

Tento konzultační materiál reaguje zejména na publikaci nařízení (EU) o prospektu v Úředním věstníku EU, kdy čl. 3 odst. 2 tohoto nařízení obsahuje významnou diskreci umožňující členským státům stanovit, že prospekt není potřeba vyhotovit při emisích cenných papírů v hodnotě do 8 mil. EUR (oproti stávající hranici stanovené v ČR ve výši 1 mil. EUR).

V této souvislosti se odborná veřejnost vyzývá současně i k vyjádření názoru na jiná související témata, jako například na nabízení dluhopisů bez prospektu drobným (retailovým) investorům či obecně k otázce *gold-platingu*. Konzultovány jsou také diskrece ve vztahu k nařízení (EU) o prospektu.

Potřeba adaptace nařízení (EU) o prospektu do 19. července 2019, ale i dalších nařízení EU, jako je nařízení (EU) o fondech peněžního trhu či nařízení (EU) o STS sekuritizaci, povede v nejbližších měsících k přípravě novely nejen ZPKT, ale i ZDKT, ZISIF, NVIT a potenciálně i ZoDluh.

Autory jednotlivých kapitol jsou Aleš Králík (kapitoly 1 a 3), Martin Zikmund (kapitoly 2, 4 a 5) a Markéta Michálková (kapitoly 6 a 7).

Případné připomínky zasílejte na adresu [ales.kralik\(zavináč\)mfcz.cz](mailto:ales.kralik(zavináč)mfcz.cz) do **9. února 2018**.

2. Limit pro výjimku z povinnosti uveřejnit prospekt

Prospekt je dokument informativního charakteru, který umožňuje potenciálním investorům seznámit se s osobou emitenta cenných papírů (zejména s výsledky jeho hospodaření) a konkrétními podmínkami příslušné emise cenných papírů a díky tomu se kvalifikovaně rozhodnout, zda je vhodné do dané emise cenných papírů investovat či nikoli.

Aktuální úprava prospektu je na úrovni EU obsažena zejména ve směrnici (EU) o prospektu, která je od března 2006 transponována v § 34 až 36m a v § 57 ZPKT a od července 2011 též v nařízení vlády č. 190/2011 Sb., kterým se stanoví limity některých částek v eurech, pokud jde o úpravu veřejné nabídky investičních cenných papírů, prospektu cenného papíru a informačních povinností emitenta některých investičních cenných papírů a dalších osob. Směrnice (EU) o prospektu je dále doplněna prováděcím nařízením Evropské komise č. 809/2004.

Uvedená právní úprava zakotvuje povinnost uveřejnit prospekt schválený orgánem dohledu před přijetím k obchodování na regulovaném trhu, nebo před tzv. veřejnou nabídkou, tj. před nabídkou investičních cenných papírů širšímu okruhu osob. Směrnice (EU) o prospektu obsahovala v čl. 3 odst. 2 řadu výjimek, které byly transponovány zejména do § 35 odst. 2 ZPKT a následně i do nařízení vlády č. 190/2011 Sb. Pro účely této konzultace se nicméně zaměřujeme zejména na výjimku podle čl. 3 odst. 2 písm. e), resp. podle čl. 1 odst. 2 písm. h) směrnice (EU) o prospektu, která byla transponována do § 34 odst. 4 písm. g) ZPKT.

V čl. 3 odst. 2 písm. e) směrnice (EU) o prospektu zakazuje vyžadovat prospekt při nabídkách v celkové hodnotě protiplnění do 100 tis. EUR za 12 měsíců.

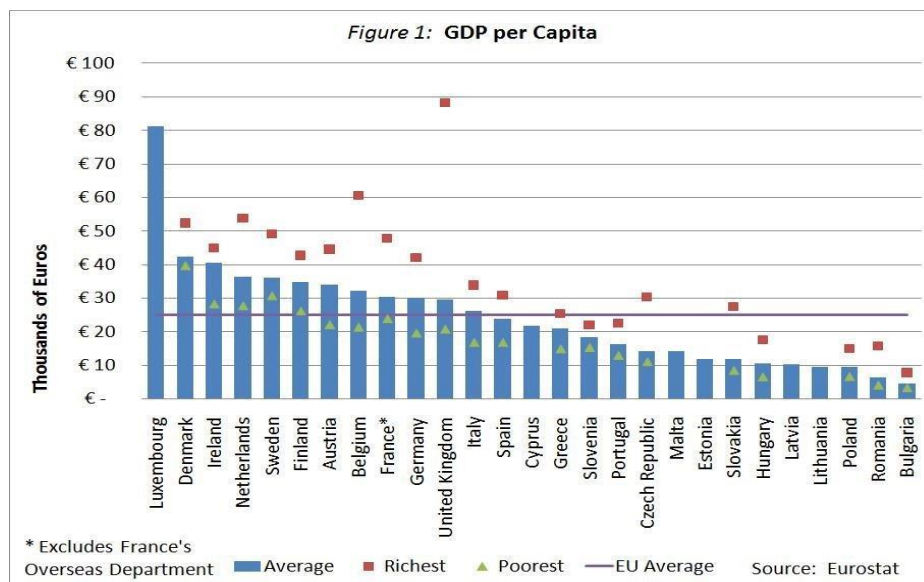
V čl. 1 odst. 2 písm. h) směrnice (EU) o prospektu pak bylo stanoveno, že směrnice (EU) o prospektu se nevztahuje na nabídky s hodnotou protiplnění do 2,5 mil. EUR, což bylo novelou č. 2010/73/EU zvýšeno na 5 mil. EUR. V této souvislosti byla novelou zák. č. 188/2011 Sb. částka v § 34 odst. 4 písm. g) ZPKT zvýšena z původních 200 tis. EUR na 1 mil. EUR. Interpretace byla taková, že **pro emise pod 5 mil. EUR se jedná o tzv. národní režim (*gold-plating*), kdy se dobrovolně rozšiřuje působnost směrnice (EU) o prospektu nad rámec její povinné transpozice**. Tento výklad byl aplikován i v jiných členských státech EU, kde byl tento limit stanoven v různých výších v rozpětí od 100 tis. do 5 mil. EUR:

Limit	100 000 EUR	250 000 EUR	1 000 000 EUR	1 500 000 EUR	2 500 000 EUR	5 000 000 EUR
Členské státy	Belgie Bulharsko Francie ¹ Lotyšsko Maďarsko Německo Slovensko Slovinsko	Rakousko	ČR Dánsko Rumunsko ²	Lucembursko	Finsko Holandsko Polsko Švédsko	Chorvatsko Irsko Itálie Litva Malta Portugalsko Řecko Španělsko Velká Británie

¹ Pouze pro nabídky představující více než 50% základního kapitálu emitenta.

² 200 tis. EUR pro dluhové nástroje.

Je zřejmé, že rozdíly mezi členskými státy neplynou z velikosti jejich ekonomik, ale spíše z toho, zda tyto státy přijímají liberální nebo protekcionistický přístup. Česká republika je z tohoto hlediska od roku 2011 někde uprostřed mezi oběma názorovými proudy. Na následujícím grafu je přehled zemí Evropské unie dle HDP na obyvatele (dle údajů z Eurostatu činil tento ukazatel v roce 2016 pro Českou republiku 88 % z průměru Evropské unie):



V novém nařízení (EU) o prospektu se na výše uvedené divergenci mezi členskými státy EU reaguje tak, že se dolní hranice limitu v čl. 1 odst. 3 nařízení (EU) o prospektu zvyšuje na 1 mil. EUR (údajně z důvodu podpory rozvoje crowdfundingu a neúměrně vysokým nákladům u malých emisí). Horní hranici si mohou členské státy EU dle čl. 3 odst. 2 nařízení (EU) o prospektu stanovit až do výše 8 mil. EUR (nicméně bez možnosti využívat v takovém případě evropský pas). Viz k tomu též body 12 a 13 preambule nařízení (EU) o prospektu. Pokud Česká republika zachová hranici 1 mil. EUR, bude po 19. červenci 2019 patřit mezi státy s nejvíce protekcionistickým režimem. Na druhou stranu není v tuto chvíli známo, jak se k této diskreci jednotlivé členské státy postaví, lze ale očekávat, že státy, které již dnes aplikují výjimku na emise nad 1 mil. EUR, nebudou tuto hranici snižovat a spíše budou zvažovat její zvýšení. Proto je potřeba se odpovědně zabývat otázkou, zda stávající hranici pro tuto výjimku nezvýšit, např. na 2, 3, 5 nebo 8 mil. EUR.

Dle aktuálně dostupných informací lze v České republice vyhotovit prospekt cca za 10 tis. EUR, což při emisi v hodnotě 1 mil. EUR představuje náklady ve výši 1 % z hodnoty emise. Tato výše nákladů může být pro některé emitenty odrazující, i když ve srovnání se zahraničím je tato nákladovost nízká (například ve Velké Británii stojí vyhotovení prospektu i 1 mil. EUR). Přesto jsou i v České republice známy případy, kdy emitent raději vyhotoví prospekt sám, bez profesionální pomoci, aby náklady ještě více snížil. Z hlediska investičního *crowdfundingu* (představovaného v České republice primárně platformou Fundliff) se zdá aktuální hranice prozatím dostatečná, kdy z 24 úspěšně zafinancovaných transakcí se dosažená částka pohybovala v rozmezí od 1 mil. Kč do cca 8 mil. Kč (otázkou však je, zda to není dáno povahou emitentů, kteří aktuálně tuto možnost financování využívají). I emise dluhopisů v celkové hodnotě protiplnění nad 1 mil. EUR lze veřejně nabízet bez prospektu, jsou-li splněny jiné důležité výjimky, například nominální hodnota nad 100 tis. EUR, anebo nabízení méně než 149 drobným (retailovým) investorům (tzv. *private placement*). Odhaduje se, že prospekt se vyplatí vyhotovit

pro emise nad 50 mil. Kč (cca 2 mil. EUR), což představuje znatelnou bariéru pro emise dluhopisů mezi 1-2 mil. EUR, do nichž by mohli investovat drobní (retailoví) investoři.

Při rozhodování o možném využití diskrece je třeba rovněž vzít v potaz tzv. unijní prospekt pro růst (*EU Growth Prospectus*) upravený v čl. 15 nařízení (EU) o prospektu. Má se jednat o zjednodušený prospekt pro menší emitenty, který lze mimo jiné využít pro emise dluhopisů v hodnotě protiplnění nižší než 20 mil. EUR. Jde však o nový právní režim, který ještě není odzkoušený praxí a kvůli dosud nevydaným prováděcím předpisům k nařízení (EU) o prospektu nejsou známy jeho detaily. Nicméně cílem má být, aby vyhotovení takového typu prospektu bylo výrazně levnější. Česká republika při vyjednávání v Bruselu podporovala myšlenku DIY (*do-it-yourself*) prospektu, kdy by byla vytvořena šablona (např. prostřednictvím webového rozhraní), kterou by emitent vyplnil požadovanými údaji (třeba i dotazníkovou formou). Výsledkem by byl vygenerovaný prospekt (a to případně i v různých jazycích). To by vyhotovení prospektu výrazně zjednodušilo. Otázkou však je, zda by údaje v prospektu neměly být ověřeny osobou nezávislou na emitentovi z důvodu řízení možných střetů zájmů a informační asymetrie.

Při rozhodování o výjimce z povinnosti uveřejnit prospekt je třeba brát na vědomí případné snížení ochrany drobných (retailových) investorů (resp. spotřebitelů). Lze předpokládat, že drobní (retailoví) investoři jsou prospektem chráněni jen nepřímo, protože s ohledem na délku a komplikovanost prospektu nelze předpokládat, že by jej drobní (retailoví) investoři podrobně četli. Nicméně i pro drobné (retailové) investory je jistě výhodou to, že se mohou na informace uvedené v prospektu spolehnout, což mimo jiné i snižuje informační asymetrii. Za vhodnější dokument pro informování drobných (retailových) investorů lze považovat spíše tzv. shrnutí prospektu. To je v nařízení (EU) o prospektu revidováno tak, aby více odpovídalo tzv. sdělení klíčových informací, zejména podle o nařízení (EU) o PRIIPs. Není ale vyhotovováno jen ve vztahu k cenným papírům, ale i ve vztahu k emitentovi. Údaje uvedené ve shrnutí prospektu musí být v souladu s údaji uvedenými v prospektu, primárním zdrojem informací tak i nadále zůstává prospekt. K otázce dluhopisů nabízených drobným (retailovým) investorům bez prospektu viz též Kapitulu 5 tohoto konzultačního materiálu.

Otázky ke konzultaci:

2.1. Považujete stávající hranici pro výjimku z povinnosti vyhotovit prospekt ve výši 1 mil. EUR za vhodně nastavenou a odpovídající podmínkám českého trhu? Pokud podporujete její navýšení, jakou výši byste preferovali (např. 2, 3, 5 nebo 8 mil. EUR)? Svůj názor odůvodněte a doplňte o poznatky z Vaší praxe.

2.2. Souhlasíte s odhadovaným vyčíslením nákladů ve výši cca 10 tis. EUR na vyhotovení prospektu v České republice, nebo máte jiné informace/zkušenosti?

2.3. Jakou maximální procentuální výši nákladů na vyhotovení prospektu ve vztahu k hodnotě emise považujete za akceptovatelnou (ekonomicky racionální)? Svůj názor odůvodněte a doplňte o poznatky z Vaší praxe.

3. Národní úprava („gold-plating“) jako překážka rozvoje kapitálového trhu v ČR?

Aktuální nastavení výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt, kdy se prospekt vyžaduje i pro nabídky ve výši 1 - 5 mil. EUR je typickým příkladem národní úpravy (*gold-platingu*), kdy ČR přijala úpravu nad rámec povinné transpozice za účelem zohlednění národních specifík (kupní síla obyvatelstva ČR) a posílení ochrany drobných (retailových) investorů. Světová banka ve své Zprávě však upozorňuje, že předpisy EU jsou velmi preskriptivní a zatěžující, a proto přináší velké náklady. Dle názoru Světové banky by tyto náklady neměly být ještě navyšovány „národní úpravou“, která jde nad rámec minimálního standardu vyžadovaného právem EU, protože jakékoli další „národní“ požadavky mohou snížit konkurenceschopnost českých subjektů na kapitálovém trhu a představovat závažné překážky pro jeho rozvoj. Pro pochopení doporučení Světové banky ve Zprávě je vhodné zamyslet se i nad tím, co má být vnímáno jako „gold-plating“.

Obecně lze rozlišovat několik podob „gold-platingu“ od „gold-platingu“ *stricto sensu* až po „gold-plating“ v širším slova smyslu. Tyto různé podoby mohou být více či méně zatěžující, a to zejména podle míry harmonizace dané oblasti práva právem EU a podle toho, jaké řešení v dané oblasti zvolily jiné členské státy EU, zejména ty, které jsou přímými konkurenty České republiky. Klasickým *gold-platingem* je situace, kdy směrnice (nebo nařízení) v režimu maximální harmonizace dává členským státům EU možnost přijmout přísnější úpravu (typickým příkladem je ochrana majetku zákazníka a ochrana investorů podle čl. 16 odst. 11 a čl. 24 odst. 12 směrnice (EU) o trzích finančních nástrojů, či vztažení harmonizované úpravy na subjekty, na které se povinně nevztahuje). Naopak za *gold-plating* se nepovažuje, pokud směrnice (nebo nařízení) v režimu maximální harmonizace umožňuje mít liberálnější režim (typickým příkladem je možnost zachovat úpravu investičních zprostředkovatelů podle čl. 3 směrnice (EU) o trzích finančních nástrojů). Obdobnou situací je i případ, kdy je směrnice v režimu minimální harmonizace, čili státy mají obecnou volnost přijmout přísnější úpravu, harmonizuje se jen základní standard. Specifickou situací je pak oblast, kterou právo EU vůbec neharmonizuje a členské státy EU tak mají v této oblasti volnou ruku (v takovém případě jde o *gold-plating* v širším slova smyslu). Příkladem je například úprava „důchodový“ (účastnických) fondů, dluhopisové právo, přímé daně nebo účetnictví. Nicméně i v těchto oblastech se začíná EU angažovat, například návrhem nařízení o panevropském osobním důchodovém produktu, připravované směrnici o krytých dluhopisech, návrhy směrnice o Společném základu daně z příjmu právnických osob (CCCTB) a směrnice o Společném konsolidovaném základu daně z příjmu právnických osob (CCCTB) či povinná aplikace Mezinárodních účetních standardů (IFRS) na kótované emitenty.

Ministerstvo financí ČR všechny diskrece v oblasti práva kapitálového trhu již delší dobu řádně konzultuje a analyzuje v rámci posouzení dopadů regulace (*regulatory impact assessment* neboli RIA). Odborná veřejnost a jiné zainteresované subjekty tak mají možnost se k případnému využití či nevyužití diskrecí vyjádřit. Nicméně nelze vyloučit, že některá národní úprava (přijata zejména před vstupem ČR do EU) je zachovávána primárně z historických důvodů, kdy v mnohých případech již mohly důvody pro odchýlnou národní úpravu pominout, nebo se mohlo ukázat, že zvolená regulace nevedla ke kýženým výsledkům a je vhodné ji revidovat. Proto se odborná veřejnost tímto konzultačním materiálem vyzývá i k tomu, aby identifikovala takovouto případnou úpravu, včetně doporučení, zda má být zachována či revidována (případně zrušena).

Teoreticky ale může nastat i situace, kdy rozvoji kapitálového trhu v ČR brání absence vhodné regulace (obvyklé například ve vyspělých zemích). Odborná veřejnost se proto také vyzývá k zaslání dalších podnětů k odstranění překážek bránících rozvoji českého kapitálového trhu či naopak zavedení dalších opatření na podporu českého kapitálového trhu. Jako náměty k diskusi se nabízí například otázka podfondů i u jiných právních forem investičních fondů než jsou akciové společnosti s proměnným základním kapitálem (SICAV), sekuritizace, leasingu a faktoringu, podpory *fintech* (v oblasti kapitálového trhu, např. *robo advice* či DLT) a investičního *crowdfunding* či podpory *business angels* a venture kapitálu.

Otázky ke konzultaci:

3.1. Identifikujete v praxi nějaký problém v souvislosti se základními předpisy upravujícími kapitálový trh, na který by bylo vhodné v nejbližší novele reagovat? Uvítáme i návrh legislativního řešení, odůvodnění tohoto návrhu a související data.

3.2. Identifikujete v české právní úpravě oblasti, které je možné označit za úpravu nadbytečnou a zatěžující a nemající oporu v „evropském“ právu? Jak byste ji doporučili novelizovat?

3.3. Máte nějaké další náměty, jak regulatorními zásahy podpořit rozvoj kapitálového trhu v ČR?

3.4. Domníváte se, že by se Ministerstvo financí ČR mělo podílet na rozvoji kapitálového trhu v České republice i jinak než změnou právních předpisů, například formou podpory best practices? Jaké konkrétní angažování byste přivítali?

4. Nahrazení části shrnutí prospektu sdělením klíčových informací

Shrnutí prospektu je část prospektu obsahující veškeré klíčové informace pro potenciálního investora ve strukturované podobě. Shrnutí tvoří stručný úvod prospektu o délce max. 7 stran A4 a po jeho přečtení by měl být drobný (retailový) investor schopen učinit informované rozhodnutí o investici. Nařízení (EU) o prospektu zavádí novou koncepci shrnutí prospektu jakožto tzv. sdělení klíčových informací (KIID, *Key Investor Information Document*) a jeho náležitosti jsou upraveny v čl. 7 nařízení (EU) o prospektu.

Shrnutí tvoří tyto čtyři oddíly:

1. úvod, jenž obsahuje upozornění (*warnings*);
2. klíčové informace o emitentovi;
3. klíčové informace o cenných papírech a
4. klíčové informace o veřejné nabídce cenných papírů nebo o jejich přijetí k obchodování na regulovaném trhu.

Nařízení (EU) o prospektu nabízí v čl. 7. odst. 7 možnost, aby domovský členský stát EU vyžadoval od emitenta, který povinně vypracovává sdělení klíčových informací podle nařízení (EU) o PRIIPs, aby nahradil třetí oddíl shrnutí prospektu informacemi, které obsahuje sdělení klíčových informací dle čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs.

Třetí oddíl shrnutí o prospektu obsahuje následující pododdíly:

1. „Jaké jsou hlavní rysy cenných papírů?“;
2. „Kde budou cenné papíry obchodovány?“;
3. „Je za cenné papíry poskytnuta záruka?“ a
4. „Jaká jsou hlavní rizika, která jsou specifická pro tyto cenné papíry?“.

V případě využití čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs by shrnutí prospektu namísto výše uvedených obsahovalo pododdíly:

1. „O jaký produkt se jedná?“;
2. „Jaká podstupují rizika a jakého výnosu bych mohl dosáhnout?“;
3. „Co se stane, když [název tvůrce produktu s investiční složkou] není schopen uskutečnit výplatu?“;
4. „S jakými náklady je investice spojena?“;
5. „Jak dlouho bych měl investici držet? Mohu si peníze vybrat předčasně?“;
6. „Jakým způsobem mohu podat stížnost?“ a
7. „Jiné relevantní informace“.

Již na první pohled je zřejmé, že obsahové náležitosti čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs jsou výrazně širší, než náležitosti třetího oddílu shrnutí prospektu, obsahující klíčové informace o cenných papírech. V případě, kdy emitent nahradí třetí oddíl shrnutí prospektu informacemi, které musí obsahovat sdělení klíčových informací dle čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs, dojde zároveň k navýšení maximálního počtu stran shrnutí prospektu

o tři dodatečné strany velikosti A4. Informace nahrazující třetí oddíl shrnutí prospektu by pak rovněž byly samostatným oddílem s označením, že se jedná o obsah sdělení klíčových informací podle čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs.

Cílem této konzultace je analyzovat, zda by měla Česká republika od emitentů, kteří povinně vypracovávají sdělení klíčových informací podle nařízení (EU) o PRIIPs, požadovat, aby vždy nahradili třetí oddíl shrnutí prospektu informacemi, které musí obsahovat sdělení klíčových informací dle čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs. Alternativou je ponechat toto na rozhodnutí emitenta.

Otázky ke konzultaci:

4. Považujete za vhodné, aby Česká republika vyžadovala od emitentů, kteří povinně vypracovávají sdělení klíčových informací podle nařízení (EU) o PRIIPs, aby vždy nahradili třetí oddíl shrnutí prospektu informacemi, které musí obsahovat sdělení klíčových informací dle čl. 8 odst. 3 písm. c) až i) nařízení (EU) o PRIIPs? Pokud ano, z jakých důvodů?

5. Dluhopisy bez prospektu nabízené drobným (retailovým) investorům

V poslední době se objevují nabídky dluhopisů drobným (retailovým) investorům, které využívají různých výjimek z povinnosti uveřejnit prospekt (např. jsou nabízeny méně než 150 drobným (retailovým) investorům, případně je objem emise nižší než 1 mil. EUR). Vzniká otázka, zda jsou drobní (retailoví) investoři v těchto případech adekvátně chráněni. K tomuto boomeru nabídek došlo jednak v návaznosti na novelu ZoDluh, která nabyla účinnosti v srpnu 2012 (jednalo se o novelu č. 172/2012 Sb.). Touto novelou byl zejména zrušen požadavek, aby emisní podmínky schvalovala Česká národní banka. Dalším impulsem pak byl pokles úrokových sazeb a s tím spojené složitější hledání výnosů investory, který tento trend ještě více posílil. Je třeba si v této souvislosti uvědomit, že emisní podmínky dluhopisů dle požadavků ZoDluh sice obsahují dostatek informací o vydávaných dluhopisech, obsahují však jen minimum informací o emitentovi a o jeho schopnosti splácet, což vyvolává určité pochyby o jejich dostatečné způsobilosti k ochraně investorů. Informace o emitentovi lze dohledat v Obchodním rejstříku, nicméně ne vždy jsou tyto informace v aktuální podobě (typicky výroční zpráva se zpravidla schvaluje v červnu následujícího roku a publikována bývá i později).

Navrhuje se tedy zvážit, zda by nebylo vhodné se inspirovat novou úpravou shrnutí prospektu dle nařízení (EU) o prospektu. Ten se z hlediska obsahu dělí na čtyři části: úvod, informace o emitentovi, informace o cenných papírech a informace o veřejné nabídce nebo přijetí k obchodování na regulovaný trh. Oproti emisním podmínkám tedy shrnutí prospektu obsahuje i údaje o emitentovi a je nově pojato jako standardizované sdělení klíčových informací s pevně stanoveným formátem a rozsahem maximálně 7 stran ve formátu A4 (neuplatní-li se některé výjimky umožňující rozsah ve specifických případech rozšířit). Shrnutí prospektu představuje strukturovaný souhrn nejdůležitějších informací včetně informací ohledně rizik spojených s danou investicí, po jehož přečtení má být drobný (retailový) investor schopen učinit informované rozhodnutí o investici, aniž by musel číst celý prospekt. Pro ochranu zájmů drobných (retailových) investorů se tak shrnutí prospektu jeví jako nejvhodnější nástroj, ať už z pohledu srozumitelnosti vyplývající ze samotné koncepce shrnutí, tak i z pohledu obsahu, neboť zde, na rozdíl od emisních podmínek, nechybí informace o emitentovi. Dává se tedy na zvážení, zda nestanovit v souladu s č. 1 odst. 3 nařízení (EU) o prospektu povinnost vyhotovit srovnatelný dokument u všech emisí dluhopisů nabízených drobným (retailovým) investorům, i když jinak povinnost vyhotovit prospekt nevzniká. Vlastní nastavení lze modifikovat, například tak, že za drobného (retailového) investora se pro tyto účely nepovažuje osoba, která investuje minimálně 1 mil. Kč a u níž byl proveden test vhodnosti (obdobně podle § 272 ZISIF) či stanovením, že toto není vyžadováno pro nabídku učiněnou méně než 20 drobným (retailovým) investorům (obdobně podle § 295a ZISIF). Zvážit lze i úpravu obsahu emisních podmínek, nicméně v tomto ohledu se objevují spíše názory, že úprava obsahu emisních podmínek v ZoDluh je zbytečně preskriptivní.

Tuto úvahu lze dále rozvést analýzou obdobných dokumentů informačního charakteru. Za určitý standard lze považovat sdělení klíčových informací podle směrnice UCITS (a prováděcího nařízení Komise (EU) č. 583/2010) regulující oblast standardních fondů pro veřejnost. Podobnou úpravu obsahuje nařízení (EU) o klíčových informacích pro strukturované retailové investiční produkty (tzv. PRIIPs), které stanoví povinnost vyhotovovat a předkládat investorům sdělení klíčových informací pro tento typ produktů, a to s účinností od ledna 2018. V obdobném

duchu je rovněž v novém nařízení (EU) o prospektu koncipováno právě shrnutí prospektu. Povinnost vyhotovovat strukturované informační dokumenty lze nalézt i u neinvestičních produktů – u spotřebitelských úvěrů tak ukládá směrnice o smlouvách o spotřebitelském úvěru a u hypotečních úvěrů směrnice o úvěrech na bydlení. Obdobná povinnost byla českým právem stanovena pro penzijní fondy III. pilíře, tzv. účastnické fondy.

Na závěr je třeba upozornit, že od 3. ledna 2018 je zakázáno, aby investiční zprostředkovatelé nabízeli dluhopisy bez prospektu (s výjimkou státních dluhopisů a hypotečních zástavních listů). Pokud by se tento zákaz, jehož cílem je eliminovat zejména široce rozšířené nabízení korporátních dluhopisů, ukázal v budoucnu jako příliš restriktivní, lze jej případně revidovat, například budou-li zavedeny povinnosti uvedené výše.

Otázky ke konzultaci:

5.1. Máte s dluhopisy bez prospektu nějaké konkrétní negativní zkušenosti, nebo se domníváte, že dluhopisy bez prospektu nepředstavují závažný problém, na který je potřeba reagovat?

5.2. Považujete emisní podmínky a Obchodní rejstřík v jejich stávající podobě za dostačující zdroj informací pro drobné (retailové) investory?

5.3. Navrhli byste posílit ochranu drobných (retailových) investorů v případě dluhopisů bez prospektu? Pokud ano, tak jak?

5.4. Považovali byste za vhodné revidovat zákonnou úpravu obsahu emisních podmínek dluhopisů a jak? Své návrhy odůvodněte a doplňte poznatky z praxe nebo daty.

6. Oznamování emisí dluhopisů České národní banky

Prospekt nemůže být uveřejněn bez předchozího schválení Českou národní bankou, popřípadě orgánem dohledu jiného členského státu. Nicméně emise dluhopisů bez prospektu nepodléhají žádné systematické kontrole ze strany České národní banky ani jiného subjektu. Česká národní banka totiž nemá přehled o vydávaných dluhopisech, protože jí nejsou emise dluhopisů oznamovány a, jak bylo zmíněno výše, od srpna 2012 již neschvaluje emisní podmínky. Dává se tedy na zvážení, zda emise dluhopisů nehlásit pro účely statistiky České národní banky, obdobně jako se jí hlásí emise dluhopisů vydávané v zahraničí nebo podle zahraničního práva - viz § 8a ZDKT. Toto by mohlo být doplněno i povinným zasláním emisních podmínek k evidenci.

V poslední době byl na českém kapitálovém trhu identifikován problém ve značném nárůstu problematické nabídky dluhopisů drobným (retailovým) investorům, přičemž tato nabídka využívá výjimek ze zákona, někdy třeba i s cílem vyhnout se řádnému dohledu České národní banky. Tyto emise mohou pocházet např. od pochybných emitentů, emitentů s nedostatečným finančním zázemím nebo emitentů ve finančních problémech, kteří následně nejsou schopni dostát svým závazkům vůči investorům. Běžný drobný (retailový) investor není dostatečně informován tak, aby měl veškeré relevantní informace, o investici, kterou zvažuje, přičemž slibované zhodnocení bývá vysoké a pro nezkušeného retailového investora lákavé. Orgán dohledu nad kapitálovým trhem, Česká národní banka, pak často nemá informace, že taková emise je nabízena, takže není vždy schopná provádět řádný dohled. Tento problém s nabídkou dluhopisů byl částečně vyřešen novelou ZPKT č. 204/2017 Sb., která je účinná od 3. ledna 2018, kdy investiční zprostředkovatelé nemohou od tohoto data nabízet dluhopisy bez prospektu nebo obdobného dokumentu [viz § 29 odst. 3 písm. e) ZPKT ve znění účinném od 3. ledna 2018]. Budou ale i nadále smět nabízet státní dluhopisy a hypoteční zástavní listy, protože v souvislosti s těmito investičními nástroji výše uvedený problém při distribuci nevzniká (riziko nesplacení se u těchto dluhopisů limitně blíží nule). Touto změnou se výrazně ztíží přístup drobných (retailových) investorů k dluhopisům bez prospektu za účelem jejich ochrany.

V souvislosti s novelou ZoDluh (172/2012 Sb.), kdy se rušila role České národní banky podle ZoDluh, byl do ZDKT vložen nový § 8a upravující informační povinnosti emitentů dluhopisů vůči České národní bance v případě vydávání dluhopisů v zahraničí (předtím bylo toto upraveno v § 3 odst. 3 a 4 ZoDluh). Za porušení této povinnosti lze uložit pokutu až do výše 5 mil. Kč (resp. 10 mil. Kč). Aktuálně toto ustanovení zní takto:

„Osoba se sídlem nebo bydlištěm v České republice, která vydává tyto dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky v zahraničí nebo která vydává obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky podle práva cizího státu, poskytne nejpozději k datu emise těchto dluhopisů nebo obdobných cenných papírů představujících právo na splacení dlužné částky České národní bance informace o objemu jejich emise, místu jejich vydání, jakož i jejich formě, podobě, výnosu a splatnosti.“

Dluhopisy bez prospektu lze obecně považovat za rizikovější než dluhopisy s prospektem. I proto je vhodné více kontrolovat jejich nabízení drobným (retailovým) investorům. Proto by měla Česká národní banka být alespoň informována, že k distribuci investičního cenného papíru vůbec dochází.

Otázky ke konzultaci:

6.1. Domníváte se, že by ČNB měla být informována o všech emisích dluhopisů, zejména v případě, kdy není vyhotovován prospekt?

6.2. Domníváte se, že by bylo vhodné ještě jinak posílit pravomoci ČNB ve vztahu k dluhopisům bez prospektu?

7. Horní výše pokut za přestupky

Od 1. července 2017 nabyl účinnosti ZoPŘ, který především harmonizoval obecnou právní úpravu podmínek odpovědnosti za přestupky (dříve „správních deliktů“), procesně-právní úpravu a okolnosti, které musí správní orgán zohlednit při stanovení výše pokuty za přestupky. Česká úprava přestupků tradičně vychází z logického principu, že pro závažnější přestupky by měl být stanoven přísnější správní trest (vyšší pokuta). Současně se EU pokouší o harmonizaci správních sankcí v oblasti finančního trhu, nicméně k této harmonizaci dochází v jednotlivých právních předpisech a nikoli hromadně, navíc někdy tato harmonizace není příliš systematická. To vede k tomu, že například za porušení transparenční směrnice (ze které plynou povinnosti pro kótované emitenty, kteří jinak nejsou subjekty s povolením České národní banky) mají být ukládány pokuty až do 10 mil. EUR, zatímco obchodníkům s cennými papíry za porušení směrnice (EU) o trzích finančních nástrojů mají být ukládány pokuty „pouze“ do 5 mil. EUR. Také dochází k tomu, že například pro standardní fondy (UCITS) jsou horní hranice pokut právem EU harmonizovány, zatímco pro jiné investiční fondy (AIF) není horní hranice výše pokut právem EU předepsána. Kromě toho jsou českým právem dotčeny i subjekty, které právo EU nezná, jako například akreditované osoby či penzijní společnosti.

Výše uvedené tak vede k tomu, že za porušení některých povinností jsou stanoveny výrazně vyšší horní hranice výše pokut (např. 150 mil. Kč), zatímco za porušení jiných povinností jsou tyto hranice nižší (např. 10 nebo 20 mil. Kč). Přitom rozdílná maximální výše pokuty uvedená v zákoně neplyne z toho, že by první skupina přestupků byla závažnější, ale z nesystematické evropské úpravy, která především nezohledňuje závažnost přestupku. Přitom je zřejmé, že porušení práva EU (resp. nařízení EU nebo zákona obsahujícího transpozici směrnice) není samo o sobě více závažné než porušení českého práva (či práva EU, ve vztahu ke kterému k harmonizaci pokut zatím nedošlo). Dává se na zvážení, zda je smysluplné zachovávat „národní“ horní výše pokut v případech, kdy je pro stejný subjekt většina horních hranic výše pokut harmonizována právem EU a kdy zjevně nižší („národní“) horní hranice výše pokut neplyne z nižší závažnosti přestupku. Současně je ale vhodné konstatovat, že pro subjekty, které nejsou právem EU harmonizovány, lze „národní“ výši pokut zachovat. Odborná veřejnost se v této souvislosti dále znovu vyzývá k vyjádření názoru, zda ve vztahu k přestupkům, kde je horní hranice výše pokut harmonizována právem EU, vnímají jako vhodnější, když je horní hranice výše pokut stanovena v minimální možné výši (tj. např. dle kurzu Kč/EUR ke dni publikace příslušného předpisu EU v Úředním věstníku EU), či zda by považovali za vhodnější nějakou formu zaokrouhlení (zaokrouhlení dolů není možné, čili například zaokrouhlení kurzu Kč/EUR na celé koruny nahoru, případně na celé desetihaléře či padesátihaléře). Zejména u vyšších částek (například 20 mil. EUR pro centrálního depozitáře cenných papírů či 15 mil. EUR za manipulaci s trhem) může případné zaokrouhlení kurzu činit celkem značné nominální částky (zákon ale předepisuje jen horní hranici pokut, nijak nezavazuje Českou národní banku v tom, jaké pokuty bude skutečně ukládat) – v takových případech lze jako alternativu zaokrouhlení kurzu zvážit zaokrouhlení částky - horní výše pokuty v zákoně (například na celé milióny či desetimilióny).

V neposlední řadě je pak potřeba si povšimnout, že horní hranice pokuty stanovená absolutní částkou nemusí být relevantní vždy, neboť horní hranice výše pokuty je v některých případech na základě harmonizace s právem EU stanovena také jako určité procento z ročního obrátu (pro subjekty, které jsou součástí velkých nadnárodních skupin - konsolidačních celků - pak celého konsolidačního celku). Opět se dává na zvážení, zda tento typ pokut nestanovit i pro přestupky, u nichž pokuty právo EU neharmonizuje (a v jaké výši - 1 %, 2 %, 3 %, 5 % nebo 10 %). V této souvislosti upozorňujeme na srovnatelné pokuty dle telekomunikačního zákona či

dle nařízení (EU) o ochraně osobních údajů (tzv. GDPR). Výše pokuty může být odvozena i od výše neoprávněně získaného prospěchu (např. dvojnásobek nebo trojnásobek tohoto prospěchu).

Otázky ke konzultaci:

7.1. Domníváte se, že bychom měli zachovávat „národní“ výše sazeb pokut, které jsou nižší než „evropské“, nebo bychom měli výši sazeb pokut na finančním trhu sjednotit tak, aby sazby pokut odpovídaly typové závažnosti přestupky, tedy, aby sazby pokut za „národní“ přestupky se zvýšily a přizpůsobily sazbám „evropským“?

Oblast kapitálového trhu je oblast silně regulovaná evropským právem, tedy směnicemi EU (které musejí být transponovány do zákona či vyhlášek) a nařízeními EU (která jsou přímo účinná, přičemž zákony a vyhlášky se na ně musejí adaptovat). Přestože jsou však nařízení EU přímo účinná, není možné, aby Česká národní banka ukládala pokuty za jejich porušení, aniž by byly příslušné přestupky označeny jako přestupky v českém zákoně, tedy v těchto ustanoveních nejsou nařízení EU přímo účinná, předně kvůli textaci příslušných ustanovení nařízení EU, která pouze ukládají jednotlivým členským státům, aby zajistily, že jejich orgán dohledu má příslušné pravomoci ke stíhání a trestání porušení nařízení EU, tedy tato ustanovení nezavazují přímo fyzické a právnické osoby.

Např. čl. 36 nařízení (EU) o ratingových agenturách, stanoví toto: „Členské státy stanoví sankce za porušení čl. 4 odst. 1 a přijmou veškerá opatření nezbytná k jejich uplatňování. Stanovené sankce musí být účinné, přiměřené a odrazující.“

7.1. Obecné stanovení výše pokuty

Pro případ porušení povinností vyplývajících ze směrnic EU, a tedy stanovených v zákoně, a z nařízení EU stanoví tyto předpisy EU buď sazbu pokuty, nebo obecně povinnost členského státu EU stanovit přiměřenou pokutu (viz výše čl. 36 nařízení (EU) o ratingových agenturách). V českém zákoně pak je taková horní hranice výše pokuty stanovena s ohledem na legislativní praxi ČR, tedy s ohledem na závažnost takového přestupku, resp. s ohledem na jeho společenskou škodlivost a s ohledem na finanční sílu subjektů působících na kapitálovém trhu v ČR při zohlednění ostatních sazeb pokut tak, aby za nejméně závažné přestupky byly sazby nejnižší a za nejzávažnější jednání byly sazby nejvyšší.

7.2. Stanovení sazby pokuty pevnou částkou

V oblasti kapitálového trhu je však častější případ, kdy tyto normy EU stanoví maximální výše pokut, které musí členský stát implementovat do svého právního řádu, přičemž se tyto sazby pokut vztahují buď na celý předpis, resp. na porušení jakékoli povinnosti, či jsou uvedeny články takového předpisu, jejichž porušení musí být sankcionováno (to nebrání členským státům EU upravit i jiné přestupky za porušení nařízení EU).

Např. čl. 38 odst. 2 písm. d) a e) nařízení (EU) o prospektu stanoví toto:

„Členské státy v souladu s vnitrostátním právem zajistí, že příslušné orgány mají pravomoc uložit alespoň tyto správní sankce a jiná správní opatření ve vztahu k porušením uvedeným v odst. 1 prvním pododstavci písm. a):

d) v případech právnických osob správní peněžité sankce, jejichž maximální výše činí alespoň 5 000 000 EUR nebo v členských státech, jejichž měnou není euro, ve vyšší odpovídající hodnoty v národní měně ke dni 20. července

2017, nebo 3 % celkového ročního obrátu právnické osoby podle poslední dostupné účetní závěrky schválené řídicím orgánem. (...)

e) *případě fyzické osoby správní peněžité sankce, jejichž maximální výše činí alespoň 700 000 EUR nebo v členských státech, jejichž měnou není euro, ve výši odpovídající hodnoty v národní měně ke dni 20. července 2017.*“

Kurz vyhlášený Českou národní bankou k 20. červenci 2017 byl 26,040 Kč za 1 EUR.

7.3. Přepočítací kurz pro stanovení sazby pokuty

Částka sazby pokut je uvedena v euro a pro státy, které nemají za měnu euro, je stanoven přepočítací kurz platný v pevně stanovený den uvedený v takové evropské normě; buď evropský předpis stanoví konkrétní datum - viz výše nařízení (EU) o prospektu, nebo je kurz stanoven ke dni publikace příslušného předpisu EU v Úředním věstníku EU. Přepočítací kurz je tedy mírně odlišný pro jednotlivá nařízení EU a směrnice EU s ohledem na výkyvy kurzu.

V této souvislosti se nabízí otázka, jak při stanovení horní hranice výše sazby v zákoně postupovat, přičemž možnosti jsou:

1) do zákona uvést přesnou výši na základě kurzu bez jakéhokoli zaokrouhlení:

- tedy v případě sazby 5 mil. EUR dle nařízení (EU) o prospektu by taková částka v českém zákoně byla stanovena jako částka 130,2 mil. Kč a částka 700 tis. EUR jako částka 18,228 mil. Kč; tyto částky však mohou být i velmi členité např. 6,7825 mil. Kč nebo 2,713 mil. Kč, na základě nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) 2016/1011, kde byly sazby stanoveny mimo jiné jako 250 tis., 100 tis. a 500 tis. EUR při kurzu ke dni 30. června 2016, který byl 27,130 Kč/EUR.

Ovšem takové částky horní hranice výše pokut působí v zákoně nezvykle, neboť česká legislativa tradičně, především z důvodů přehlednosti a jednoznačnosti pro adresáty norem, stanovuje sazby pokut jako částky zaokrouhlené. Adresátům norem nemusí být na první pohled zřejmý důvod této neobvyklosti, kdy horní hranice působí spíše jako jakýsi sazebník poplatků, tedy již pevně stanovené konkrétní částky a nikoli rozmezí sazby, ve které se orgán dohledu (Česká národní banka) musí pohybovat.

2) do zákona uvést částku zaokrouhlenou:

- a to na základě zaokrouhlení přepočítacího kurzu, a to i *pro futuro* např. pevně stanoveným kurzem 30 Kč/EUR (tedy ve shodném případě 5 mil. EUR jako částku 150 mil. Kč a částka 700 tis. EUR jako částka 21 mil. Kč), nebo

- na základě zaokrouhlení výsledné částky po přepočtení na nejbližší miliony, desetimiliony, apod. (tedy z částky 130,2 mil. Kč na částku 135 mil. Kč, 140 mil. Kč nebo 150 mil. Kč a z částky 18,228 mil. Kč na částku 20 mil. Kč)

Vzhledem k textu ustanovení směrnic EU a nařízení EU není možné stanovit sazby pokut nižší, než ukládají tyto předpisy EU, které určují nejmenší možnou horní hranici výše pokuty, viz slovo „alespoň“ nebo „nejméně“ v příslušných ustanoveních směrnic a nařízení, např. uvedené nařízení (EU) o prospektu. V případě snížení sazby pokuty pod takovou částku by se ČR vystavovala riziku zahájení infringementu ze strany Komise Evropské unie – tedy řízení o neimplementaci evropských předpisů.

Otázky ke konzultaci:

7.2. Považujete za vhodné vycházet při stanovení horní hranice výše pokuty přesně z kurzu České národní banky stanoveného k datu uvedenému v evropském právu, nebo považujete za vhodnější zaokrouhlení v souladu s legislativní tradicí v českém právu?

7.3. Pokud považujete za vhodnější zaokrouhlení, jaký způsob zaokrouhlení preferujete (např. zaokrouhlení kurzu na celé koruny, desetihaléře či padesátihaléře nebo zaokrouhlení až sazby vyjádřené v českých korunách či jiný způsob)?

7.4. Střet „evropských“ a „českých“ sazeb pokut

Problematickostí střetu „evropských“ a „českých“ sazeb pokut v zákonech spočívá především v nesystematičnosti „evropských“ výší sazeb. Český právní řád stojí zásadně na principu, že méně společensky závažná deliktivní jednání mají být pod nižší sazbou pokuty nebo jiného trestu než společensky závažnější jednání, přičemž společensky nejvíce škodlivá jednání mají být kvalifikována jako trestné činy. V oblasti přestupků by pak výše sazby pokuty měla odrážet společenskou škodlivost takového protiprávního jednání a zároveň tedy míru ochrany společenského zájmu, proti kterému přestupek směřuje. Za méně společensky škodlivé přestupky by sazby měly být v řádech tisíců, za závažná protiprávní jednání pak v řádech milionů. Právo EU však horní hranici výše sazby stanoví jiným způsobem, dá se říci bez nějakého jednotícího klíče, tedy sazby pokut jsou v různé výši zcela bez ohledu na závažnost jednání, za které mají být uloženy, a bez ohledu na subjekty (jejich finanční sílu a vliv na kapitálový trh), které se takového jednání dopustily.

Např. podle směrnice (EU) o trzích finančních nástrojů je obchodníkům s cennými papíry, tedy zásadním subjektům na kapitálovém trhu s potenciálně značnou finanční silou a s případným zásadním vlivem na celý kapitálový trh, stanovena hranice pokut „pouze“ ve výši 5 mil. EUR, zatímco podle směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/104/ES ve znění směrnice 2013/50/ES (tzv. TD II) se stanoví sazby 10 mil. EUR, a to pro kótované emitenty, tedy subjekty, které ke své činnosti nepotřebují povolení České národní banky, a tedy subjekty s výrazně menším vlivem na kapitálový trh. Obdobně pak lze říci, že jsou subjekty, např. standardní fondy (UCITS fondy), které podléhají vysokým sazbám podle směrnic a nařízení, zatímco jim podobné subjekty, alternativní investiční fondy (AIFs), těmto sazbám nepodléhají, ačkoli jejich protiprávní jednání bude mít obdobný charakter i obdobný vliv na kapitálový trh.

Zároveň nutno poznamenat, že se EU postupně (zatím však spíše namátkově) snaží o harmonizaci sankcí v oblasti finančního trhu.

Dále je kategorie subjektů, které nejsou „evropským“ právem upraveny vůbec, neboť se jedná o čistě českou úpravu. Základní přestupky těchto subjektů pak také nejsou upraveny „evropským“ právem.

Problém tedy nastává, jsou-li tyto sazby pokut implementovány do českého zákona, neboť dojde ke střetu těchto sazeb se sazbami „českými“, které jsou zásadně stanoveny ve výši, která jednak odpovídá finanční situaci subjektů působících na českém kapitálovém trhu a jednak zapadá do výše sazeb v českém právním řádu. „Evropské“ sazby pokut v českém zákoně pak vytvářejí situaci, kdy za společensky méně závažné jednání je stanovena sazba pokuty v nepřiměřené výši v řádech desítek či stovek milionů korun naproti „českým“ sazbám za přestupky často daleko společensky závažnější.

Tuto diskrepanci je možno řešit zvýšením sazeb za přestupky, jejichž původ není v evropském právu. V oblasti kapitálového trhu přizpůsobit veškeré sazby pokut sazbám pocházejícím ze směrnic EU a nařízení EU by znamenalo citelné zvýšení „českých“ sazeb, které jsou v tuto chvíli v ZPKT na úrovních částek 500 tis. Kč, 1 mil. Kč, 5 mil. Kč, 10 mil. Kč a 20 mil. Kč. „Evropské“ sazby jsou však v milionech až desítkách milionů euro (nejvyšší sazba v oblasti kapitálového trhu je v tuto chvíli za porušení nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ve výši 20 mil. EUR – v českém zákoně vyjádřeno částkou 550 mil. Kč.)

Jen na okraj poznamenáváme, že směrnice EU i nařízení EU zpravidla obsahují ustanovení, které výslovně umožňuje, aby se členský stát EU od těchto výší sazeb odchytil a stanovil je vyšší, přestože taková možnost vyplývá již ze samotné textace ustanovení o správních sankcích uvedených v evropských normách.

Otázky ke konzultaci:

7.4. Považujete za vhodné z důvodu přehlednosti, systematickosti a logiky věci zvýšení českých sazeb pokut u přestupků, jejichž sankcionování není po ČR vyžadováno právem EU? A to obecně, nebo jen u subjektů, u nichž již nyní je většina sazeb pokut stanovena evropským právem?

7.5. Individualizovaná sazba pokuty

Právo EU kromě stanovení minimální výše sazby pokuty stanoví další způsoby, jak má orgán dohledu stanovit pokutu. Jedná se o možnost orgánu dohledu překročit základní sazbu pokuty danou částkou uplatněním výpočtu individualizované sazby určené na základě procenta (zpravidla 5 %, nebo 10 %) z ročního obrátu určeného podle účetní závěrky (ev. konsolidované účetní závěrky) - což se z povahy věci týká pouze osob právnických, anebo násobkem (zpravidla dvojnásobkem nebo trojnásobkem) výše neoprávněného zisku získaného spácháním příslušného přestupku nebo ztráty, které bylo přestupkem zabráněno (do českého zákona transponováno jednotně jako „neoprávněný prospěch“).

Např. čl. 38 odst. 2 písm. c) a d) nařízení (EU) o prospektu stanoví toto:

„Členské státy v souladu s vnitrostátním právem zajišťují, že příslušné orgány mají pravomoc uložit alespoň tyto správní sankce a jiná správní opatření ve vztahu k porušením uvedeným v odst. 1 prvním pododstavci písm. a):

c) správní peněžité sankce, jejichž maximální výše činí alespoň dvojnásobek zisku, kterého bylo v důsledku porušení pravidel dosaženo, nebo ztráty, které bylo v důsledku porušení pravidel zabráněno, jestliže je lze určit;

d) v případě právnických osob správní peněžité sankce, jejichž maximální výše činí alespoň 5 000 000 EUR nebo v členských státech, jejichž měnou není euro, ve výši odpovídající hodnoty v národní měně ke dni 20. července 2017, nebo 3 % celkového ročního obrátu právnické osoby podle poslední dostupné účetní závěrky schválené řídicím orgánem.

Je-li právnická osoba mateřským podnikem nebo dceřným podnikem mateřského podniku, který je povinen sestavovat konsolidovanou účetní závěrku podle směrnice 2013/34/EU, je příslušným celkovým ročním obrátem celkový roční obrát nebo odpovídající druh příjmů v souladu s příslušným právem Unie v oblasti účetnictví podle nejnovější dostupné konsolidované účetní závěrky schválené řídicím orgánem vrcholného mateřského podniku;

e) případě fyzické osoby správní peněžité sankce, jejichž maximální výše činí alespoň 700 000 EUR nebo v členských státech, jejichž měnou není euro, ve výši odpovídající hodnoty v národní měně ke dni 20. července 2017.“

Je zřejmé, že tímto výpočtem se sazby pokut mohou pro určité, finančně silné subjekty, výrazně zvýšit, např. u sazby 10 % z obratu konsolidační celek může jít o částku v řádech miliard a desítek miliard korun.³

Otázky ke konzultaci:

7.5. Považujete za vhodné stanovit rovněž u sazeb pokut u přestupků, jejichž sankcionování není po ČR vyžadováno právem EU, možnost České národní banky zvýšit sazbu pokuty stanovením individualizované sazby na základě výpočtu procenta z obratu u právnických osob? A případně jakým procentem (1 %, 2 %, 3 %, 5 % nebo 10 %)?

7.6. Považujete za vhodné stanovit rovněž u sazeb pokut u přestupků, jejichž sankcionování není po ČR vyžadováno právem EU, možnost České národní banky zvýšit sazbu pokuty stanovením individualizované sazby na základě výpočtu násobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním předmětného přestupku nebo násobku ztráty, kterou subjekt spácháním přestupku neutrpěl? A případně jaký násobek považujete za vhodný – dvojnásobek či trojnásobek?

7.6. Postup České národní banky při výpočtu pokuty

Závěrem je nutno uvést, že zákon stanoví horní hranici výše pokut, tedy neukládá, že taková pokuta bude kdy uložena, neboť jak vyplývá ze ZoPŘ, účinného ode dne 1. července 2017, Česká národní banka musí podle § 37 ZoPŘ při určení druhu a výměry správního trestu přihlídnout k celé řadě okolností, mimo jiné k polehčujícím a přitěžujícím okolnostem uvedeným v § 38 a 39 ZoPŘ, přičemž zohlední mimo jiné finanční sílu takového subjektu. V takovém případě se konkrétní sazba pokuty pro českou osobu, která spáchala přestupek, výrazně sníží a výše pokut ukládaných Českou národní bankou za porušení „evropských předpisů“ se pohybuje v dolní polovině výše sazby pokuty za ně stanovené.

Výše sazby pokuty v zákoně má mít tedy především odrazující účinek. S ohledem na výši sazby pokut pramenící v evropském právu v řádech stovek milionů korun se nabízí otázka:

Otázky ke konzultaci:

7.7. Považujete horní hranice výše pokut za odrazující natolik, že jste zvažovali odchod z kapitálového trhu? Případně domníváte se, že hrozba pokuty v řádech desítek či stovek milionů může být odrazujícím faktorem při vstupu do tohoto podnikatelského odvětví?

³ Při výpočtu této částky musí orgán dohledu do obratu započítat: úrokové výnosy, výnosy z dividend, výnosy z poplatků a provizí, zisk z odúčtování finančních aktiv a závazků nevykázaných v RH do Z/Z, zisk z finančních aktiv a závazků k obchodování, zisk z finančních aktiv a závazků v RH vykázané do zisku nebo ztráty, zisk ze zajišťovacího účetnictví, kurzové rozdíly – zisk, zisk z odúčtování nefinančních aktiv, ostatní provozní výnosy, negativní goodwill účtovaný do výkazu zisku nebo ztráty, podíl na zisku dceřiných, společných a přidružených podniků, zisk z neoběžných aktiv a vyřazovaných skupin a zisk z ukončovaných činností před zdaněním.

Zkratky

ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
drobný (retailový) investor	zákazník, který není profesionálním zákazníkem podle ZPKT
EU	Evropská unie
EUR	euro
Kč	koruna česká

Zkratky právních předpisů

nařízení (EU) o fondech peněžního trhu	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1131 ze dne 14. června 2017 o fondech peněžního trhu
nařízení (EU) o PRIIPs	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou, ve znění pozdějších předpisů
nařízení (EU) o prospektu	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES
nařízení (EU) o ratingových agenturách	nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách, ve znění pozdějších předpisů
nařízení (EU) o STS sekuritizaci	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/2402 ze dne 12. prosince 2017, kterým se stanoví obecný rámec pro sekuritizaci a vytváří se zvláštní rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012
NVIT	nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování, ve znění pozdějších předpisů
směrnice (EU) o prospektu	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES, ve znění pozdějších předpisů
směrnice (EU) o trzích finančních	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích

nástrojů	finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU, ve znění pozdějších předpisů
ZDKT	zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů
ZISIF	zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZoDluh	zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
ZoPŘ	zákon č. 250/2016 Sb. o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zkratky literatury

Zpráva

zpráva Světové banky „*Capital Market Assessment / Market Development Options Czech Republic*“ publikovaná na [webových stránkách Ministerstva financí ČR](#) dne 2. října 2017