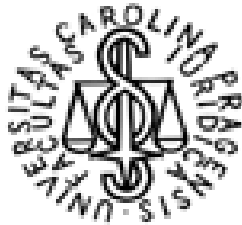


UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

Právnická fakulta



Jan Barton

**Právní úprava speciálních fondů
kolektivního investování se zaměřením na
funkci banky jako deponitáře**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Katedra: Finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce: 11.září 2009

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.

V Praze dne 11. září 2009

.....

Jan Barton

„Maximas habet divitias, qui nullas desiderat.“ Lucius Anneus Seneca, A.D. 55
„La grandeur de l'ame n'est pas tant, tirer a mont, et tirer avant, comme sçavoir se ranger et circonscrire.“ Michel de Montaigne, A.D. 1575

Poděkování:

Rád bych touto cestou vyjádřil svůj dík **JUDr. Petru Kotábovi** za jeho cenné připomínky ke struktuře i obsahu diplomové práce, rovněž za trpělivost a ochotu při jejím vedení.

Dále bych chtěl poděkovat všem odborným konzultantům, kteří mi vyšli maximálně vstříc a umožnili mi přístup ke všem potřebným informacím, přičemž věnovali svůj cenný čas průběžným revizím zpracovaného textu, a to zejména:

JUDr. Vladimíru Chloubovi
Ing. Janě Kolesárové
Kolegům ČSOB, a.s.
Pracovníkům České národní banky
Advokátům AK Havel & Holásek

Rovněž bych rád poděkoval:

Mým rodičům, za veškerou dlouhotrvající podporu v průběhu celého studia,

Ing. Janu Trojákovi, za všechnu trpělivost a poskytnutý prostor, díky kterým jsem mohl studovat i ve velmi komplikovaných situacích a rovněž za to, jakým člověkem je,

Mgr. Vendule Homolové, za tichou přítomnost v každém okamžiku tvorby této práce a rovněž za její významný příspěvek k mému poznání hodnot, které mají skutečný význam.

Obsah:

1	ÚVOD	4
2	VZNIK A EKONOMICKÝ VÝZNAM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	6
2.1	<i>Historie a vývoj kolektivního investování</i>	6
2.2	<i>Princip kolektivního investování</i>	10
3	OBECNÉ ROZDĚLENÍ SUBJEKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	13
3.1	<i>Investiční model fondů</i>	13
3.2	<i>Podílový model fondů</i>	14
3.3	<i>Uzavřený model fondů („Closed-end funds“)</i>	14
3.4	<i>Otevřený model fondů („Open-end funds“)</i>	15
4	PRÁVO EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ V OBLASTI KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ 16	
4.1	<i>Hlavní principy evropské směrnice UCITS (ve znění UCITS III)</i>	17
4.2	<i>Návrh UCITS IV a směrnice o manažerech alternativních investičních fondů</i>	24
4.3	<i>Vlivy dalších předpisů (MiFiD a Basel II)</i>	30
5	SOUČASNÉ PROSTŘEDÍ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICE	39
5.1	<i>Regulace a samoregulace</i>	39
5.2	<i>Současná právní úprava kolektivního investování v České republice</i>	46
5.2.1	<i>Investiční společnost</i>	48
5.2.2	<i>Investiční fond</i>	49
5.2.3	<i>Podílový fond</i>	51
5.2.4	<i>Standardní fond kolektivního investování</i>	53
5.3	<i>Speciální fondy kolektivního investování a jejich specifika</i>	56
5.3.1	<i>Speciální fondy nemovitostí</i>	57
5.3.2	<i>Fond kvalifikovaných investorů</i>	62
6	DEPOZITÁŘ A JEHO FUNKCE	68
6.1	<i>Obecně o depozitáři, odborná péče</i>	68
6.2	<i>Jednotlivé specifické funkce depozitáře</i>	79
6.3	<i>Judikatura související s činností depozitáře</i>	86
7	ZÁVĚR	96
	Seznam použité literatury	98
	Seznam zkratk	103
	Resumé	104
	Keywords	105

1 ÚVOD

Úvodem této diplomové práce bych rád zmínil příčiny, které mne vedly k volbě jejího tématu a posléze k jejímu napsání. V první řadě to bylo především zjištění, že k tomu, aby bylo možné realizovat jakýkoli významný lidský záměr (ať již v podobě výstavby infrastruktury, investice do technologií, záměru výzkumu a vývoje či jiný), který by přinesl v budoucnosti významnou přidanou hodnotu a prospěch jak jednotlivcům, tak celé společnosti, je zapotřebí kapitál, který musí být za tímto účelem efektivně shromážděn. A ačkoli sice existují individuální subjekty, které se mohou stát jeho pramenem samostatně, je to spíše jev výjimečný a většinou je zapotřebí oslovit více zdrojů k tomu, aby došlo k vytvoření zázemí pro investice, které bývají často vysoce nákladné.

Naznačenou zprostředkovatelskou roli mezi poskytovateli a příjemci zdrojů běžně plní všeobecné komerční banky. Přijímají peněžní prostředky od široké veřejnosti a pak je v souladu se svou obchodní politikou alokují do různých podnikatelských a rozvojových aktivit. Nicméně vzhledem ke složitosti organizačních struktur, nutnému portfoliu poskytovaných služeb a v neposlední řadě rozsahu minimálních požadavků na kapitál, je tento segment vyčleněn pouze několika extrémně bonitním subjektům, které si mohou dovolit takovou aktivitu založit a provozovat. A to rovněž i díky tomu, že banky jako obrovské koncentrace kapitálu, jejichž finanční situace může mít dopad na celé lokální ekonomiky podléhají mimořádně silnému dohledu regulátorů. Prakticky jedinou alternativou, s menšími organizačními, kapitálovými a regulačními požadavky, umožňující relativně rychlou a operativní aplikaci v současném podnikatelském prostředí jsou tedy subjekty kolektivního investování.

Dalším důvodem, kvůli nimž jsem měl zájem se s touto oblastí seznámit blíže, byl i fakt, že vzhledem ke své bankovní praxi se často setkávám s většími projekty, které mají velmi dobře nastavené parametry, díky čemuž jsou schopné zajistit a přinášet stabilní a dlouhodobý výnos, nicméně chybí jim možnost získat to pro realizaci zásadní, tedy dodatečné financování k pokrytí celého rozsahu nákladů. K tomu, aby takový kapitál bylo možné získat, je totiž zapotřebí prokázat, že vlastní zdroje (rovněž „equita“ nebo „equity“) sponzorů jsou přítomny v zamýšlené investici v takovém rozsahu, který by se pro věřitelské subjekty (banky) zdál dostatečný a riziko přijatelné. V této

souvislosti je pak stále častěji možné se potkat se situacemi, kdy přispěvatelem equity do velkých projektů je (v českém právním prostředí) fond kvalifikovaných investorů.

Fond kvalifikovaných investorů se řadí mezi tzv. speciální fondy kolektivního investování, kterým je rovněž tato diplomová práce primárně věnována. Důvodem je to, že tyto subjekty mají velmi vysokou míru volnosti ve skladbě svého portfolia (danou zejména tím, že nejsou nabízeny veřejně, ale slouží tzv. profesionálním investorům) a díky tomuto mohou velmi operativně reagovat na změny na trhu a přispívat kapitálem i při velmi rizikových investicích. Kromě speciálních fondů se ve své diplomové práci zaměřím i na evropskou i národní úpravu organismů kolektivního investování „standardních“, jelikož ta je vlastně jakýmsi zrcadlem fondů speciálních, umožňující pochopit jejich výhody a zároveň zdůraznit jejich rizika.

Strukturu celé diplomové práce jsem si dovolil nastavit tak, aby byly pokryty všechny relevantní oblasti týkající se této problematiky. Ve druhé kapitole se tak budu krátce věnovat historickému vývoji a obecným principům kolektivního investování, v kapitole třetí pak krátce typologii těchto entit z právního pohledu. Následuje kapitola čtvrtá, ve které se dotknu všech základních evropských předpisů, které mají na současné kolektivní investování vliv (a to včetně těch, které v této souvislosti příliš často zmiňovány nejsou). V kapitole páté se budu věnovat účinné úpravě kolektivního investování dle českého práva, ve světle implementace evropských předpisů včetně názorových střetů mezi regulačními a samoregulačními snahami v této oblasti. V poslední kapitole jsem si dovolil provést analýzu funkce deponitáře, jelikož ta je ve velké míře ponechána v diskreci národních států, přičemž tato funkce je pro kvalitu a důvěryhodnost prostředí kolektivního investování mimořádně významná a pojmově jej dotváří. Součástí této kapitoly je i rozbor soudních rozhodnutí v této oblasti, jelikož soudní výklad mnohdy velmi specifických vztahů představuje důležitý nástroj pro pochopení celé problematiky.

2 VZNIK A EKONOMICKÝ VÝZNAM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

2.1 Historie a vývoj kolektivního investování

Zatímco dynamický vývoj v oblasti fondů kolektivního investování spojený s nárůstem objemu kapitálu směřujícího do těchto produktů je poměrně novou záležitostí, základní princip kolektivního investování je lidstvu znám pravděpodobně od samotného vzniku peněz. Lidé již od samotného počátku zbožně-peněžních vztahů sdružovali prostředky k nákupu půdy, dobytka i jiného zboží po mnoho staletí. Idea sdružování prostředků do fondů kolektivního investování a následné investování na trhu cenných papírů, tak jak je známe dnes, se začaly objevovat zhruba od konce 18. století.

V roce 1774 byl v Holandsku založen trust s názvem *Eendragt Maakt Magt* („V jednotě je síla“). V důsledku finanční krize z let 1772 – 1773 se tímto způsobem zakladatelé snažili dosáhnout rozložení rizik a vytvořit příležitosti pro drobné investory s omezenými prostředky.¹ Tento fond investoval převážně do zahraničních dluhopisů států a bank a farmářských půjček v Západní Indii, jelikož jen velmi málo jiných cenných papírů bylo v té době obchodováno na amsterdamské burze. Jmění fondu v hodnotě asi 1 milionu guldenů bylo rozděleno na 2000 akcií, které se roku 1775 začaly obchodovat na amsterdamské burze. Akcionářům byly slíbeny roční dividendové výnosy ve výši 4%, což bylo lehce pod průměrnou nominální úrokovou sazbou dluhopisů v portfoliu fondu. Fond měl být původně po 25 letech rozpuštěn a výnosy z likvidace rozděleny mezi zbývající akcionáře. Řízením investičního portfolia byli pověřeni dva manažeři, kteří měli omezenou svobodu při rozhodování o jeho skladbě. Prospekt² fondu stanovil několik skupin dluhopisů, ze kterých bylo možno vybírat a portfolio muselo být diversifikováno jenom v rámci těchto skupin.

Počáteční úspěch fondu *Eendragt Maakt Magt* vzápětí přilákal následovníky. V roce 1776 založilo konsorcium utrechtských bankéřů fond *Voordeelig en Voorsigtig* („Výnosný a opatrný“) a v roce 1779 byl představen další fond pod názvem *Concordia Res Parvae Crescunt* („Malé věci svorností rostou“). Prospekt *Concordia Res Parvae Crescunt* již přesně neuváděl, do kterých cenných papírů je možno investovat a tudíž poskytoval portfolio-manážerům podstatně větší svobodu při rozhodování. V prospektu

¹ Rouwenhorst, K. Geert. The Origins of Mutual Funds. Yale ICF Working Paper No. 04-48, online dostupný na: <http://ssrn.com/abstract=636146>, náhled 23.6.2009.

² Ekvivalent se statutem fondu dle aktuální úpravy v ČR.

bylo pouze uvedeno, že fond investuje do solidních cenných papírů a také do těch, které mohou být nakoupeny za nižší cenu než je jejich vnitřní hodnota.³

Stejně jako v případě jejich soudobých následníků byla prosperita prvních fondů úzce spojena s úspěchem investičních nástrojů, do kterých převážně investovaly - farmářských půjček. Ceny těchto aktiv po propuknutí koloniálních válek (konec 18.st.) prudce klesly, následkem toho historie zažila první přerušení zpětného odkupu akcií a snížila se úroveň vyplácených dividend. Do konce století všechny fondy zmizely z amsterdamské burzy. Narozdíl od *Eendragt Maakt Magt*, který byl roku 1824 zlikvidován, existoval *Concordia Res Parvae Crescunt* ještě 114 let až do roku 1893, což z něj pravděpodobně dělá nejdéle fungující fond v historii.

V průběhu 19. století byly zakládány další fondy kolektivního investování i mimo území Holandska. V Belgii to byla roku 1822 společnost *Société de Belgique*, ve Francii roku 1852 investiční fond *Crédit Mobilier* a ve Skotsku roku 1860 *Scottish-American Investment Company*. Na území Velké Británie došlo v 70. letech 19. století k velkému rozšíření trustů, jejichž prvním představitelem byl *The Foreign and Colonial Government Trust*, který byl založen roku 1868 v Londýně.⁴

Na téma trustů by bylo možné napsat samostatnou odbornou práci. Proto si pro účely této diplomové práce dovolím ve stručnosti za trust považovat formu sdružení majetku, který jedna nebo více osob svěruje správcům (trustees), aby s ním hospodařili ve prospěch původních majitelů (creators, trustors). Hlavní rozdíl oproti akciové společnosti tkví v tom, že správci trustu jsou před zákonem vlastníky tohoto majetku, kdežto v akciové společnosti zůstávají vlastníky akcionáři. Od subjektů kolektivního investování, jak je známe v systému kontinentálního práva je odlišuje především fakt, že prostředky v trustech nejsou svěřeny do správy depozitáři, a fyzicky je umožněno nakládat s nimi samotnému správci. Vztahy mezi účastníky a správci trustu se řídí trustovým zákonem (trust law).⁵

Z Velké Británie se během 90. let 19. století začaly trusty rozšiřovat do Spojených států amerických. Šlo původně o běžné podniky, které se později přeměnily na společnosti kolektivního investování. Až v roce 1921 byla založena *The Securities of America*, která již od počátku působila jako investiční společnost. Většina těchto

³ Rouwenhorst, K. Geert. The Origins of Mutual Funds. Yale ICF Working Paper No. 04-48, online dostupný na: <http://ssrn.com/abstract=636146>, náhled 23.6.2009.

⁴ Musílek, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002. Str. 365.

⁵ Zdroj: www.wikipedia.org.

prvních amerických fondů měla podobu uzavřeného fondu po vzoru fondů holandských. Vydávání nových akcií a odkupování starých nebylo zakázáno, ale bylo málo časté. Cena za vydávání a zpětný odkup akcií navíc také neodpovídala podílu na aktuální hodnotě portfolia fondu. Do roku 1929 vzniklo ve Spojených státech okolo 400 uzavřených fondů, nicméně většina amerických domácností se středním příjmem stále ukládala svoje úspory do bank nebo individuálně kupovala akcie určitých společností.

Změna z uzavřeného typu fondů na otevřený nastala až v roce 1924, kdy byl v Bostonu založen *Massachusetts Investors Trust*, který můžeme považovat za první otevřený podílový fond vůbec. *Massachusetts Investors Trust* umožňoval průběžné vydávání a zpětný odkup podílů za cenu, která vyplývala z aktuální hodnoty cenných papírů v portfoliu fondu. Fond ihned po svém založení dosáhl úspěchu, když jeho majetek v prvním roce fungování vzrostl z původních 50 000 dolarů na 392 000 dolarů. Přechod k otevřenému typu fondů představoval významnou inovaci a předznamenal budoucí vývoj, kterým se kolektivní investování začalo pozvolna ubírat.⁶

Potřeba opětovného rozvoje finančních trhů po skončení Velké deprese (po krachu americké burzy v roce 1929) přiměla Kongres ke schválení několika zákonů, které měly regulovat podnikání na kapitálových trzích a tím přispět k lepší ochraně investorů a k obnovení jejich důvěry. Prvním z nich byl roku 1933 Securities Act („Zákon o cenných papírech“), který vyžadoval existenci prospektu fondu k zajištění dostatečných informací pro investory. Druhým byl roku 1934 Securities Exchange Act („Zákon o burzách cenných papírů“), který stanovil, že fondy musí být registrované u Securities and Exchange Commission, SEC („Komise pro cenné papíry a burzy“). Roku 1936 provedla Komise pro cenné papíry a burzy speciální studii o investičních společnostech, která vedla roku 1940 ke schválení Investment Company Act, ICA („Zákona o investičních společnostech“).⁷ Zákon o investičních společnostech stanovil strukturu a regulační rámec pro odvětví kolektivního investování.

Výše uvedené zákony značně zvýšily úroveň ochrany investorů a vytvořily tak vhodné prostředí pro další rozvoj kolektivního investování. Zásadní rozmach nastal po skončení druhé světové války. Hospodářský růst v 50tých a 60tých letech znamenal prudký rozvoj akciových trhů. Z toho pochopitelně těžily i fondy kolektivního

⁶ Rouwenhorst, K. Geert. The Origins of Mutual Funds. Yale ICF Working Paper No. 04-48, online dostupný na WWW: <http://ssrn.com/abstract=636146>, náhled 25.6.2009.

⁷ Investment Company Institute: 1997 Mutual Fund Fact Book, online dostupný na: http://www.ici.org/pdf/1997_factbook.pdf, náhled 15.7.2009.

investování.⁸ Postupně se otevřené fondy staly základem investičního portfolia americké střední třídy, když počet podílníků dosáhl 50 milionů.

Krise v 70. letech 20. století citelně zasáhla segment kolektivního investování do akciových fondů, a to především z důvodů poklesu cen akcií. Většina staženého kapitálu plynula na peněžní trh, což následně vedlo ke vzniku fondů peněžního trhu⁹, které investovaly do finančních nástrojů peněžního trhu.^{10 11} Fondy peněžního trhu byly nečekaně úspěšné, přičemž důvodem byl fakt, že se staly alternativou nejenom k akciovým fondům ale také k běžným a úsporným vkladům. Po skončení krize na počátku 80. let byly díky vysoké likviditě možné peněžní prostředky z fondů peněžního trhu lehce převést zpět do akciových. Následný boom ekonomiky vyvolal opětovný růst majetku v nejrůznějších druzích fondů, mezi kterými převažovaly fondy otevřené. Pro Američany se kolektivní investování stalo trendem, který zde přetrvával až do současnosti.¹²

V Evropě se kolektivní investování začíná rozvíjet až po druhé světové válce, zejména v Německu a ve Francii. Vzhledem k tomu, že v porovnání s USA nelze při zkoumání historie kolektivního investování brát Evropu jako jeden celek, zmíním vývoj ve dvou výše uvedených státech samostatně. Pokud se týče Francie, již ve 30. letech vznikly ve Francii Sociétés d'Investissement á Capital Fixe, SICAF. Jednalo se o uzavřené fondy, které byly kotované na pařížské burze a které byly využívány především institucemi. V 50. letech pak vznikly také Sociétés d' Investissement á Capital Variable, SICAV, které byly otevřenými fondy, jenž permanentně emitovaly a odkupovaly podíly. Tyto fondy byly zpočátku určeny převážně zaměstnancům velkých podniků. V 80. letech 20. století se zde začínají objevovat fondy peněžního trhu tzv.

⁸ 90% fondů toho času tvořily fondy akciové.

⁹ První fond peněžního trhu vznikl v roce 1971.

¹⁰ Angl. money market, je to trh, kde se obchoduje s krátkodobými finančními zdroji (se splatností do 1. roku). K peněžního trhu patří např. netermínované vklady, krátkodobé termínované vklady, depozitní certifikáty s krátkou dobou splatnosti, krátkodobé úvěry, směnky, pokladniční poukázky. Nástroje peněžního trhu obecně vykazují nízkou rizikovost a vysokou likviditu. Zdroj: Kipielová, I., Slovník zákl. pojmů z bankovníctví. 1. vyd. Praha: FORTUNA, 1998.

¹¹ V současnosti probíhá pod gescí ECB upřesňování pojmu (fondů) peněžního trhu v rámci evropské legislativy, více viz dokument: EFAMA and IMMFA recommendation for an European classification and definition of money market funds, online dostupný na: http://www.efama.org/images/stories/09-4056_european_mmf_definition_paper_version_9_july.pdf, náhled 1.8.2009.

¹² V roce 2006 bylo téměř 55% amerických domácností přímo nebo prostřednictvím penzijních plánů vlastníkem podílu na některém z fondů.

SICAV Monétaires, díky nimž Francie získala vedoucí pozici v objemu investic do otevřených fondů na obyvatele mezi evropskými zeměmi.¹³

Musílek shrnuje vývoj kolektivního investování v Německu, kde první investiční společnost *Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft* byla založena roku 1949 skupinou německých bank. Do roku 1956 vznikly pouze další čtyři investiční společnosti. Německé fondy se až do konce 50. let zaměřovaly pouze na investice do akcií a teprve v 60. letech začaly investovat do dluhopisů a nemovitostí. Do 70. let fungovalo v Německu 16 investičních společností a k velkému rozvoji došlo až v průběhu 80. a 90 let.¹⁴

Prakticky až devadesátých let byl trh kolektivního investování v Evropě ve srovnání s USA značně pozadu a objem aktiv evropských fondů tvořil jen velmi malou část úspor obyvatelstva. Nicméně, v očekávání postupného růstu významu tohoto segmentu pro finanční trh, objevila se v osmdesátých letech snaha vytvořit jednotnou základnu pro fungování institucí kolektivního investování v rámci celé Evropské unie. Základem evropské právní úpravy kolektivního investování se tak stala evropská směrnice č. 85/611/EHS neboli tzv. Směrnice UCITS z roku 1985. Blíže o této úpravě bude pojednáno v části 4 této diplomové práce.

2.2 Princip kolektivního investování

Při zjednodušeném pohledu existují v ekonomice dva typy subjektů – domácnosti a firmy, mezi kterými dochází k interakci na trhu zboží a služeb a na trhu výrobních faktorů. Firmy produkují zboží a služby, přičemž používají různé výrobní faktory (práce, půda, kapitál). Oproti tomu domácnosti jsou vlastníky velké části výrobních faktorů (zejména práce) a spotřebiteli zboží a služeb produkovaných firmami. Z toho vyplývá, že peníze, které domácnosti utratí za zboží a služby, plynou do firem a příjem firem plyne ve formě mezd a zisku zpět do domácností.

Finanční prostředky, ať již akumulované firmami či domácnostmi jsou dále využity na finančním trhu. Z tohoto pohledu je možné rozdělit subjekty na finančním trhu do dvou kategorií, přičemž první jsou ty, které vydávají méně než je jejich důchod, tzn. disponují přebytkem peněžních prostředků (věřitelé). Druhou kategorií jsou

¹³ Liška, V., Gazda, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování. 1.vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. Str.323-324.

¹⁴ Musílek, P. Trhy cenných papírů. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2002. Str. 366.

subjekty, které si přejí utracet více než jim dovoluje jejich důchod, mají nedostatek peněžních prostředků (dlužníci). Mezi posledně zmíněné subjekty je možné kromě domácností a firem zařadit stát či zahraniční subjekty. Ačkoli hlavními věřiteli bývají domácnosti a dlužníky převážně firmy a stát, peněžní prostředky mohou téct oběma směry. Prakticky to vypadá tak, že subjekty s přebytkem peněžních prostředků nakupují na finančním trhu různé typy finančních nástrojů¹⁵, ze kterých jim vyplývá nárok na příjem peněžních prostředků v budoucnosti.

Majitel finančních aktiv je však ochoten je zapůjčit pouze za určitých podmínek. Řídí se při tom třemi faktory – výnosem, rizikem a likviditou. Jeho zájmem je maximalizovat výnos, minimalizovat riziko a udržovat likviditu. Výnosem a odměnou za omezení současné spotřeby může být úrok, dividenda nebo výnos ze zhodnocení kapitálu.

Subjekty mají v podstatě dvě možnosti jak investovat volné peněžní prostředky – přímo a nepřímo:

- Podstatou přímého investování jsou situace, kdy subjekty, které mají nedostatek peněžních prostředků, prodávají své vlastní finanční instrumenty majitelům peněžních přebytků bez zprostředkování jinými osobami nebo institucemi.
- V případě nepřímého investování hrají nezastupitelnou roli tzv. finanční zprostředkovatelé, kterými mohou být jak bankovní, tak nebankovní instituce. Pomocí těchto institucí mohou subjekty disponující přebytkem kapitálu nepřímo poskytnout prostředky subjektům s jeho nedostatkem.

Finanční zprostředkovatelé shromažďují úspory fyzických osob (v bankovní terminologii tzv. retailových klientů), což usnadňuje cestu zájemcům o úvěr, kteří by jinak obtížně hledali jednotlivého střadatele, který by uspokojil jejich nároky. Finanční zprostředkovatelé dále transformují riziko, které by musel nést majitel úspor v případě, že by zapůjčil své prostředky neznámé osobě. Toto riziko je zprostředkovatel schopen zvládnout lépe a s nižšími transakčními náklady. Další výhodou zprostředkování je, že dochází k možnosti extenze splatnosti tím, že instituce mohou díky velkému objemu prostředků přijímat vklady s krátkou dobou splatnosti a poskytovat úvěry s delší dobou splatnosti. Bez existence zprostředkovatelů by bylo pro zájemce o úvěr obtížné nalézt

¹⁵ nejčastěji cenné papíry (akcie, dluhopisy, podílové listy, atd.)

takového majitele volných peněžních prostředků, který by přesně vyhovoval jeho požadavkům co do objemu požadovaného úvěru, tak do doby, na kterou je ochotný mu půjčit.

Mezi nejvýznamnější finanční zprostředkovatele patří samozřejmě banky, nicméně pro účely této diplomové práce je nezbytné zdůraznit především význam *subjektů kolektivního investování*. Existence finančního trhu a působení zprostředkovatelů v jeho rámci umožňuje lepší alokaci volných peněžních prostředků od těch co jich mají nadbytek, k těm, kteří mají vhodné investiční příležitosti a často jsou nositeli inovací, jejichž využití přispívá k vyšší produktivitě a efektivitě celého ekonomického systému.

Kolektivní investování je specifický druh podnikání, které je založené na sdružování peněžních prostředků od veřejnosti do fondů kolektivního investování a jejich dalším investování na různých trzích za účelem zhodnocení.¹⁶ Z pohledu investora se jedná o nepřímé (zprostředkované) investování. Sdružování peněžních prostředků probíhá upisováním akcií nebo vydáváním podílových listů, které investorům zajišťují podíl na výsledcích hospodaření daného subjektu kolektivního investování.

¹⁶ Fondy mohou investovat do finančních instrumentů, nemovitostí, komodit, atd. (v závislosti na legislativě dané země a investiční strategii zakotvené ve statutu fondu).

3 OBECNÉ ROZDĚLENÍ SUBJEKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

V průběhu vývoje kolektivního investování se ve světě vyvinulo velké množství forem různorodých forem fondů. Činnost fondů je v každém státě upravována jeho vlastní legislativou a proto můžeme najít mnoho odlišností ve formě fondů a v jejich právním postavení. Jejich klasifikace do pevně stanovených skupin je proto poměrně obtížná a představovala by vlastně prakticky neomezený zdroj materiálu pro samostatnou odbornou práci a to i s ohledem na významné dynamické prvky celého odvětví (např. nové finanční produkty, kontinuální úpravy legislativy apod.).

Pro účely této diplomové práce má primární význam klasifikace fondů z právního pohledu, nebudu se zde tedy zaměřovat na systematizaci spíše ekonomického charakteru, mezi které by bylo možné zařadit například členění dle skladby portfolia¹⁷, členění dle způsobu rozdělování zisku¹⁸ a členění dle způsobu správy portfolia.¹⁹ Možností obecného členění fondů z právního pohledu nastíním v následujících podkapitolách.

3.1 Investiční model fondů

V investičním modelu mají fondy charakter samostatných právnických osob a fungují na stejném principu jako akciová společnost. Tyto fondy získávají peněžní prostředky emisí akcií a ty pak dále investují do různých investičních nástrojů. Investoři se stávají akcionáři fondů se všemi právy a povinnostmi, které z držby akcií vyplývají v souladu s lokálními úpravami obchodního práva. Akcie fondů jsou veřejně obchodovatelné na kapitálových trzích. Zisk akcionářů je tvořen vyplacenými dividendami a rozdílem mezi nákupní a prodejní cenou akcií. Investiční fondy mohou obhospodařovat svůj majetek samostatně nebo ho na základě smlouvy svěřit k obhospodařování správcovské (investiční) společnosti.

¹⁷ Dělení dle nabývaných aktiv, např. na fondy peněžního trhu, dluhopisové, akciové, smíšené, indexové, fondy fondů, derivátové, rizikového kapitálu apod.

¹⁸ Dělení na výnosové (vyplácí výnosy podílníkům), růstové (reinvestují výnosy do majetku fondu) nebo jejich kombinace.

¹⁹ Dělení na aktivně spravované (aktivní zásahy portfolio manažerů, analýzy a relativně složité řízení) či pasivně spravované (struktura aktiv pouze kopíruje některý benchmark, např. fondy indexové).

Tento model fondů je typický zejména pro USA, Velkou Británii, Francii a Benelux. V České republice je jejich představitelem uzavřený investiční fond dle §4 a násl. ZKI.

3.2 Podílový model fondů

Narozdíl od fondů v investičním modelu nemají fondy fungující na principu podílového modelu právní subjektivitu a tudíž nemají ani své obchodní jméno. Podílový fond je zakládán a spravován správcovskou (investiční) společností a jeho majetek je od této společnosti striktně oddělen. Tyto společnosti pak spravují jeden nebo více podílových fondů. Investor není akcionářem fondu (ani investiční společnosti), ale pouze podílníkem na majetku tohoto fondu. Za vložené peněžní prostředky získává podílové listy, které ho však neopravňují k řízení společnosti a tím pádem ani k ovlivňování její investiční strategie.²⁰ Podílový list je cenný papír, který podílníkovi zaručuje právo na podíl majetku v podílovém fondu a právo na podíl z výnosu z tohoto majetku.

S podílovým modelem fondů se nejčastěji můžeme setkat v Německu, Rakousku, Švýcarsku a u některých fondů ve Francii. V České republice jsou rozšířeny podílové fondy spravované investičními společnostmi.

3.3 Uzavřený model fondů („Closed-end funds“)

V případě uzavřené formy subjektů kolektivního investování je stanoven omezený počet akcií (podílových listů), které se daná společnost rozhodla emitovat, příp. je omezena doba, po kterou mohou investoři akcie (podílové listy) nakupovat. Po uplynutí stanovené doby, resp. po prodání stanoveného počtu akcií (podílových listů) společnost již další cenné papíry neemituje. Z toho vyplývá, že počet investorů investujících do uzavřených fondů je limitovaný.

Další charakteristikou uzavřených fondů je, že ve většině případů nemůže akcionář (podílník) zpětně prodat akcie (podílové listy) společnosti, která je emitovala. Nemožnost zpětného odkupu znesnadňuje investorovi přeměnit akcie (podílové listy) na peněžní prostředky, tzn. významně snižuje likviditu této investice. Délka trvání fondů uzavřeného typu je tedy ve většině zemí omezena, přičemž důvodem je především

²⁰ existují však některé výjimky, např. pravomoci shromáždění podílníků dle §84a, odst.2 ZKI

možnost investorů dosáhnout zpeněžení své investice v rozumném časovém horizontu a za cenu odpovídající hodnotě aktiva v portfoliu fondu. V mezidobí může investor od své investice odstoupit tak, že nabídne své akcie či podíle na veřejném sekundárním trhu, na kterém se s těmito cennými papíry obchoduje.

3.4 Otevřený model fondů („Open-end funds“)

Otevřené fondy nemají omezen počet nových akcií (podílových listů), které mohou emitovat, ani dobu, po kterou tak mohou činit. Počet vydaných cenných papírů závisí na poptávce investorů. Ti jsou také, narozdíl od uzavřeného modelu, oprávněni kdykoli zpětně prodat své nakoupené akcie (podílové listy). Cenné papíry fondů otevřeného typu nejsou většinou veřejně obchodovatelné. Cena nově vydaných cenných papírů, stejně jako cena při jejich zpětném odkupu se rovná jejich aktuální hodnotě.²¹ Při emisi však investor platí diskont nebo přírážku v závislosti na statutu.

V současnosti model otevřených fondů převažuje ve všech rozvinutých ekonomikách. Důvodem je především možnost zpětného odkoupení cenných papírů fondu investiční společností a dále také větší informační otevřenost a transparentnost. Možnost zpětného odkoupení by pro investora měla rovněž znamenat snížení jeho rizika. Nevýhodu otevřeného modelu můžeme spatřovat právě v nezbytnosti udržet si likviditu k zajištění zpětných odkupů. To znamená udržovat v portfoliu fondu vysoce likvidní finanční instrumenty, což má vliv na výnosnost aktiv. Správci otevřených fondů jsou také omezeni ve vstupování do dlouhodobých obchodů, protože se obávají krátkodobého poklesu ceny aktiv fondu.

²¹ Aktuální hodnota se vyjadřuje podílem emitovaných cenných papírů a čisté hodnoty majetku subjektu kolektivního investování (tzv. Net Asset Value, NAV). Zjednodušeně řečeno, NAV se vypočítává jako rozdíl celkových aktiv a celkových závazků fondu.

4 PRÁVO EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ V OBLASTI KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

Evropskou integrací, jejímž základem je harmonizace a unifikace právních řádů jednotlivých členských států Evropské unie, byla zasažena rovněž sféra finančních trhů. Primárním důvodem harmonizace byla především značná odlišnost právní úpravy v jednotlivých státech, která až do roku 1985 podstatně znesnadňovala působení subjektů kolektivního investování za hranicemi jejich domovského státu. Rozdíly mezi členskými státy byly způsobeny z velké části kompromisním chováním jednotlivých členských států při implementaci předchozích směrnic, což působilo nepříjemné komplikace v oblasti kapitálového trhu, především při určení povinností subjektů kolektivního investování a ve způsobu dohledu, kterému podléhaly. To ovlivňovalo i přeshraniční vstupy na kapitálové trhy, které byly pro investory spojeny se zvýšeným rizikem a náklady, což mělo dále vliv na důvěru investorů a stagnaci celého odvětví.

Z výše uvedených důvodů vznikl dedikovaný výbor (v čele s bývalým guvernérem belgické centrální banky Alexandrem Lamfalussyem), který nadnesl požadavek přehlednosti a pevné struktury evropských předpisů a na základě jeho doporučení byla Radou i Evropským parlamentem přijata směrnice Rady²² č. 85/911/EHS (dále rovněž „Směrnice“), o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („Council directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities“, zkráceně UCITS). Všechny komunitární předpisy upravující oblast kapitálových trhů se pak následně na zmíněnou tzv. Lamfalussyho proceduru odvolávají a přizpůsobují jí svou strukturu i obsah. Mezi tyto patří i všechny novely Směrnice, tedy č.88/220/EHS, 95/26/ES, 2000/64/ES, 2001/107/ES, 2001/108/ES, 2004/39/ES, 2005/1/ES a 2008/18/ES. Za nejvýznamnější z těchto změn se považují novelizace provedené v roce 2001, označované rovněž jako tzv. UCITS III (o kterých bude podrobněji pojednáno níže).

V současné době²³ probíhá proces přijetí další úpravy prostředí kolektivního investování na evropské úrovni a to tzv. UCITS IV. Vůdčími principy navrhované úpravy jsou zejména záměry pro další zvýšení efektivity jednotného trhu, přizpůsobení

²² Rada Evropských společenství

²³ srpen 2009

změnám na finančním trhu a dosažení vyšší ochrany investorů, přičemž by mělo být dbáno na snížení administrativních překážek. Blíže se materiálnímu obsahu tohoto předpisu budu věnovat v samostatné kapitole níže.

4.1 Hlavní principy evropské směrnice UCITS (ve znění UCITS III)

Jak již bylo naznačeno výše, páteř právní regulace kolektivního investování na kapitálovém trhu v komunitárním právu představuje směrnice Rady ES č. 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985. V polovině devadesátých let minulého století představovala Směrnice určité „povolení“ na jehož základě mohly investiční společnosti členských států prodávat své produkty i na území ostatních zemí Evropského společenství. Za tímto účelem do ní bylo také inkorporováno ustanovení týkající se tzv. principu evropského pasu (jednotné evropské licence). Podstatou tohoto ustanovení je, že se vydává pouze jedna licence, která vedle možnosti provádět licencované činnosti na území státu, jehož orgán licenci vydal (tzv. domovský stát / orgán), dává právo oprávněné osobě vykonávat na území jiného členského státu Evropské unie tyto činnosti bez licence od orgánu tohoto státu (tzv. hostitelský stát / orgán).

Pro fondy kolektivního investování, které splňují požadavky Směrnice znamená evropský pas možnost veřejně nabízet své akcie nebo podílové listy v kterémkoli členském státě pouze na základě udělení povolení od příslušného správního orgánu v jejich domovském státě. Takové fondy pak podléhají pouze oznamovací povinnosti příslušnému dozorovému orgánu hostitelského státu, přičemž jsou ale plně povinny respektovat právní předpisy daného státu v oblastech, které nespádají pod Směrnici. Na tomto místě je vhodné zmínit základní okruh služeb, na které se vztahuje evropský pas: jsou to zejména obhospodařování majetku fondů, distribuce podílových listů fondů, asset management, případně úschova cenných papírů a investiční poradenství.

Za subjekty kolektivního investování považuje Směrnice subjekty, které splňují obě následující charakteristiky:

- jejich výhradním předmětem činnosti je kolektivní investování kapitálu získaného od veřejnosti do převoditelných cenných papírů a/nebo do jiných likvidních finančních aktiv stanovených Směrnicí a které provozují svou činnost na základě rozložení rizika a

- jejich podílové jednotky jsou na žádost podílníků přímo nebo nepřímo odkoupeny nebo vyplaceny z aktiv těchto subjektů. Za rovnocenné odkupu nebo vyplacení se považuje jednání ze strany subjektu kolektivního investování směřující k zajištění toho, aby se hodnota jejich podílových jednotek na burze významně nelišila od čisté hodnoty jejich aktiv.

Pokud se týče formy subjektů kolektivního investování, Směrnice umožňuje zřizování veškerých právních forem subjektů kolektivního investování dle právní úpravy jednotlivých členských států. V zásadě se může jednat o dva typy právních forem. Prvním typem jsou tzv. kontraktuální fondy, které nemají právní subjektivitu, emitují podíly a investoři jsou tudíž podílníky. Řízení fondu obstarává správcovská společnost (dle ustanovení ve Směrnici „management company“). Druhým typem jsou tzv. korporátní fondy, řídicí se ustanoveními obchodního práva, mající právní subjektivitu, které vydávají akcie a většinou mají strukturu jako akciová společnost. Investoři jsou poté akcionáři investiční společnosti.

Nutno zdůraznit fakt, že Směrnice používá pro správcovský (obhospodařující) subjekt kolektivního investování, kterému v našich podmínkách odpovídá označení „investiční společnost“, označení jiného, a sice „správcovská společnost“. Pojem „investiční společnost“ směrnice používá pro útvar, který naše legislativa nazývá „investičním fondem“. Uvedená pojmová anomálie padá na vrub české právní úpravy a může v některých případech vyvolat jistá nedorozumění.²⁴

Směrnice se explicitně nevztahuje na následující subjekty kolektivního investování:

- uzavřeného typu
- zvyšující kapitál bez propagace prodeje svých podílových jednotek veřejnosti ve Společenství nebo kterékoli jeho části,

²⁴ Rád bych v této souvislosti poznamenal, že ve věcném záměru zákona o kolektivním investování, který byl vládou ČR schválen 20. září 2000, byla navržena i jiná terminologie, která je bližší té uvedené ve Směrnici. Investiční společnosti měly být nazvány správcovskými společnostmi a investiční fondy investičními společnostmi. Změna terminologie byla nakonec odmítnuta, protože její případné zavedení bylo shledáno pro české investory matoucím.

- ty, jejichž podílové jednotky mohou být podle statutu fondu nebo podle zakládacích dokumentů investiční společnosti prodávány výhradně veřejnosti ve třetích zemích,
- subjekty stanovené právními předpisy členských států, v nichž se nacházejí, pro něž jsou pravidla stanovená směrnicí nepřiměřená z důvodu jejich investiční a úvěrové politiky.²⁵

Směrnice dále upravuje standardy za kterých je možné získat povolení k provozování činnosti, obsahuje ustanovení o minimálních kapitálových požadavcích, určuje základní principy ve vztahu k depozitáři, definuje parametry a obsah prospektu a zjednodušeného prospektu a především stanoví limity pro diverzifikaci portfolia tak, aby bylo dosaženo maximální ochrany investorů ze strany veřejnosti. Vzhledem k tomu, že všechna tato ustanovení byla inkorporována do českého práva skrze ZKI a související právní předpisy (a to v některých případech dokonce nad rámec a ve větším detailu než stanoví Směrnice), nebudu se v této části práce věnovat podrobnostem, jelikož tyto jsou dále popsány v části páté této diplomové práce.

Z předchozího je tedy zřejmé, že v evropském prostoru mohou vznikat dvě skupiny fondů kolektivního investování. První skupinou jsou entity, které splňují podmínky stanovené Směrnicí (dále rovněž „UCITS fondy“). Druhou skupinu představují entity, které požadavky Směrnice nesplňují a jejichž úprava zůstala v diskreci jednotlivých členských států (dále rovněž „non-UCITS fondy“). Non-UCITS fondy odpovídají speciálním fondům kolektivního investování dle ZKI a v kontextu této diplomové práce a praxe se mi jeví mnohem zajímavější než fondy UCITS.

Aby bylo dosaženo aktuálního stavu UCITS úpravy, prošla Směrnice několika novelizacemi (podrobněji viz výše), přičemž za nejzásadnější se považuje novelizace provedená v roce 2001, která obsahovala dva předpisy označované jako Management Directive („Organizační směrnice“)²⁶ a Product Directive („Produktová směrnice“)²⁷. Tyto úpravy jsou společně všeobecně známé jako UCITS III, přičemž římská číslovka

²⁵ Čl.2 odst.1 Směrnice

²⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady č.2001/107/ES

²⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady č.2001/108/ES

označuje návaznost na novelizaci uvažovanou v 90.letech (UCITS II), která byla opuštěna z důvodu nemožnosti dosáhnout společného stanoviska na úrovni Rady.

Přijatá Organizační směrnice umožnila i správcovským společnostem působit v rámci evropského pasu a rozšířila služby, které mohou poskytovat zejména o ty, které byly dosud doménou obchodníků s cennými papíry. Jednalo se např. o individuální správu portfolia, investiční poradenství a úschovu a správu cenných papírů kolektivního investování, přičemž i na tyto služby se začala vztahovat jednotná evropská licence. Zavedla dále koncept zjednodušeného prospektu, který má zajišťovat investorům lepší srozumitelnost a dostupnost informací a to rovněž prostřednictvím nutnosti uvést tzv. TER (Total Expense Ratio).²⁸ Organizační směrnice rovněž upravuje situaci, kdy správcovská společnost může delegovat některé své funkce na třetí osoby za předpokladu, že bude za tyto činnosti odpovídat a takové přenesení povinností nebude bránit efektivnímu dozoru (tzv. pravidla outsourcingu).

Hlavním cílem Produktové směrnice pak bylo rozšířit škálu investičních instrumentů, do kterých mohou investovat subjekty kolektivního investování, pohybující se v režimu jednotné evropské licence. Mohou tak nakupovat do svých portfolií vklady u bank, nástroje peněžního trhu, finanční deriváty, cenné papíry vydané jinými organismy kolektivního investování, tzv. fondy fondů a nově mohou vznikat tzv. indexové fondy, jejichž činnost spočívá v replikaci indexů. Byly rovněž upraveny přípustné limity pro investování do těchto aktiv. Důsledkem těchto kroků pak bylo podstatné zvýšení počtu fondů spadajících do působnosti UCITS.

V průběhu let se regulatorní model UCITS stal jakýmsi měřítkem pro regulaci fondů ve světě a jedním z pilířů evropského finančního trhu. Stala se z něj instituce, se kterou je spojena důvěra investorů a to nejen investorů evropských. Jedním z hlavních důvodů, proč popularita UCITS fondů významně roste a proč jsou dnes vnímány jako produkt s vysokou mírou stability a bezpečí, je i požadavek na silnou účast depozitáře při jejich obhospodařování. Tento je veřejností vnímán jako odborný dohled nad operacemi, které jsou subjekty kolektivního investování prováděny. Tyto požadavky na

²⁸ Ukazatel celkové nákladovosti fondu, sloužící pro zvýšení transparentnosti fondů a informovanosti investorů, konkrétně pro větší přehled investorů o jednotlivých nákladových položkách. Úroveň TER se může lišit dle typu fondu (určující je do jaké míry je aktivně spravován a do jakých aktiv investuje), udává se v procentech spravovaného majetku za účetní rok, standardně se pohybuje v rozsahu 0,25% až 1,00%. Tuto hodnotu má fond povinnost zveřejňovat dle čl.27 a násl. Směrnice.

výkon funkce depozitáře jsou zakotveny v člancích 7 až 11 Směrnice²⁹, dále v člancích 14 až 18 Směrnice³⁰ a jsou klíčovým elementem pro udržení důvěry investorů.³¹ Ačkoli se ve své diplomové práci zaměřuji primárně na problematiku non-UCITS fondů, rád bych zde zmínil několik zajímavých okruhů, které sice primárně vyplývají z problematiky UCITS, ale vzhledem ke značné podobnosti depozitářských funkcí mají univerzální dopad.

Ačkoli se UCITS model ukázal jako velmi odolný vůči různým momentálním výkyvům a krizím, nelze přehlížet některé nové faktory, které mohou mít zásadní vliv na jeho rizikovost, jeho současnou podobu a mohou do budoucna vyvolat tlak na případné změny. V první řadě je možné mezi ně zařadit fakt, že od roku 1985 (kdy byla přijata první podoba Směrnice) se evropský kapitálový trh zásadně změnil, finanční produkty přípustné pro portfolia UCITS organismů jsou mnohem komplexnější a často registrovány mimo EU v třetích zemích. Druhým okruhem vlivů je fakt, že v průběhu nedávné „finanční krize“ vyšly najevo rozdíly ve vnímání povinností depozitáře v jednotlivých členských státech a také poměrně významná diverzita při jejich implementaci do lokálních právních rámců.

V této souvislosti například článek 7, odst. 1 Směrnice říká, že aktiva podílového fondu musí být svěřena depozitáři za účelem úschovy. Směrnice však nedefinuje, co to úschova vlastně znamená. Na národní úrovni se liší představy, co je vlastně od depozitáře očekáváno ve smyslu úschovy aktiv fondu a to má přímý dopad na odpovědnost depozitáře, ve vztahu k podílníkům, příp. akcionářům. Tyto rozdíly v interpretaci mohou vést k nestejně úrovni ochrany poskytované investorům do UCITS fondů v různých zemích Evropy. Některé státy přijaly velmi podrobnou právní úpravu depozitářských funkcí, jiné úpravu provedenou nad rámec Směrnice příliš neprecizovaly a ponechaly ji tak spíše na smluvní volnosti jednotlivých stran.

Poslední zmíněný případ nastal např. u některých nejmarkantnějších případů, které jsme mohli nedávno pozorovat v médiích, zejména v případech podvodů Bernarda Madoffa a po pádu investiční banky Lehman Brothers. Smluvní dohody mezi

²⁹ Pro oblast správcovských společností (tedy „management companies“), obdoba českých investičních společností.

³⁰ Pro oblast investičních společností, ekvivalent českých investičních fondů.

³¹ Na konci března 2009 bylo evropským depozitářům svěřeno do úschovy více než 4500 mld. EUR v aktivech UCITS fondů (zdroj: Evropská komise, Bloomberg a www.efama.org), celkově odvětví zahrnující i non-UCITS fondy spravovalo 6200 mld. EUR.

lucemburskými fondy spadajícími pod režim UCITS³² a bankami, operujícími jako depozitáři byly nastaveny tak, že dávaly depozitáři opravdu velmi malou roli, zejména pokud se týkalo úschovy cenných papírů, zakoupených za prostředky investorů.³³ Reálná situace pak odpovídala tomu, že byly vytvářeny fondy se specifickými strukturami za účelem pouze účelově umožnit investice speciálně řízené společností Bernard L. Madoff Investment Securities LLC, přičemž depozitáři neměli o velké části investic ponětí, kde se nacházejí. Depozitáři se opakovaně vyjádřili v tom smyslu, že obsah předmětných depozitářských smluv jejich odpovědnost nevyvolává.

Celá situace postupně přerostla až do fáze, kdy francouzská ministryně financí oslovila, rovněž jako podporu nároků některých francouzských správců fondů³⁴, dne 12. ledna 2009 Evropskou komisi s tím, že „francouzské právo týkající se odpovědnosti depozitáře zakotvuje striktní povinnost depozitáře nahradit všechna aktiva, která mu byla svěřena“ a že „některé země EU mají odlišný způsob interpretace pravidel (UCITS) a existuje podezření, že nebudou odpovídajícím způsobem kompenzovat (poškozené) investory“. Komise následně oznámila, že bude provedena analýza jak jsou tato pravidla jsou prosazována ve všech 27-ti zemích Evropské Unie. Jedním z kroků, který následoval byl pracovní materiál³⁵, skrze který Komise oslovila národní regulátory, účastníky trhu a další zájmové skupiny s tím, aby získala informace o nutnosti upravit právní rámec vztahující se k depozitářům fondů UCITS.

V tomto materiálu jsou již kromě výše zmíněné problematiky (absence definice „úschovy“) zmíněny další problematické okruhy současné úpravy. Pokud se týče konkrétních činností depozitáře, tak článek 7, odst.3 Směrnice normuje další okruh povinností, jejichž výklad však často bývá nejasný. Ilustrujícím příkladem může být situace, kdy některé členské státy vyžadují, aby hodnoty podílových jednotek fondů byly rekalkulovány depozitářem, zatímco v jiných postačuje pouhý dohled nad prováděním kalkulačí fondem.

³² např. LuxAlpha Sicav-American Selection Fund, spravující majetek za 1.4 mld.USD, jehož depozitářem byla UBS, dále např. Hearld LUX-US Absolute Return Fund, spravující majetek za 226 mil.USD, jehož depozitářem byla HSBC.

³³ Bloomberg Information Service, článek „HSBC, UBS May Be Liable on Madoff as Fund Custodians“ ze dne 15.1.2009, online dostupný na :

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aAexlRrgePZI>, náhled 15.8.2009.

³⁴ např. Oddo & Cie., žalující UBS jako depozitáře o náhradu 30 mil.EUR ztracených ve fondech LuxAlpha.

³⁵ Working Document of the Commission services (DG MARKT): Consultation paper on the UCITS depositary function, dostupný na:

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/consultation_paper_en.pdf.

Rozdílné jsou rovněž režimy odpovědnosti depozitářů. Z článků 9 a 16 Směrnice vyplývá, že depozitář je odpovědný dle vnitrostátních právních předpisů státu, ve kterém má sídlo správcovská společnost (příp.investiční společnost)³⁶. Pozice členských států se liší například v případech odpovědnosti ve vztahu k finančním instrumentům držených v úschově. Pokud by nastala situace, kdy tyto instrumenty nemohou být identifikovány či vráceny jejich skutečnému majiteli, některé členské státy v takové situaci umožňují požadovat po depozitáři okamžitou a plnou kompenzaci.³⁷ Je vhodné poznamenat, že taková úprava udržuje vysokou míru důvěry investorů. Naproti tomu jiné členské státy vnímají úschovu pouze jako dohled nad investovanými aktivy (due-diligence), nikoli jejich přímou kontrolu.

S odpovědnostním režimem depozitáře souvisí rovněž princip důkazního břemene. Současná Směrnice říká, že depozitář odpovídá za veškerou „újmu utrpěnou v důsledku neodůvodnitelného neplnění nebo nesprávného plnění jeho povinností“. Důkazní břemeno je tedy na straně poškozených subjektů kolektivního investování, případně jednotlivých investorů (pokud to zřejmě národní úprava a judikatura dovolí). V souvislosti s nedávnými událostmi a rovněž s ohledem na návrh Komise ohledně Směrnice o manažerech alternativních investičních fondů³⁸ se uvažuje o přenesení důkazního břemene na depozitáře, kdy v případě jakékoli ztráty způsobené finančním instrumentům, které jsou svěřeny depozitáři do úschovy, se může depozitář této odpovědnosti zprostit pouze tehdy, pokud prokáže, že se ztrátě nebylo možné vyhnout.³⁹ Tyto snahy zasáhnou jistě i režim UCITS, jelikož v souladu s prohlášením komisaře McGreevyho ze dne 28.5.2009 by totiž nebylo účelné mít méně striktní přístup pro drobné investory než pro investory kvalifikované.

Zmíněné oblasti by tak mohly být východiskem pro přezkoumání adekvátnosti a efektivity právní úpravy rolí UCITS depozitářů, mohly by mít vliv na veřejné konzultace za účelem posílení stability celého sektoru a odpovědnostních vztahů. Tento

³⁶ zde ve smyslu terminologie Směrnice

³⁷ Přičemž odpovědnost může být buď přímá, nebo nepřímá prostřednictvím správcovské společnosti, podle právní povahy vztahů mezi depozitářem, správcovskou společností a podílíky – bližší úprava těchto vztahů uvedená v čl.9 Směrnice je zřejmě ponechána v diskreci jednotlivých členských států.

³⁸ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC (COM(2009)207)

³⁹ Working Document of the Commission services (DG MARKT): Consultation paper on the UCITS depositary function, online dostupný na: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/consultation_paper_en.pdf, str.2, náhled 21.8.2009.

proces se zřejmě dotkne nejen přímo materiálního obsahu depozitářských funkcí, ale rovněž dalších oblastí, jako jsou principy oceňování majetku, požadavky na organizační struktury depozitáře a způsoby regulace a dohledu. Je však otázkou, jakým způsobem se výše uvedené zpřísnění může projevit na ochotě depozitářů těmto funkcím dostát, nést plnou odpovědnost a jaká bude cena, kterou za tyto služby posléze budou subjekty kolektivního investování (potažmo investoři) ochotni platit.

4.2 Návrh UCITS IV a směrnice o manažerech alternativních investičních fondů

Tlaky na změny úpravy Směrnice vyvolané událostmi související s finanční krizí z přelomu roku 2008 a 2009 již nestačily zasáhnout do přípravy novely UCITS IV. Tento proces byl totiž zahájen na základě podnětů Komise⁴⁰ již v roce 2005 a jeho účelem bylo adaptovat úpravu UCITS na podmínky finančního trhu v 21.století. Formální legislativní proces začal přijetím směrnice v prvním čtení v Evropském parlamentu dne 13.1.2009. Návrh byl dále jednomyslně schválen Radou dne 22.6.2009 a v tuto chvíli se čeká na publikaci ve věstníku předpisů Evropské unie.⁴¹ Předpokládá se, že tato směrnice by měla být implementována do národních právních řádů nejpozději do 1.7.2011.

Navrhovaná úprava zahrnuje jednak řadu změn již existujících ustanovení (změny související s oznamovací procedurou, pasem investičních společností a zjednodušeného prospektu), a jednak nová ustanovení, která budou zavádět nové svobody jednotného trhu (fúze fondů a tzv. asset pooling).⁴²

Pokud se týče fúzí, nově mají být na komunitární úrovni upraveny fúze fondů, a to jak domácí, tak i přeshraniční. Předpokládá se, že fúze budou moci být uskutečněny formou splynutí i sloučení. K fúzi budou muset investiční společnosti získat předchozí souhlas orgánu dohledu (rozhodnutí bude muset být vydáno ve lhůtě 30 dnů) a teprve poté ji budou moci prezentovat svým investorům (podílníkům). K vydání souhlasu bude třeba předložit podmínky připravované fúze, aktuální znění prospektu a klíčové informace investorům, osvědčení depozitáře a další informace k plánované fúzi, které mají být předloženy investorům. Orgán dohledu posoudí možný dopad na plánovanou

⁴⁰ The Commission Green Paper of 12th July 2005

⁴¹ Official Journal of the European Union, nabytí účinnosti nastává 20.dnem po vyhlášení

⁴² Zpracováno na základě informací obsažených v interním materiálu ČNB s názvem : Hlavní změny obsažené v návrhu směrnice UCITS IV.

fúzi z hlediska investorů (podílníků), může si vyžádat upřesnění předkládaných informací. Pokud fúze splní zákonem kladené požadavky, fúzi povolí. V opačném případě žádost zamítne a uvede důvody pro své rozhodnutí.

Fúze na jednu stranu představují příležitost pro obhospodařovatelské společnosti dosáhnout určitých ekonomických úspor z rozsahu, na druhou stranu zde existuje určitá obava o ochranu investorů. Návrh směrnice proto zavádí povinnosti, které musí být v případě fúze splněny, a které by měly přispět ke zvýšené ochraně investorů. Jedná se o povinnost depozitářů ověřit, zda je plánovaná fúze v souladu s regulačními požadavky směrnice, ověření výpočtu hodnoty aktiv fondů nezávislým auditorem a informační povinnost vůči investorům v podobě náležitých a přesných informací o zamýšlené fúzi tak, aby si každý investor mohl udělat představu o důsledcích fúze. Na ochranu investorů se stanovuje i povinnost odkoupit podílové listy zpět od data oznámení fúze bez jakéhokoliv poplatku; zároveň by mělo být zakázáno, aby jakékoliv náklady na fúzi nesli, ať už přímo nebo nepřímo, samotní investoři.

Úplně novým mechanismem představeným v UCITS IV je tzv. asset pooling, který představuje průlom do principu nutnosti diverzifikace aktiv jednotlivých fondů.⁴³ Asset pooling se někdy nazývá rovněž „Master-feeder structure“ a umožňuje, aby „Feeder“ fond (vedlejší, napájecí fond) investoval veškerá svá aktiva (nejméně však 85%) do „Master“ fondu (základní, kmenový fond). Zbýlá aktiva (do výše 15%) může držet v doplňkových likvidních aktivech. Master fond je pak definován jako takový fond, která má nejméně jeden Feeder fond; zároveň však Master fond nesmí být Feeder fondem a nesmí svá aktiva investovat ani do jiného Feeder fondu. Tímto by se mělo zamezit vzniku několika-stupňových nepřehledných struktur – je tedy dovolena pouze jedna úroveň.

Shora uvedený systém, kdy Feeder fond nemusí diverzifikovat svá aktiva a může je veškerá investovat do Master fondu, tak prolamuje princip diverzifikace aktiv, který by však měl být zabezpečen omezením Master fondu, který již dál při investování aktiv mu svěřených musí postupovat plně v souladu s požadavky směrnice. Systém asset pooling (sdružování aktiv) umožňuje jednotnou správu aktiv shromážděných různými

⁴³ Toto představuje novinku i pro českou právní úpravu v ZKI, kdy jak pro standardní fondy platí diversifikační limity aktiv, tak i speciální fondy jsou omezeny maximálně 35% při investici do jediného fondu.

fondy při současném zachování přítomnosti místního fondu na jednotlivých cílových trzích.

Podmínky, za kterých může vznikat Master-feeder struktura, jsou zejména předchozí schválení orgánem dohledu, dohoda (smlouvy) mezi Master a Feeder fondem, dohoda mezi depozitáři o vzájemném sdílení informací v případě různých depozitářů obou fondů, prospekt musí obsahovat jasné informace, že fond je Feeder fondem. Další povinnosti, které musí Feeder fond splnit, jsou zejména, že sdružení aktiv musí být v nejlepším zájmu jeho investorů (podílníků), přičemž musí kontrolovat chování Master fondu.

Pokud se týče změn současných, již existujících ustanovení Směrnice, rád bych následující část věnoval právě jim. První změnou je významné zjednodušení a zdokonalení oznamovací procedury v případě, že standardní fond hodlá veřejně nabízet své cenné papíry v jiném než ve svém domovské státě. V současnosti je proces veřejného nabízení cenných papírů fondu v jiném členském státě EU podmíněn oznámením hostitelskému orgánu dohledu a předložení požadovaných dokumentů. Hostitelský orgán dohledu má pak dvouměsíční lhůtu na jejich schválení. Tato procedura představuje jistou nevýhodu (časová zdlouhavost, ekonomická nákladnost, atp.) ve srovnání s jinými finančními produkty pro veřejnost, které nevyžadují takové množství informací.

Problém oznamovací procedury by měl být vyřešen tak, že nově bude probíhat komunikace na bázi dohledových orgánů mezi sebou. Podle nových pravidel by měl fond, který chce nabízet veřejně své cenné papíry v jiném členském státě pouze oznámit tuto skutečnost orgánu dohledu v jeho domovském státě (prostřednictvím standardizovaného formuláře). Domovský orgán dohledu žádost posoudí, zda obsahuje veškeré požadované náležitosti a spolu s osvědčením, že splňuje veškeré náležitosti požadované směrnicí, ji zašle orgánu dohledu hostitelského státu. Hostitelský stát už dále žádost nezkoumá a fond může začít veřejně nabízet své cenné papíry.

Další technickou změnou uvažovanou v UCITS IV je nahrazení dosud zavedeného zjednodušeného prospektu institutem Klíčové informace investorům (KII). Jeho cílem je podat investorovi zjednodušený obsah informací a podmínek, za kterých může do konkrétního fondu investovat, přičemž informace v podobě KII budou moci být využity

bez jakýchkoli úprav v celé EU. Mělo by se jednat o krátký dokument (dvě až tři strany) poskytující údaje o základních vlastnostech nabízené investice (fondu), které by měl být napsán nezávadějícím způsobem a odpovídat samotnému prospektu.

Poslední (a zároveň nejproblematictější) úpravou v UCITS IV je pas správcovských společností. Tato ustanovení umožňují správcovským společnostem prodávat, obhospodařovat a zakládat fondy po celé EU bez nutnosti zřízení organizačních jednotek. Původně se uvažovalo, že tento koncept bude z návrhu směrnice vypuštěn, přičemž bylo argumentováno především oslabení možností výkonu dohledu pro národní regulátory. Nicméně nakonec byl přijat, přičemž zřejmě do budoucna bude zajímavé sledovat, jaký praktický dopad tato ustanovení budou mít. Řešením některých konkrétních problémů, např. situací, kdy investiční společnost a samotný fond budou podléhat dohledu dvou různých orgánů dohledu byl mandátován CESR.⁴⁴

Vzhledem k tomu, že se ve své diplomové práci chci významně zaměřit na úpravu tzv. speciálních fondů kolektivního investování, nemohu vynechat problematiku tzv. hedgeových (dále rovněž „hedžových“) a suverénních fondů, které jsou vlastně obdobou českých fondů kvalifikovaných investorů (pro účely této diplomové práce dále rovněž společně nazývány „alternativní“ fondy). Nevztahuje se na ně působnost Směrnice (jedná se o non-UCITS organismy), která primárně upravuje fondy investující do převoditelných cenných papírů (ve Směrnici nejsou kromě hedžových fondů upraveny ani nemovitostní fondy, komoditní fondy či fondy infrastruktury), které zároveň shromažďují prostředky od veřejnosti. Žádný z fondů uvedených na začátku tohoto odstavce tyto parametry nespĺňuje, neboť jsou vytvářeny jako instrumenty pro korporátní a institucionální investory a mohou investovat prakticky do libovolných aktiv.

Přestože „hedge“ znamená mimo jiné „zabezpečit se proti ztrátě“, hedžové fondy mezi zabezpečené obvykle nepatří. První z hedžových fondů založil Američan Alfred Winslow Jones v roce 1949 jako fond, který se různými finančními operacemi zajišťoval proti ztrátě, a byl tak schopen dosahovat zisku jak při růstu, tak při poklesu cen akcií, dnes tomu tak obvykle není. Hedžové fondy investují téměř do všech

⁴⁴ Committee of European Securities Regulators, Výbor evropských regulátorů cenných papírů - ustanovený Rozhodnutím Komise ze dne 6.6.2001 (2001/527/EC).

finančních i komoditních instrumentů téměř ve všech regionech. Rizikovost hedžových fondů neplyne jen z povahy jejich investic. Zvyšuje ji též časté využívání úvěrů na nákup aktiv s využitím tzv. pákového efektu (highly leveraged transactions), kdy objem úvěru v transakci může představovat až 70 – 80% z pořizované hodnoty.⁴⁵

Zatímco u standardních podílových fondů pro veřejnost má manažer zákonnou povinnost zveřejňovat jaké drží cenné papíry, hedgové fondy jsou často velmi tajemné. Manažer fondu nemusí říkat vůbec nic, spekuluje na růst, na pokles, využívá opční strategie, nakupuje komodity, měny, hmotná aktiva apod. Tyto strategie jsou často vysoce rizikové, ale na druhou stranu často i velmi ziskové. Z pohledu aktiv, do kterých fond investuje představují jeden ze subtypů hedžových fondů tzv. private equity fondy, které jsou zaměřené především na dlouhodobější, často časově ohraničené portfoliové investice do přesně definovaných společností s cílem dosáhnout návratnosti vložených prostředků z vyplacených dividend nebo prodeje podílů.

Úplně samostatnou odnoží alternativních fondů jsou suverénní fondy, což jsou entity, které nespravuje privátní správcovská společnost, ale jsou založené a spravované vládami jednotlivých států, které administrují enormní zisky z prodeje komodit jako jsou ropa a zemní plyn (Norsko) či operují s obchodními či rozpočtovými přebytky státu (Čína, Singapur).⁴⁶ Tyto fondy na sebe nedávno upozornily nákupem podílů v amerických bankách a v jiných podnicích. Například jeden ze suverénních fondů ovládaných Spojenými Arabskými emiráty má 5% podíl v automobilce Ferrari.

Alternativní fondy⁴⁷ jsou obrovskými koncentracemi kapitálu, přičemž původně to byly uzavřené kluby velmi bohatých jednotlivců, velkých bank či pojišťoven a nebyl proto důvod je regulovat. Dodnes se minimální investice do hedžového fondu pohybuje zpravidla kolem jednoho milionu dolarů (v USA). Předpokládalo se, že investorská elita je dostatečně poučená a nepotřebuje veřejnoprávní ochranu. Potíž nastala se vznikem fondů hedžových fondů, tj. fondů, které investují do cenných papírů hedžových fondů⁴⁸

⁴⁵ Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Grada, Praha 2006. Str. 55 a násl.

⁴⁶ Suverénní fondy ovládají podle odhadů cca 3000 mld. USD, tedy asi 5% světového HDP.

⁴⁷ Alternativní fondy (nezahrnujíc fondy suverénní) působící v Evropě disponují podle odhadu aktivy o objemu 2000 mld. EUR a jsou primárně domicilované ve Velké Británii, zdroj: www.euroskop.cz, 6.5.2009.

⁴⁸ Minimální investice klesla mnohem níže, např. na 25000 USD v USA a do hedžových fondů začali vkládat peníze i drobní investoři, kteří zpravidla netušili, o co se ve skutečnosti jedná.

a rovněž v situaci, kdy podle některých názorů se tyto podílely na katalyzaci finanční krize v 2.pol.roku 2008, nestály-li přímo u jejího zrodu.⁴⁹

Z těchto důvodů se uvažuje, že i tyto fondy by měly být předmětem registrace a dohledu národních úřadů, přičemž primárním cílem dohledu by měli být jejich manažeři / správcovské společnosti. Dosavadní úprava je dle názoru Komise především kombinací obecných zásad Společenství a národních norem, které ex definitio nejsou schopny „pokrýt“ přeshraniční charakter alternativních investičních fondů a jejich rizik.⁵⁰ Komise proto dne 29.dubna 2009 prezentovala (a o den později zveřejnila) návrh směrnice mající regulovat způsob fungování alternativních investičních fondů (mj. i hedžových a private equity).⁵¹

Norma by se měla vztahovat na hedžové fondy, soukromé kapitálové fondy a všechny ostatní fondy s působností v EU, jež současně (zatím) nespádají do rámce úpravy UCITS směrnice, čímž by se kvalifikovaly k tomu, že pokud by byly registrovány v jednom členském státě, mohly by působit v celé EU. Směrnice by měla pokrýt všechny hedžové fondy spravující aktiva o hodnotě 100 mil.EUR a více. V případě soukromých kapitálových fondů (private equity) by měl daný limit činit 500 mil.EUR.⁵²

Komise předpokládá, že se norma dotkne 48% manažerů a 98% všech aktiv, jež alternativní investiční fondy spravují. Alternativní fondy ze třetích zemí by pak měly možnost v EU působit po třech letech od završení implementace nové normy (zhruba koncem roku 2015) a pouze za podmínky, že jejich domovské země je podrobí regulaci srovnatelné s tou, jež bude platit v EU, a budou své aktivity provozovat v souladu s Mezinárodní organizací sdružující komise pro cenné papíry (IOSCO).

Legislativní proces je na samém počátku a předpokládá se, že fakticky k jeho zahájení dojde až po volbách do Evropského parlamentu, tj. nejdříve na podzim 2009. Již v tuto chvíli však zaznívají argumenty poukazující na její „bezzubost“, společně

⁴⁹ V tomto směru je možné odkázat na Lehneovu a Rasmussenovu zprávu, jež byly na půdě Evropského parlamentu přijaty v červenci a září 2008, nebo na sdělení Komise summitu Evropské rady konanému ve dnech 19.-20.března 2009.

⁵⁰ viz Financial Times: Směrnice o manažerech alternativních investičních fondů, ze dne 6.5.2009, online dostupný na : <http://www.euroskop.cz/13/11904/clanek/smernice-o-manazerech-alternativnich-investicnich-fondu>, náhled 22.7.2009.

⁵¹ Proposal for Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC (COM(2009)207)

⁵² Vyšší limit je zdůvodněn v návrhu směrnice tím, že vzhledem ke své investiční strategii private equity fondy nepředstavují významné makroekonomické riziko.

s argumentací, že by se měla vztahovat na větší množství fondů a (hlavně) nejen na jejich manažery. Na druhé straně se ozývají hlasy, že naopak obsahuje mnoho zbytečností, jelikož k takové regulaci není vzhledem k povaze investorů důvod. Za všechny bych uvedl názor švédského ministra (země předsedající EU v období 1.7. – 31.12.2009) Matse Odella, majícího na starosti finanční trhy, který prohlásil: „Jsou zde přehnané obavy z toho, že fondy soukromého kapitálu představují velké systémové riziko. My si to nemyslíme. Krizi nezavinily fondy soukromého kapitálu ani hedgeové fondy. V některých zemích se ale private equity i hedgeové fondy při politických debatách považují za problém. To není totéž jako říkat, že bychom je neměli regulovat. Cílem je mít zdravou regulaci, ne tento sektor zadusit.“.⁵³ S tímto názorem nelze než souhlasit.

4.3 Vlivy dalších předpisů (MiFiD a Basel II)

Evropské, potažmo české prostředí kolektivního investování je ovlivněno nad rámec výše uvedeného ještě některými dalšími předpisy, které by zde bylo vhodné zmínit. Jejich význam je však v porovnání s normami uvedenými v předchozích kapitolách spíše okrajový, proto jsou rovněž vyčleněny do samostatné kapitoly. Prvním z nich je (a má dle mého názoru menší význam) směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů, ze dne 21.dubna 2004 (Markets on Financial Instruments Directive, dále rovněž jen MiFID).

MiFID nahradil směrnicí č.93/22/EHS o investičních službách a byl rovněž vydán v intencích Lamfalussyho procesu. Je tedy směrnicí rámcovou, na kterou navazuje prováděcí úprava. Konkrétně se jedná o nařízení Evropské komise č.1287/2006 (aplikovatelné přímo) a směrnicí č. 2006/73/ES. Implementace do českého práva byla provedena především novelou zákona č.256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jedním ze základních cílů směrnice je sladit ochranu investorů v celé Evropě, reagovat na nové finanční produkty a vývoj finančního trhu a také přizpůsobit ochranu klientů jejich znalostem a zkušenostem v oblasti investic.

⁵³ viz Financial Times: Švédsko zahájilo předsednictví obranou privátních investorů, ze dne 2.7.2009, dostupný na : <http://www.euroskop.cz/38/12782/clanek/ft-svedsko-zahajilo-predsednictvi-obranou-privatnich-investoru>, náhled 1.8.2009.

Pokud se týče oblasti kolektivního investování, MiFID explicitně vylučuje v preambuli⁵⁴ a rovněž v článku 2, odst.1, písm.h) ze své působnosti subjekty kolektivního investování a penzijní fondy (bez ohledu na to na jaké úrovni jsou koordinovány) a depozitáře a správce těchto subjektů. Důvodem, proč je tedy MiFID významný i pro subjekty kolektivního investování je však fakt, že tyto primárně využívají k distribuci svých produktů (zejm. podílových listů) obchodní kanály dalších subjektů, především mateřských a sesterských bank.

MiFID řadí dle čl.4, odst.1, bod 2 mezi investiční služby a činnosti⁵⁵ mj. přijímání a předávání příkazů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů a provádění příkazů jménem klientů. Ve stejné části rovněž normuje, že mezi tyto služby patří i investiční poradenství, které definuje jako poskytování osobních doporučení klientovi na jeho žádost či z podnětu investičního podniku⁵⁶ ohledně jedné či více transakcí týkajících se finančních nástrojů. Mezi finanční nástroje pak Příloha 1 řadí i podílové jednotky subjektů kolektivního investování. Toto pak má na praktické aktivity fondů kolektivního investování značný dopad.

Jistý význam rovněž má (i vzhledem k charakteru zákazníků investujících do různých organismů kolektivního investování) i zavedení kategorizace zákazníků na profesionální a drobné (retailové), v této souvislosti klade MiFID na obchodníka s cennými papíry vyšší požadavky při zjišťování informací od zákazníků. Před tím, než dojde k reálné emisi podílových jednotek či jiných cenných papírů v rámci kolektivního investování, je distributor povinen zařadit zákazníka do jedné z následujících kategorií:

- drobný zákazník
- profesionální zákazník
- způsobilá protistrana.

Cílem členění do kategorií je chránit klienty s menšími investičními znalostmi a zkušenostmi. Nejvyšší stupeň klientské ochrany se vztahuje na drobné zákazníky (retail) – znamená tom že klient z této kategorie má získat nejširší rozsah relevantních informací o investičních produktech a službách a zároveň bude upozorněn na možná

⁵⁴ její odst.15

⁵⁵ v návaznosti na Přílohu 1, oddíl A

⁵⁶ Pro účely výkladu v této diplomové práci můžeme provést zúžení na úroveň obchodníka s cennými papíry, jako právnické osoby splňující definici uvedenou v článku 4, odst.1 MiFID.

rizika spojená s realizací. Do této kategorie bude zařazeno nejvíce klientů z řad fyzických osob.

Mezi způsobilé protistrany a profesionální zákazníky se zařadí především banky, vlády, penzijní fondy, velké společnosti a výjimečně i fyzické osoby. Předpokládá se, že tito zákazníci jsou schopni dělat vlastní investiční rozhodnutí a odhadnout potenciální rizika, a nepotřebují tedy tak vysoký stupeň klientské ochrany jako drobní zákazníci. Tento případ se bude např. vztahovat na distribuci podílových listů českých fondů kvalifikovaných investorů.

Obchodník s cennými papíry je dle MiFID povinen při poskytování investičního poradenství nebo správě portfolia povinen získat nezbytné informace o charakteru klienta, jeho zkušenostech a znalostech v oblasti kolektivního investování.⁵⁷ V případě ostatních investičních služeb MiFID normuje, že obchodník (investiční podnik) má o takové informace klienta požádat. Toto se většinou děje formou investičního dotazníku, který klient vyplňuje a podepisuje před tím, než k investici samotné dojde. Podobným způsobem mohou klienti za podmínek stanovených právními předpisy požádat o přeřazení do jiné kategorie.⁵⁸

Investiční dotazník se může lišit u každého obchodníka s cennými papíry, nicméně standardně sestává ze čtyř základních částí.⁵⁹ V části první se investor vyjadřuje k délce investičního horizontu a očekávanému výnosu, který od investice očekává. Druhá část investičního dotazníku je věnována zkušenostem investora s jednotlivými produkty. Třetí část se zaměřuje na současnou finanční situaci investora, potažmo jeho ochotu a schopnost nést případné ztráty.⁶⁰ Poslední, čtvrtá sekce investičního dotazníku se obvykle věnuje rizikovému profilu investora. Investor se zde mj. vyjadřuje k situacím, kdy obvykle výnosnější investice často podléhají výrazným výkyvům kurzu. Součástí investičního dotazníku je často rovněž konkrétní identifikace investice, která má být provedena.

⁵⁷ článek 19, odst.4 MiFID

⁵⁸ Přeřazení klienta z kategorie drobných zákazníků může znamenat ztrátu nároku na náhradu zahraničního garančního systému (ten je účelem obdobná Garančnímu fondu obchodníků s cennými papíry v ČR) a znamená omezení nebo zánik některých povinností obchodníka s cennými papíry vůči drobným zákazníkům.

⁵⁹ interní zdroje ČSOB, a.s.

⁶⁰ V této části je ze strany klienta často volena možnost, kdy se jako investor ke své ekonomické situaci nevyjadřuje.

Není překvapením, že i přes často precizní zpracování dotazníků dochází (zejména v dobách propadů na finančních trzích, kdy investoři mohou přijít o značnou část finančních prostředků) k situacím, kdy se hledá odpovědnost u obchodníků a investičních poradců. Důvody podaných žalob jsou u všech nespokojených investorů podobné, a to zkrácení či zamlčení podstatných informací o nabízeném produktu, podání špatného investičního doporučení či nákup produktu, který je vzhledem k profilu investora nevhodný. Donedávna stálo právo na straně obchodníků nabízejících cenné papíry subjektů kolektivního investování, kteří dokládali soulad svého jednání s právem předložením investičního dotazníku stvrzeného klientem. Nicméně tento stav byl narušen zajímavým průlomovým rozhodnutím rakouského prvoinstančního soudu, které mělo značný ohlas v médiích.⁶¹ Investor zde přesvědčil soud o tom, že mu investiční poradce v ústní komunikaci podal zcela odlišné informace o zamýšlené investici, než bylo zdokumentováno v investičním dotazníku. Vyplněný a podepsaný investiční dotazník byl tímto zpochybněn.

Materiálním podkladem soudního sporu zde byla situace, kdy investor použil své prostředky uložené na vkladních knížkách (cca 60.000 €) na nákup podílových listů realitního fondu Meindl European Land. Toto rozhodnutí učinil na základě doporučení poradce, na základě jehož popisu byl investor přesvědčen o tom, že se jedná o cenné papíry, které jsou bezpečné a nabízejí stabilní růst hodnoty.⁶² Investor měl zájem o produkt, jehož emitentem je společnost se sídlem v Rakousku⁶³ a dle jeho výpovědi byl i v průběhu života investice, kdy nastal pokles hodnoty podílového listu, poradcem přesvědčován, aby vyčkal a svou investici neprodával.

Investor před soudem poukazoval na to, že poradce vyplnil investiční profil, aniž by v něm zohlednil obsah rozhovoru. Poradce investora dle jeho tvrzení ujišťoval, že vyplnění investičního dotazníku je jen formalitou vyžadovanou před prodejem. Investor tedy dotazníku nepřikládal zásadní význam a tvrdil, že jednotlivé body dotazníku ani důsledky vyplývající z jeho podpisu mu nebyly dostatečně vysvětleny.

Obviněný poradce se ohradil, že se jedná pouze o hledání viníka za špatné osobní investiční rozhodnutí. Poradce dle jejího názoru pouze prezentoval nabídku investičních produktů. Při této příležitosti byl kromě ostatních produktů představen i předmětný

⁶¹ Muller R. Dotazník MiFID zpochybněn. Fondshop, 15/2009, str.10 – 11.

⁶² je nezbytné zdůraznit, že investor požadoval v investičním dotazníku relativně vysoký výnos, a to mezi 6 – 10% p.a.

⁶³ až dodatečně však prý zjistil, že se jedná o investiční společnost se sídlem v New Jersey

realitní fond, který klient zvolil, což bylo rozhodnutí učiněné čistě z investičních důvodů. Investor požadoval produkt s vysokým výnosem a poradce jej upozornil, že je s danou investicí spojeno vysoké riziko. Klient rovněž skrze investiční dotazník sdělil, že má dostatečné znalosti potřebné k investování a uvedl, že nebude sdělovat další informace o své majetkové situaci, což podle názoru poradce mělo vliv na možnost poskytnout poradenství v plném rozsahu.

Dle mého názoru není možné v této věci suplovat roli soudů a na základě limitovaných informací rozhodnout, na které straně je pravda. Rozsudek navíc nebyl v době přípravy této diplomové práce⁶⁴ pravomocný, nicméně i to postačuje k tomu, abychom v něm mohli spatřovat jisté nebezpečí. Obchodníci s cennými papíry (poradci) oprávněně poukazují na to, že byl zpochybněn písemný a zákazníkem podepsaný investiční dotazník. Pokud by bylo možné před soudem uspět s tvrzením, že obsah dotazníku neodpovídá ústní komunikaci s investičním poradcem, je dotazník k ničemu a mohlo by to vést nejen k ohrožení činnosti distributorů podílových listů a investičních společností, ale rovněž kolektivního investování jako celku. V takovém případě by totiž životnost organismů kolektivního investování a jejich distribučních sítí byla dána úspěšností osobních rozhodnutí jejich klientů.⁶⁵

Další samostatnou úpravou s celoevropskou působností, která má rovněž sekundární vliv na prostředí kolektivního investování je úprava regulace bankovního sektoru (komplexně nazývaného úvěrové instituce), který má významný vliv na kontrolu a distribuci produktů kolektivního investování a rovněž na hodnotu aktiv, které jsou organismy kolektivního investování drženy v portfoliích. Dva konkrétní průsečíky bankovní regulace a prostředí kolektivního investování uvedu níže, nicméně rád bych nejprve v následujících několika málo odstavcích alespoň stručně zmínil právní pozadí vývoje této regulace v minulosti.

Vývoj regulace bank je výsledkem relativně kontinuálního procesu. Některé druhy regulace existují již poměrně dlouhou dobu a jiné nově vznikají na základě nových podnětů z finančních trhů. Jedním druhem regulace bankovníctví je požadavek na kapitálovou přiměřenost bank. Tento požadavek vznikl v roce 1988 pod záštitou

⁶⁴ 6-8/2009

⁶⁵ Muller R. Dotazník MiFID zpochybněn. Fondshop, 15/2009, str.10 – 11.

Banky pro mezinárodní platby⁶⁶ a je známý jako Basel I (*Basel Capital Accord*) a je spojen s činností stálého výboru bankovního dohledu, který byl později přejmenován na Basilejský výbor pro bankovní dohled (*Basel Committee on Banking Supervision*).⁶⁷ Původně stanovil požadavky pouze k úvěrovému riziku, následně došlo k zahrnutí i rizik tržních.⁶⁸ Je nutné poznamenat, že Basilejský výbor není žádným mezinárodním regulátorem bank. Smyslem jeho existence je tvořit doporučení pro jednotlivé centrální banky, stanovit směr, kterým se má regulace ubírat a přispět formulací jednotlivých pravidel k harmonizaci národních přístupů a tím i efektivnější kontrole bank.

Basel I byl do evropské legislativy implementován skrze směrnici Rady 93/6/EHS⁶⁹, o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí a rovněž prostřednictvím směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES⁷⁰, o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu. Basel I stanovil původně pouze systém „jednoduchých“ kapitálových ukazatelů (např. 8% ukazatel kapitálové přiměřenosti), které nejsou schopny správně vystihnout celkovou přiměřenost kapitálu, protože banky stále více využívají sekuritizaci a ostatní přesuny rizik.⁷¹ Kapitálové požadavky byl z dnešního pohledu nastaveny jednoduše a přehledně, ale příliš formálně a téměř neodpovídaly měření rizik, jak ho prováděly samotné banky. Chyběl také kapitálový požadavek k operačnímu riziku (respektive byl zahrnut do požadavku na úvěrové riziko, čímž bylo znemožněno jeho přesnější určení).

Proto se Basilejský výbor rozhodl významným způsobem revidovat způsob stanovení úrovně rizikovosti jednotlivých segmentů bankovního portfolia. Především bylo navrženo vyčlenění operačního rizika a vytvořeno několik postupů k jeho měření.⁷² Dále pak došlo k zásadním změnám u výpočtu úvěrových rizik a k několika drobným úpravám měření tržního rizika. Výsledky těchto úprav a následně toto doporučení společně se nazývají rovněž Basel II. Nepřináší žádnou novou složku kapitálu a vlastně

⁶⁶ Bank for International Settlements se sídlem v Basileji ve Švýcarsku.

⁶⁷ Původně tvořili komisi zástupci států G10 (Belgie, Kanada, Francie, Německo, Itálie, Japonsko, Nizozemí, Švédsko, Švýcarsko, Velká Británie, USA) a Lucemburska. Později se přidalo Španělsko.

⁶⁸ Stalo se tak v roce 1996 skrze uzavření dodatku kapitálové dohody o zahrnutí tržních rizik (Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks).

⁶⁹ Ze dne 15.března 1993

⁷⁰ Ze dne 20.března 2000

⁷¹ The Ripple Effect: How Basel II will impact institutions of all sizes – An ERisk White Paper, 2005 ERisk Holdings, Inc. Dostupný na :

http://www.erisk.com/ResourceCenter/Regulation/ERisk_Basel_II_Whitepaper.pdf, Str.13 a násl.

⁷² Operační riziko stále více ovlivňuje provoz bank a mnohdy s ním souvisí i riziko reputační, např. v případech, kdy dojde k nabourání do systému banky či fatálnímu podvodu zaměstnance.

se předpokládá, že na základě sofistikovanějších a přesnějších metod měření úvěrového rizika dojde k úspoře kapitálu určeného ke krytí úvěrových rizik, který se následně použije k pokrytí rizika operačního.⁷³

Basel II je relativně složitým nástrojem, který umožňuje rozlišit rizikovost alokace bankovního kapitálu. To znamená, že k expozicím s menší rizikovou vahou bude banka muset navýšit kapitál v menší míře než když provede expozici více rizikovou. Věřitelská pozice vůči stejnému druhu expozic vyžadovala dle Basel I stejné kapitálové požadavky bez ohledu na rozdíly v důvěryhodnosti a v riziku protistrany. Basel II zrevidovala jednotlivé rizikové váhy expozic a případná specifika upravuje již národní právo ve vlastní diskreci.⁷⁴ Podrobný přehled principů této úpravy není cílem této diplomové práce, proto si dovoluji stručně zmínit pouze současnou strukturu třech pilířů, na kterých tato doporučení stojí, jsou to:

1. Minimální kapitálové požadavky (Minimum Capital Requirements)

Výpočet celkových kapitálových požadavků k úvěrovému, tržnímu a operačnímu riziku (operační riziko nově zavedeno Basel II)

2. Dohled regulátora (Supervisory Review Process)

Tato část se věnuje klíčovým principům kontrolního dohledu, obsahuje návody k řízení rizik a postupy doporučené k dosažení požadované úrovně měření rizik. Upravuje kontrolu pravidel a jejich sladění se standardy. Cílem není pouze zajistit adekvátní kapitálovou přiměřenost, ale také motivovat banky k vývoji a aplikaci vlastních modelů.⁷⁵

3. Tržní disciplína (Market Discipline)

Třetí pilíř doplňuje předchozí dva a týká se transparentnosti a problematiky zveřejňování informací bankami. Banky by měly především zveřejňovat, jak nakládají s riziky, jak je měří, poskytovat širší informace o postupech

⁷³ Burgerová, J.: Sborník příspěvků mezinárodní vědecké konference Ekonomické znalosti pro tržní praxi ze dne 11.9.2008, Trendy regulace bank se zaměřením na BASEL II, str.45 a násl., online dostupný na : http://www.upol.cz/fileadmin/user_upload/FF-katedry/kae/EKO_ZNALOSTI_SBORNIK_2008.pdf, náhled 26.8.2009.

⁷⁴ tamtéž

⁷⁵ Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version, dostupný na <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>, náhled 29.8.2009.

používaných k zjištění kapitálových požadavků podle prvního pilíře a plně informovat o své finanční situaci.⁷⁶

Doporučení Basel II byla do evropské legislativy implementována skrze směrnici Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES, o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu, která nahradila předchozí směrnici 2000/12/ES (Basel I) a dále rovněž prostřednictvím směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES, o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí⁷⁷, která nahradila předchozí směrnici č.93/6/EHS (Basel I). Po dlouhých konzultacích byla pravidla Basel II promítnuta do českého právního řádu skrze vyhlášku ČNB č.123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry. Fakt, že se tato vyhláška vztahuje rovněž na obchodníky s cennými papíry je prvním důvodem proč Basel II zasahuje do českého prostředí kolektivního investování.

Dle ustanovení §15, odst. 3 ZKI může investiční společnost kromě kolektivního investování obhospodařovat majetek zákazníka, a to na základě smlouvy se zákazníkem, má-li tuto činnost uvedenou v povolení ke své činnosti. Při této činnosti musí investiční společnost v souladu s §69, odst.5 ZKI dodržovat pravidla kapitálové přiměřenosti obchodníka s cennými papíry, který není bankou. Vyhláška ČNB č.123/2007 Sb. kromě obecných částí pokrývá problematiku Řídicích a kontrolních systémů (ČÁST TŘETÍ), Kapitálové přiměřenosti (ČÁST ČTVRTÁ), Pravidel angažovanosti (ČÁST PÁTÁ), Pravidel pro nabývání, financování a posuzování aktiv (ČÁST ŠESTÁ) a Uveřejňování informací (ČÁST SEDMÁ). Obchodník s cennými papíry dle §3, odst. 1 této vyhlášky nepodléhá pravidlům podle části třetí a šesté.

Druhým důvodem, proč Basel II ovlivňuje kolektivní investování je i charakter a kvalita jednotlivých entit kolektivního investování, riziko s nimi spojené a rovněž množství kapitálu, které mohou povinné osoby do aktiv emitovaných organismy kolektivního investování umisťovat. Kategorie expozic vůči fondům kolektivního investování⁷⁸ jsou uvedeny v Příloze č.4 k vyhlášce č.123/2007 Sb., v její části 15, kde

⁷⁶ tamtéž

⁷⁷ Obě ze dne 14.června 2006

⁷⁸ Při použití standardního přístupu, v případech použití přístupu na základě vnitřní klasifikace (internal ratings based approach – IRB) tato pravidla neplatí a jsou individuálně schvalována regulátorem (ČNB).

jsou stanoveny rizikové váhy vůči podílovým listům podílových fondů nebo akciím investičních fondů. Expozicím vůči fondům kolektivního investování, pro které je k dispozici externí rating zapsané ratingové agentury, se přiřadí riziková váha podle stupňů úvěrové kvality v rozsahu 20 – 150%. Je zajímavé na tomto místě zmínit, že pro expozice vůči fondům kolektivního investování spojeným se zvláště vysokým stupněm rizika předvídá vyhláška rizikovou váhu 150%, přičemž seznam těchto fondů má vést a uveřejňovat ČNB. Žádný takový seznam však k dnešnímu dni neexistuje.⁷⁹

Je vhodné zmínit, že přístup na základě vnitřní klasifikace má dvě modifikace – základní IRB přístup (Foundation IRB) a pokročilý IRB přístup (Advanced IRB), podrobnosti viz vyhláška č.123/2007 Sb.

⁷⁹ zdroj: osobní konzultace s ČNB, srpen 2009

5 SOUČASNÉ PROSTŘEDÍ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICĚ

5.1 Regulace a samoregulace

Finanční trh je založen na informacích a kolektivní investování je jeho integrální součástí. V ideálně teoreticky fungujícím tržním systému mají všichni jeho účastníci k dispozici ve stejný okamžik stejný rozsah informací a je pouze na jejich rozhodnutí, jak s nimi naloží. Reálné prostředí však funguje často jinak, na trhu figurují více a méně informovaní a kvalifikovaní či zkušenější hráči. Dochází tak k situacím, kdy jedna strana je ve výhodě vůči straně druhé. Tato informační asymetrie ve svém důsledku může narušit tržní mechanismy, což se pak nutně odrazí ve snižování důvěry ostatních hráčů v trh a vede k tomu, že pak nejsou efektivně plněny jeho funkce. Zejména existence kapitálově nestejně vybavených účastníků trhu, kdy silní hráči ovlivňují ostatní – zpravidla slabší – účastníky (např. drobné investory), kteří ze své pozice nemají možnost sami situaci ovlivnit. Rovněž mimořádný tlak vyvíjený na manažery spravující instituce hospodařící s obrovskými objemy finančních prostředků často může často vyústit v různá pokušení, která ve svém důsledku mohou vést až ke ztrátovému či neefektivnímu nakládání se svěřeným majetkem, někdy i ve spojení s trestnou činností. Tyto průvodní jevy je zapotřebí vnímat jako přirozenou a neoddiskutovatelnou součást každé sofistikované přerozdělovací struktury jakou finanční trh zajisté je, musí však být minimalizovány a proto je nutné zakotvit základní pravidla, která by vznik podobných negativních externalit omezila.

Účelná regulace je klíčovým faktorem úspěšnosti kteréhokoli finančního systému, umožňující vznik důvěry v trh a v jeho mechanismy. Klíčové je však slovo účelná. Existence důvěry investorů nemůže být závislá na předpokladu, že by regulace měla zabránit všem selháním či úpadkům účastníků trhu. Vzhledem k povaze kolektivního investování (a souvisejících kapitálových trhů), kterým je jistá úroveň nestálosti vlastní, je dosažení režimu „nulového selhání“ nemožné a v každém případě nežádoucí. Každý takový režim by svou nákladností nadměrně zatěžoval regulované subjekty a byl by velmi neekonomický ve smyslu poměru vynaložených prostředků a výsledného přínosu. Dále by dusil rozvoj trhu, zavádění nových služeb, konkurenceschopnost a neodpovídal by odpovědnosti účastníků trhu za vlastní jednání (jak entit kolektivního investování,

tak samotných zákazníků). Není možné vyloučit tržní selhání, ale spíše hledat optimální rovnováhu o jejich omezení a o rozvoj trhu jako takového.

Ve světovém kontextu existuje několik modelů institucionálního rámce dozoru nad finančním trhem :

1. Roztříštěná struktura – to znamená jedna dozorová instituce pro bankovníctví, jedna pro kapitálových trh a jedna pro pojišťovnictví (např. Nizozemí, donedávna i ČR)
2. Jednotný plně integrovaný dozor – pouze jedna velká instituce (např. Dánsko, Velká Británie, nyní i ČR)
3. Spojení dozoru pro bankovníctví a pojišťovny – vedle toho pak existuje dozor nad kapitálovým trhem samostatně (např. Austrálie, Belgie)
4. Spojení dozoru kapitálového trhu a pojišťovnictví - bankovníctví vyčleněno samostatně (např. Slovensko)
5. Spojení dozoru bankovníctví a kapitálového trhu - pojišťovnictví vyčleněno samostatně (např. Lucembursko, Švýcarsko)

Důvodem takto různých úprav jsou zejména odlišné historické souvislosti a rovněž rozdílnosti v právních systémech jednotlivých zemí. Nicméně pro dosažení vysoké kvality regulace a to zejména z důvodu zamezení konfliktům zájmů mezi jednotlivými regulovanými oblastmi (které jsou si v tomto případě velice blízké), lze říci, že jednotný plně integrovaný dozor je možné považovat za nejmodernější a nejefektivnější systém. Vzhledem i k požadavkům ze strany Evropského společenství je uplatňován rovněž v ČR, ale teprve relativně krátkou dobu, přičemž je výsledkem postupného vývoje, tak jak bude krátce popsáno dále.

Vývoj státního dozoru v této oblasti byl v první polovině 90.let (zejména v období kupónové privatizace) nejprve delegován na odbor dozoru nad kapitálovým trhem MFČR, který byl následně přejmenován na Úřad pro cenné papíry, jenž však i nadále zůstal součástí ministerstva. V únoru 1998 byl schválen zákon o Komisi pro cenné papíry⁸⁰, která nahradila s účinností od 1. dubna 1998 Úřad pro cenné papíry. Byl to výsledek kompromisu mezi zastánci nové a silné instituce s velkými pravomocemi a těmi, kteří nesouhlasili s výraznějším posílením dozoru nad kapitálovým trhem. KCP

⁸⁰ zákon č. 15/1998 Sb.

byla tedy nakonec ustanovena jako správní úřad, tedy další ústřední orgán státní správy, organizačně samostatný a financovaný ze státního rozpočtu.

Základním úkolem KCP byl výkon státního dozoru nad kapitálovým trhem a subjekty, které na něm působily, tedy mj. nad veškerými aktivitami investičních společností (včetně zahraničních), investičními fondy, obchodníky s cennými papíry, registrovanými investičními zprostředkovateli a makléři. Dalšími úkoly byly další činnosti, jako např. přispívat k podpoře rozvoje a transparentnosti kapitálového trhu, začlenění trhu do evropských struktur, podporovat informovanost investorů a zvyšovat ekonomickou vzdělanost a povědomí široké veřejnosti o principech fungování kapitálového trhu.

Pokud se týče kolektivního investování, KCP byla pověřena dohledem nad dodržováním právním předpisů v této oblasti a zajištěním ochrany podílníků fondů. KCP vydávala a odebírala povolení k činnosti investičních společností a zakládání fondů, dále schvalovala statuty fondů a jejich změny, vedoucí osoby (a vedoucím osobám mohla souhlas k výkonu funkce odejmout) a další operace. Při porušení povinností ze strany regulovaných subjekt mohla KCP využít některou ze sankcí, např. odejmutí nebo změnu rozsahu licence a uložení peněžitých pokut. Komise mohla rovněž nařídit změnu obhospodařující investiční společnosti, depozitáře a auditora, nařídit provedení mimořádného auditu, nařídit pozastavení vydávání a odkupování akcií nebo podílových listů fondu. Komise mohla rovněž zakázat výkon hlasovacích práv a uplatňovat vliv osobám s kvalifikovanou účastí na investiční společnosti nebo fondu.

Nabytím účinnosti zákona č.57/2006 Sb. přechází od 1. dubna 2006 veškerá činnost a agenda Komise pro cenné papíry jako dozorového orgánu nad kapitálovým trhem na Českou národní banku.⁸¹ ČNB se tak stává jediným regulátorem nad finančním trhem, v souladu s §1, odst.1 zákona č.6/1993 Sb., o České národní bance. Jedním z důsledků této integrace je poté následná změna sektorového modelu dohledu⁸² na funkcionální model dohledu⁸³, který lépe odpovídá jednotnému paradigmatu dohledu. Důvodem této poslední zmíněné změny bylo především sjednocení postupů a přístupů při tvorbě regulatoriky tak, aby nedocházelo k nepředvídaným „přesahům“ či

⁸¹ K pravomocem ČNB v oblasti kolektivního investování viz §103, odst.1 ZKI.

⁸² Dohled ČNB se dělil dle sektorů na 1. sekci bankovní regulace a dohledu, 2. sekci regulace a dohledu nad kapitálovým trhem, 3. sekce regulace a dohledu nad pojišťovny.

⁸³ Členění dohledu dle funkcí : 1. sekce dohledu nad finančním trhem, 2. sekce regulace a analýz finančního .trhu, 3. sekce licenčních a sankčních řízení.

naopak „šedým oblastem“ mezi jednotlivými sektory, sjednocení licenčních postupů a postupů ve správním řízení a rovněž sjednocení kontrolních a analytických postupů. V porovnání s předchozím stavem jsou tak manažeři sekcí odpovědní za celý finanční trh, ne jen za některý ze sektorů.⁸⁴

Dle aktuální právní úpravy může v oblasti kolektivního investování ČNB subjektům, které podléhají dohledu⁸⁵ a poruší podmínky stanovené v ZKI nebo dalších dokumentech⁸⁶ (případně ohrozí zájmy podílníků či akcionářů⁸⁷) uložit opatření, které směřuje k nápravě nedostatků. Mezi nejdůležitější pravomoci, které může ČNB uplatnit patří:⁸⁸

- nařízení mimořádného provedení auditu fondu na náklady investiční společnosti či investičního fondu,
- nařízení změny auditora,
- nařízení pozastavení vydávání a odkupování cenných papírů fondu,
- nařízení změny depozitáře,
- zavedení nucené správy,
- odebrání povolení uděleného dle ZKI.

ČNB může také změnit rozsah povolení investiční společnosti, nařídit investičnímu fondu změnu investiční společnosti nebo rozhodnout o nuceném převodu obhospodařování podílového fondu.

Dalším důležitým institutem k ochraně zájmů investorů, k obecné podpoře konceptu kolektivního investování a v neposlední řadě ke kultivaci českého investičního prostředí (nad rámec zákonné kogentní úpravy) je odvětvová samoregulace, tedy vytváření vlastních „dobrovolných“ organizací, do kterých se některé investiční společnosti sdružují. Hlavním motivem, proč si na trhu vzájemně konkurující investiční společnosti sdružují ke společným aktivitám, je nejen ekonomický faktor (snaha dlouhodobě podnikat v daném odvětví a profilovat se jako zkušené organizace se silným

⁸⁴ Zpracováno na základě prezentace „Připravované legislativní novinky pohledem regulátora“, představené M.Singerem, viceguvernérem ČNB na konferenci pořádané dne 27.11.2007 Institute for International Research.

⁸⁵ zejména investiční společnosti, investiční fondy, depozitáři, likvidátoři investičních společností a fondů, nucení správci investičních společností a fondů, zahraniční investiční společnosti a fondy působící v ČR a další subjekty stanovené § 102, odst.2 ZKI

⁸⁶ § 102, odst.1 ZKI

⁸⁷ §103, odst.1 ZKI

⁸⁸ tamtéž

zázemím), ale rovněž myšlenka, že ani naprosté dodržování zákona nemusí nutně znamenat plně etické chování. Pro úspěch celého odvětví je nezbytné systematicky budovat důvěru společnosti v kolektivní investování.⁸⁹

Prvním „samoregulačním“ subjektem byla Unie investičních společností České republiky (UNIS), která vznikla v červnu 1996 splnutím tří do té doby existujících zájmových sdružení investičních společností a samosprávných investičních fondů. Ihned po svém vzniku se stala členskou organizací Evropské federace investičních společností (FEFSI)⁹⁰, která v té době sdružovala národní asociace investičních společností zemí Evropské unie a která byla v průběhu následujících let přejmenována na Evropskou federaci fondů a asset management společností (EFAMA)⁹¹.

V dubnu 2000 vznikla Asociace pro kapitálový trh (AKAT), a to mimo jiné z důvodu, že zahraničním společnostem působícím v České republice nebylo dovoleno připojit se k UNIS ČR. AKAT se nezabývala pouze oblastí kolektivního investování, ale rovněž jedním z jejích cílů měl být rozvoj, standardizace a popularizace kapitálového trhu v České republice. Na začátku roku 2006 rozšířila UNIS svou činnost a začala zastřešovat i oblast asset managementu.⁹² V souvislosti s tímto došlo i ke změně názvu na Asociaci fondů a asset managementu České republiky (AFAM). Až do konce roku 2007 pak v České republice působily AKAT i AFAM paralelně. Jelikož se však zabývaly obě tyto organizace velmi podobnou činností, došlo na společném zasedání valných hromad obou asociací dne 9. ledna 2008 k jejich sloučení. Nově vzniklá asociace nese název Asociace pro kapitálový trh.

Principy členství ve všech výše uvedených organizacích, které prošly postupným vývojem a z nich plynoucí závazky členů si byly velmi podobné. Proto se zmíním pouze o současném stavu týkajícím se členů AKAT, kteří jsou povinni dodržovat Stanovy, Etický kodex, Závazné pokyny asociace a Etický kodex. Skrze tyto dokumenty se AKAT snaží o usměrňování a kontrolu činnosti svých členů.

⁸⁹ Zejména po zkušenostech s kolektivním investováním při kuponové privatizaci.

⁹⁰ Federation Europeenne des Fonds et Societes D'Investissement

⁹¹ European Fund and Asset Management Association

⁹² Obecně se za asset management považuje individuální správa korporátních nebo privátních aktiv nad určitou hranici (obvykle 10 mil.CZK), kdy správce portfolia je oprávněn průběžně alokovat volný kapitál dle investiční strategie zvolené klientem za účelem dosažení maximálního zhodnocení původně vyčleněných aktiv, přičemž má možnost prakticky okamžitě reagovat na vývoj na trhu. Investice jsou většinou neustále registrovány na účtu klienta, zdroj: interní informace ČSOB, a.s.

Hlavní oblasti, které by měly být činnostmi samosprávných organizací pokryty, představují zejména následující oblasti:⁹³

- a) Partnerství se státní správou v jednáních o úpravách zákonů a daňových předpisů ovlivňujících kolektivní investování
- b) Doplnování a zpřesňování dokumentů a pravidel samoregulace, včetně dohledu na jejich dodržování, předcházení jejich nedodržování a vyvozování závěrů z jejich nedodržování
- c) Řešení odborným problému členů (odborné vzdělávání zaměstnanců, jednotné metodiky některých činností – např. klasifikace typů fondů, oceňování majetku, příprava k přechodu na Euro apod.)
- d) Ovlivňování chování členů tak, aby přispívalo k růstu důvěry v kolektivní investování, včetně komunikace směřující k vyšší informovanosti investorské veřejnosti
- e) Mezinárodní aktivity (nejen v rámci EFAMA, ale rovněž ve spolupráci s ostatními evropskými i mimoevropskými organizacemi).⁹⁴

Členství v AKAT by mělo být jakousi zárukou vyšší kvality služeb z pohledu investora a je na každé investiční společnosti či investičním fondu (příp.jiném subjektu), zda si svou angažovanost vyhodnotí jako přínosnou. Členství v AKAT je dobrovolným smluvním závazkem každého člena a je nezbytné zmínit, že tento s sebou může přinášet i určité komplikace.

První z problémů může spočívat v tom, že přijetí takového závazku nad rámec požadavků platných zákonů znamená současně dodatečné náklady společnosti. Tyto náklady nejenže nemusí přinést výnos v blízkém horizontu několika měsíců, ale pravděpodobně ani v horizontu jednoho až tří let. Jde tedy vlastně o dočasné znevýhodnění oproti těm, kteří takovýto závazek nepřijmou.

Dalším problematickým okruhem může být způsob kontroly dodržování přijatých pravidel a řešení případů, kdy došlo k jejich porušení. Pokud pominu otázku nákladů – vybudování dozorového orgánu znamená zaplatit práci týmu kvalitních odborníků a to není levné – je zde především nebezpečí konfliktu zájmů. Provádění kontroly u jednoho člena týmem, který je jakkoli ovlivnitelný jinými členy, je určitě nepříjemná představa

⁹³Brabec, J.: Principles of Self-regulation of Union of Investment Companies of the CR and the Future of Collective Investment in the Czech Republic, dostupný na: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2784_199810jh.pdf, str.620 a násl., náhled 25.6.2009.

⁹⁴ Asociace pro kapitálový trh: Cíle AKAT, 2008. Dostupný na www.akatcr.cz.

pro kteréhokoli z členů. Toto se jistě dá omezit vytvořením různých mechanismů (rozhodčí soud, posuzování na plenárním zasedání apod.), které však nikdy nemohou plně vyloučit všechna nebezpečí a znamenají navíc další náklady, minimálně v čase účastníků.

Jako řešení procesních nedostatků systému kontroly uvedených v předchozím odstavci tak bylo rozhodnuto nevytvářet vlastní dozorový orgán pro aktivní kontrolu dodržování Závazných pokynů a spíše všem členům doporučit uzavřít se svými auditory smlouvy, podle nichž součástí auditu investiční společnosti budou nejenom finanční výsledky, ale i kontrola toho, jak vnitřní pravidla a směrnice společnosti odpovídají Závazným pokynům a jak jsou dodržovány. To samozřejmě znamená pro členy značné doplňkové náklady, je to však poměrně účinný a zcela nezávislý způsob kontroly.⁹⁵

Na závěr této kapitoly bych rád krátce zmínil věčný konflikt při posuzování efektivity povinné a nepovinné samoregulace. Vzhledem k dobrovolnosti členství v AKAT je jasné, že mohou na trhu existovat subjekty, které standardy běžné v odvětví (kdy většina investičních společností a investičních fondů členy je) nebudou dodržovat a vlastně budou působit jako černí pasažéři. Stejně jako v případech jiných profesních komor, zastánci povinného členství tvrdí, že pouze toto dokáže zabezpečit jasný přehled o subjektech vykonávajících činnost v oblasti kolektivního investování a následně solidní ochranu investorů. Tito rovněž poukazují na fakt, že na rozdíl od jiných samosprávných organizací, v tomto specifickém případě může vzhledem k objemu kapitálu, se kterým se nakládá, dojít nejen k ohrožení zájmů jednotlivců, ale rovněž zájmů ekonomických odvětví či dokonce zájmů národního rozsahu.

Zastánci nepovinné samoregulace oproti tomu argumentují, že samosprávná organizace by neměla v žádném případě suplovat roli státní správy a členové by neměli být k členství v ní nuceni, už jen z důvodu toho, že teprve dobrovolné členství umožní, aby taková organizace měla své výrazné a respektované místo na slunci. Teprve pak bude každý z členů maximálně usilovat o to, aby byl jejím hrdým členem. Rovněž vzhledem ke kvalitě současné evropské i národní legislativy v oblasti kolektivního

⁹⁵ Tento způsob kontroly souladu činnosti investičních společností a investičních fondů se Závaznými pokyny AKAT se zajisté odrazily i v zajímavém podnětu AKAT v rámci Vyhodnocení veřejné konzultace věcného záměru zákona o dohledu nad finančním trhem publikovaného Ministerstvem financí dne 30.7.2008, kdy AKAT navrhl využití auditorů, znalců i jiných odborníků při kontrolní činnosti vykonávané ČNB (obdobně jako úprava ve směrnici o trzích finančních nástrojů MiFID).

investování se osobně přikláním k zachování současného stavu a tedy k poslednímu zmíněnému názoru.

5.2 Současná právní úprava kolektivního investování v České republice

Během 90. let byla právní úprava kolektivního investování na území České republiky přizpůsobována především velkému množství specifických problémů, které se objevily v důsledku kupónové privatizace. Ke konci tohoto období se začala situace měnit a objevila se snaha o harmonizaci právní úpravy kolektivního investování s právem Evropské unie.

Výsledkem této snahy se stal zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále rovněž ZKI), ze dne 1. dubna 2004. Účinnost ZKI nastala 1. května 2004, tedy v den vstupu České republiky do Evropské unie. Tento relativně nový zákon upravuje působení subjektů kolektivní investování v České republice v souladu s právem Evropské unie. V ZKI jsou tedy již implementovány směrnice UCITS I (směrnice 85/611/EHS) a UCITS III (směrnice 2001/107/ES a 2001/108/ES).

Kolektivní investování je ZKI definováno jako podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku.⁹⁶

Z hlediska právní formy rozeznává ZKI tři druhy subjektů kolektivního investování:⁹⁷

- *Investiční společnost,*
- *Investiční fond,*
- *Podílový fond.*

Každému podílovému fondu vytvářenému investiční společností a investičnímu fondu ukládá ZKI zveřejnit statut a zjednodušený statut.⁹⁸ Statut fondu slouží k zajištění ochrany akcionářů a podílníků, kterým poskytuje dostatečné informace o investiční strategii fondu, o rozdělování výnosů a jiných skutečnostech a upozorňuje na rizika spojená s investováním do daného fondu. Základní požadavky na náležitosti statutu jsou

⁹⁶ § 2 odst. 1 písm. a) ZKI.

⁹⁷ Ve směrnici UCITS je investiční společnost nazývána „správcovská společnost“ („Management company“) a investiční fond je nazýván „investiční společnost“ („Investment company“).

⁹⁸ § 83 ZKI

uvedeny ve vyhlášce č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování. Tyto informace jsou pro investiční společnost závazné a změna statutu podléhá předchozímu schválení ČNB.⁹⁹ Zjednodušený statut má poskytnout investorům všechny relevantní informace na nejvýše dvou stranách a jednodušší formou než jsou uvedeny v plném statutu. Zjednodušený statut musí být investorovi bezplatně nabídnut před podpisem smlouvy o nákupu akcií či podílových listů.

Statut fondů schvaluje ČNB v rámci povolovacího řízení, které se řídí správním řádem.¹⁰⁰ V dosavadní praxi ČNB se vyžaduje, aby investiční fond či investiční společnost předložily v rámci schvalovacího řízení předběžný příslib banky, že bude pro fond vykonávat činnosti depozitáře a návrh depozitářské smlouvy. Zde pak vzniká určitá nejistota, která stojí za zmínku. Budoucí depozitář totiž není účastníkem povolovacího (správního) řízení a to ani ve vztahu ke statutu fondu, který může mít následně vliv na jeho práva a povinnosti vyplývající z depozitářské smlouvy. Někdy nastane situace, že statut se v průběhu schvalovacího řízení změní a někdy dokonce obsahuje ustanovení v rozporu se ZKI. Vzniká pak otázka, jak může budoucí depozitář reagovat na změny statutu, které nejsou v souladu s jeho zákonnými nebo smluvními povinnostmi (či interními standardy). Samozřejmě lze argumentovat, že depozitář nemusí takový statut akceptovat a v souladu s tímto přesvědčením nepodepsat depozitářskou smlouvu. Je ovšem otázkou zda je taková situace žádoucí, protože bez depozitáře nemůže podílový ani investiční fond začít vykonávat svou činnost, změna statutu a depozitáře opět podléhají předchozímu schválení ČNB atd. V praxi se stalo, že ve statutu schváleném ČNB je například uvedena vyšší výše úplaty za činnost depozitáře než v podepsané smlouvě o výkonu depozitáře, protože snížení výše úplaty depozitáře bylo dohodnuto až těsně před podpisem smlouvy. Má zda deponent požádat ČNB o změnu statutu? V ustanovení § 27 vyhlášky č.482/2006 Sb. u této změny statutu není uvedena výjimka, tedy i tuto změnu je nutné si nechat schválit regulátorem. De lege ferenda by tudíž bylo správnější i z praktického hlediska, kdyby účastníkem

⁹⁹ s výjimkami uvedenými v § 27 vyhlášky č.482/2006 Sb., tedy takové změny, které předchozímu souhlasu ČNB nepodléhají

¹⁰⁰ §135, odst.1 ZKI ve spojení se zákonem č.500/2004 Sb., správní řád

povolovacího řízení byl i budoucí depozitář.¹⁰¹ Otázkou názoru a konkrétního případu však zůstává, do jaké míry budoucí depozitář může předpokládat vzhledem ke svým zkušenostem, že k případným změnám ve správním řízení před ČNB (a případně i ke změnám ve statutu) dojde a promítnout toto již do návrhu soukromoprávního vztahu, který bude uzavřen až po úspěšném dokončení povolovacího řízení.

5.2.1 Investiční společnost

Investiční společnost je právnická osoba ve formě akciové společnosti, jejímž předmětem činnosti je kolektivní investování. Obchodní firma musí nést označení „investiční společnost“. Kolektivní investování spočívá ve vytváření a obhospodařování podílových fondů nebo v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování.¹⁰² Investiční společnost se tak nachází v postavení profesionálního správce cizího majetku, jehož příjmy jsou poplatky za služby placené těmi, jejichž majetek obhospodařuje. Obhospodařováním se rozumí investiční management, administrativní činnosti a veřejné nabízení a propagace cenných papírů fondů kolektivního investování.¹⁰³ Ke své činnosti potřebuje investiční společnost povolení od regulátora, České národní banky (dále rovněž „ČNB“). ČNB může investiční společnosti udělit povolení i pro jiné činnosti, jako je např. obhospodařování majetku zákazníka (na základě smlouvy), je-li součástí majetku investiční nástroj. V případě obhospodařování majetku zákazníka, může být společnosti dále povoleno uchovávat a spravovat cenné papíry vydané fondem kolektivního investování nebo poskytovat investiční poradenství týkající se investičního nástroje.

Kromě charakteru a povolených činností ZKI dále stanovuje podmínky, za kterých investiční společnost získá povolení od ČNB. Podle § 60 odst. 1 ZKI musí investiční společnost mimo jiné vydávat pouze akcie na jméno, mít sídlo i skutečné sídlo na území České republiky, mít průhledný a nezávadný původ základního kapitálu a mít věcné, personální a organizační předpoklady pro kolektivní investování.

Pokud se týče věcných předpokladů, musí mít investiční společnost zcela splacen základní kapitál a vlastní kapitál investiční společnosti v době udělení povolení musí

¹⁰¹ Chloubka, V. Kolektivní investování, Problémy kolem fondů kvalifikovaných investorů (Fondy kvalifikovaných investorů a depozitář), online dostupné na <http://www.multiweb.cz/jurist/Strana12.htm>, náhled 15.7.2009.

¹⁰² § 14 odst. 1 písm. a), b) ZKI

¹⁰³ Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. Kurs obchodního práva: Právo cenných papírů. Praha: C. H. Beck, 2005. Str. 311- 312.

činit minimálně 125000 EUR¹⁰⁴ a společnost musí udržovat jeho výši po celou dobu své činnosti. Předmětem vkladů při založení investiční společnosti mohou být jak peněžité, tak nepeněžité vklady. Pro nepeněžité vklady nicméně platí, že jimi může být pouze majetek, jehož hospodářská hodnota je zjistitelná a který může společnost hospodářsky využít ve vztahu k předmětu podnikání.¹⁰⁵ Výše a struktura základního kapitálu musí navíc prokazatelně umožňovat zahájení a řádný výkon činnosti investiční společnosti. Přípustné je tedy splacení základního kapitálu např. vklady v podobě vlastnického práva k prostorám, v níž se nachází skutečné sídlo společnosti, práv k software, který bude investiční společnost využívat pro svou činnost, apod. S tím, nakolik vklady umožňují řádnou činnost společnosti se investiční společnost musí věrohodně vypořádat v plánu obchodní činnosti – viz dále.¹⁰⁶

Z hlediska personálních předpokladů je stanoveno, že vedoucí osoba investiční společnosti musí mít k výkonu své funkce předchozí souhlas od ČNB. Ta souhlas udělí, pokud tato osoba splňuje zákonem dané předpoklady.¹⁰⁷ Investiční společnost musí dále předložit ČNB plán své obchodní činnosti a návrh organizační struktury, který musí popisovat strukturu řízení s označením vedoucích osob a rozdělení odpovědnosti, základní komunikační a pracovní postupy, vnitřní systém kontroly a další náležitosti předvídané §61 ZKI a prováděcím právním předpisem.¹⁰⁸

Kromě udělení povolení může ČNB rovněž změnit jeho rozsah případně i rozhodnout o odnětí povolení. K odejmutí povolení může dojít buď na žádost investiční společnosti (v případě, že investiční společnost nevykonává žádnou činnost a má vypořádané závazky vůči zákazníkům) nebo z vlastního uvážení ČNB v případě protizákonného jednání nebo závažné změny ve skutečnostech, na základě kterých bylo povolení uděleno.

5.2.2 Investiční fond

Investiční fond je právnická osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování. Stejně jako investiční společnost potřebuje k výkonu své činnosti povolení

¹⁰⁴ Ve specifických případech je požadavek na vlastní kapitál vyšší, viz § 69, odst. 2 ZKI.

¹⁰⁵ § 59 odst.2 ObchZ

¹⁰⁶ Úřední sdělení ČNB ze dne 12.ledna 2007, částka 3/2007

¹⁰⁷ Viz. § 72 odst. 3 ZKI.

¹⁰⁸ Vyhláška č.269/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

od ČNB.¹⁰⁹ Investiční fond je akciovou společností, která obhospodařuje svůj vlastní majetek svým jménem a na svůj účet. Investoři jsou tedy pouze akcionáři společnosti. Obchodní firma společnosti musí nést označení „uzavřený investiční fond“¹¹⁰. Akciová společnost tedy vydává jen omezený počet akcií, u kterých nemají investoři možnost zpětného prodeje a jejichž cena se tvoří na základě nabídky a poptávky na sekundárním trhu. Akcie, které fond vydává musí být neomezeně převoditelné a musí mít stejnou jmenovitou hodnotu. Investiční fond může být založen pouze na dobu určitou, která je omezená maximální hranicí 10 let.¹¹¹ Smyslem omezení doby, na kterou lze investiční fond založit, je zabezpečit, aby v rozumném časovém horizontu mohl akcionář svou investici zpeněžit za odpovídající cenu. Investiční fond může svěřit svůj majetek k obhospodařování investiční společnosti (na základě smlouvy o obhospodařování).

Podmínky pro získání povolení k činnosti investičního fondu jsou podobné podmínkám, které platí pro investiční společnost a upravuje je § 65 ZKI a prováděcí právní předpis.¹¹² Narozdíl od investiční společnosti mohou o povolení k činnosti investičního fondu požádat pouze zakladatelé akciové společnosti, která dosud nevznikla a tato společnost nesmí být založena na základě veřejné nabídky akcií.¹¹³

Požadavky ohledně základního kapitálu jsou také totožné s úpravou pro investiční společnost. Minimální výše vlastního kapitálu je však odlišná v případě, že se investiční fond rozhodne nesvěřit majetek k obhospodařování investiční společnosti. Potom je požadováno, aby k okamžiku udělení povolení činila výše vlastního kapitálu minimálně 300000 EUR. Vlastní kapitál investičního fondu musí dosáhnout úrovně 50.000.000 Kč nejpozději do 1 roku ode dne udělení povolení k činnosti, v opačném případě musí být tato skutečnost oznámena ČNB. Následný postup je zřejmě v diskreční pravomoci regulátora.

Dle § 64, odst.1 písm. g) ZKI je podmínkou povolení k činnosti investičního fondu splacení základního kapitálu pouze peněžitými vklady. Nepeněžitě vklady jsou proto vyloučeny. Zákon však výslovně neupravuje problematiku navyšování

¹⁰⁹ § 4 odst. 1 ZKI.

¹¹⁰ § 4, odst.3 ZKI, v České republice není zákonem povoleno vytvářet otevřené investiční fondy (tzv.SICAVy).

¹¹¹ S výjimkou fondů kvalifikovaných investorů, které nejsou touto lhůtou vázány po novele provedené zákonem č.230/2009 Sb., ze dne 30.července 2009, s účinností od 1.9.2009.

¹¹² Vyhláška č.269/2004 Sb., o o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

¹¹³ § 4 odst. 2 ZKI.

základního kapitálu nepeněžitými vklady, proto tato otázka byla předmětem diskuze. ČNB posléze ve svém úředním sdělení dospěla k názoru, že ani pozdější zvyšování základního kapitálu nepeněžitými vklady není přípustné.¹¹⁴ Důvodem bylo zejména explicitní vyloučení nepeněžitých originálních vkladů v ZKI (a související potřeba zachování koherence předpisu) a rovněž fakt, že pozdější změna vkladů z peněžitých na (částečně) nepeněžité by znamenala změnu podmínek, za kterých bylo uděleno povolení.

Pro zachování celkového obrazu je zde vhodné uvést, že ČNB může rovněž změnit rozsah nebo odejmout povolení k činnosti investičního fondu. Na rozdíl od investiční společnosti zákon nepřipouští možnost odejmout povolení investičnímu fondu na jeho vlastní žádost.¹¹⁵

5.2.3 Podílový fond

Peněžní prostředky do podílového fondu shromažďuje investiční společnost vydáváním podílových listů. Podílový fond sám je pouze souborem majetku, který náleží všem vlastníkům podílových listů (podílníkům) podle jejich poměru a který obhospodařuje investiční společnost svým jménem na účet podílníků. Podílový fond tedy nemá právní subjektivitu. Investiční společnost musí zažádat o povolení k vytvoření podílového fondu ČNB. Podílový fond může být uzavřený nebo otevřený a jeho název musí nést toto označení spolu s označením investiční společnosti, která obhospodařuje jeho majetek.

Podílový list je cenný papír, který může mít libovolnou formu¹¹⁶ i podobu¹¹⁷. Poměr počtu podílových listů podílového fondu v majetku podílníka proti počtu všech podílových listů v majetku ostatních podílníků (příp. poměr součtu jejich jmenovitých hodnot) představuje výši podílu daného podílníka na majetku v podílovém fondu.¹¹⁸

ČNB při udělování povolení ke vzniku podílového fondu se zabývá především předpoklady, které musí splňovat investiční společnost. Investiční společnost však musí

¹¹⁴ Úřední sdělení ČNB ze dne 12.ledna 2007, částka 3/2007

¹¹⁵ Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. Kurs obchodního práva: Právo cenných papírů. Praha: C. H. Beck, 2005. Str.319.

¹¹⁶ Forma podílového listu: může být „na jméno“ (dle ObchZ, což odpovídá formě „na řad“ dle ZCP) nebo „na majitele“ (dle ObchZ, což odpovídá formě „na doručitele“ dle ZCP)

¹¹⁷ Podoba může být buď „listinná“ nebo „zaknihovaná“ – viz § 155, odst.2 ObchZ.

¹¹⁸ § 6, odst.2 ZKI

získat povolení pro každý ze svých fondů zvlášť. ČNB dále schvaluje statut podílového fondu a osobu depozitáře.¹¹⁹

Podílové fondy mohou být vytvářeny ve dvou formách:

- *Uzavřený podílový fond* – hlavní charakteristikou je, že investiční společnost zpětně neodkupuje od podílníků podílové listy. Ti s nimi mohou obchodovat pouze na sekundárních trzích nebo skrze neanonymní přímé transakce. Mimo právní subjektivitu se tak uzavřený podílový fond podobá investičnímu fondu. Uzavřený podílový fond může být rovněž založen pouze na dobu určitou s horní hranicí 10 let.¹²⁰ Po uplynutí této doby vstoupí fond do likvidace nebo se přemění na otevřený podílový fond.¹²¹ Uzavřený podílový fond provádí výpočet a uveřejnění aktuální hodnoty vlastního kapitálu (podílového listu) jednou za dva týdny a údaje o struktuře majetku jednou měsíčně.¹²²
- *Otevřený podílový fond* – narozdíl od uzavřeného podílového fondu je investiční společnost povinna kdykoli odkoupit podílové listy otevřeného podílového fondu pokud o to podílník zažádá. Investiční společnost musí odkoupit podílové listy vydané standardním podílovým fondem bez zbytečného odkladu, nejpozději však do 15 pracovních dnů od obdržení žádosti. Speciální fond nemovitostí nebo speciální fond kvalifikovaných investorů mohou lhůtu pro odkoupení svých podílových listů upravit odchylně ve statutu s tím, že tato lhůta nesmí být delší než 6 měsíců.¹²³ Částka, za kterou společnost podílové listy odkupuje se rovná jejich aktuální hodnotě vyhlášené ke dni, ke kterému obdržela žádost podílníka o jejich odkoupení.¹²⁴ Z tohoto důvodu musí být majetek fondu pravidelně oceňován. Lhůta je uvedena ve statutu fondu, avšak nesmí být delší než 2 týdny, opět s výjimkou speciálního fondu nemovitostí a speciálního fondu kvalifikovaných investorů.¹²⁵ Počet vydávaných listů ani doba, po kterou se vydávají není rovněž nikterak

¹¹⁹ V této souvislosti více k depozitáři v kapitole 6 této diplomové práce.

¹²⁰ § 66 odst. 5 ZKI, tato úprava byla ponechána i po novele provedené zákonem č.230/2009 Sb.

¹²¹ § 13 odst. 6 ZKI

¹²² § 88 odst. 2 ZKI

¹²³ Na tyto případy má zásadní vliv podstatně nižší likvidita aktiv, které tyto speciální fondy do svého portfolia běžně nabývají

¹²⁴ § 12 odst. 1 ZKI.

¹²⁵ Zde je lhůta v § 88, odst.1, písm a) ZKI vymezena vůči okamžiku, kdy je možné dle statutu podat žádost o odkup.

limitována. Fond se zakládá na dobu neurčitou. Investiční společnost může za určitých okolností přerušit vydávání nebo odkup podílových listů. Může tak učinit nejdéle na 3 měsíce pokud je to nezbytné z důvodu ochrany práv nebo právem chráněných zájmů podílníků. Investiční společnost přitom musí informovat ČNB o přijatých opatřeních vedoucí k odstranění příčin této situace.

5.2.4 Standardní fond kolektivního investování

Standardním fondem je fond kolektivního investování, který splňuje podmínky stanovené v UCITS směrnici. Na komunitární úrovni tedy spadá do kategorie tzv. UCITS fondů a může využívat výhod evropského pasu. Podle ZKI v souladu se směrnicí může být standardním fondem v České republice pouze otevřený podílový fond.

Majetek standardního fondu může být investován pouze do:

- investičních cenných papírů a nástrojů peněžních trhů, které byly přijaty k obchodování na regulovaných trzích Evropské unie nebo jiných oficiálně uznaných veřejných trzích mimo Evropskou unii,¹²⁶
- cenných papírů vydaných standardními fondy kolektivního investování splňujícími požadavky stanovené ZKI¹²⁷
- cenných papírů vydaných fondy kolektivního investování splňujícími požadavky týkající se především vyšších standardů regulace a portfolia těchto fondů, např. ochrana rovnocenná ochraně poskytované vlastníkům cenných papírů standardního fondu a další podmínky stanovené ZKI¹²⁸
- nástrojů peněžního trhu, které sice nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, ale splňují stanovená kritéria likvidity a standardy oceňování,¹²⁹
- vkladů u bank podléhajících doзору,
- finančních derivátů obchodovaných na regulovaných trzích i finančních derivátů obchodovaných mimo regulované trhy (OTC deriváty) za

¹²⁶ § 26 odst.1 písm a) ZKI, včetně investičních papírů z nových emisí, u nichž se očekává přijetí k obchodování na takových trzích – viz § 26, odst. 2 písm b) ZKI

¹²⁷ § 26 odst.1 písm c) ZKI

¹²⁸ § 26 odst.1 písm d) ZKI

¹²⁹ § 26 odst.1 písm h) ZKI

předpokladu, že jejich podkladovým aktivem jsou některé z investičních nástrojů, do kterých může fond investovat přímo nebo jiné obdobné instrumenty, které může standardní fond v souladu se statutem nabývat do svého majetku.¹³⁰

ZKI dále uvádí limity pro investici do jednotlivých investičních nástrojů vydaných jednou osobou a také souhrnné kombinované limity pro tyto nástroje dohromady v souladu s limity stanovenými ve směrnici UCITS. Platí obecné pravidlo, že majetek v portfoliu jednoho subjektu nesmí být tvořen z více než 5 % investičními nástroji peněžního nebo kapitálového trhu, vydanými jedním emitentem. Přitom existuje řada výjimek, např. až 10% lze investovat do majetku jednoho emitenta, pokud to předpokládá statut a celková expozice provedená tímto způsobem nepřekročí 40% hodnoty majetku fondu, nebo např. až 35% lze investovat do majetku jednoho emitenta, pokud je taková emise vydána či zaručena členským státem Evropské unie. Rovněž je možné až 35% majetku investovat v případě vazby na index.¹³¹

Pokud se týče vlivu na společnosti, jejichž cenné papíry jsou standardními fondy nabývány, platí obecné pravidlo, že by daný objem např. akcií neměl představovat pro majitele významný vliv na řízení emitenta. Dle ZKI v souladu se směrnicí UCITS by tento podíl neměl přesáhnout hranici 5 % na hlasovacích právech či na základním kapitálu.¹³² U jiných cenných papírů je stanoven základní práh 10 % z objemu cenných papírů vydaných jedním emitentem (např. dluhopisů) a v případě cenných papírů vydaných jinými organismy kolektivního investování stanoví základní práh 25 %.

V souvislosti s operacemi s investičními instrumenty standardních fondů považují za vhodné zmínit i problematiku zákazu tzv. nekrytých prodejů. Dle §35 ZKI standardní fond nesmí uzavírat smlouvy o prodeji investičních cenných papírů a nástrojů peněžního trhu, cenných papírů vydaných jiným fondem kolektivního investování a finančních derivátů, které nemá ve svém majetku. Vzhledem k faktu, že v určitých případech se rozcházejí okamžiky, kdy fond získá cenný papír do majetku a kdy o něm

¹³⁰ § 26 odst. 1 písm g) ZKI, dalšími podkladovými aktivy jsou např. finanční indexy, úrokové sazby, měnové kurzy nebo měny

¹³¹ v případech tzv. indexových fondů, kdy majetek standardního fondu kopíruje složení indexu uznaného Českou národní bankou

¹³² § 31, odst.1 ZKI

jako o nabytém majetku účtuje, vzniká otázka, kdy lze považovat cenný papír za „cenný papír v majetku fondu“.

Podle § 17 zákona o cenných papírech dochází k převodu vlastnictví listinného cenného papíru předáním nabyvateli, pokud zákon nebo dohoda nestanoví něco jiného. U zaknihovaných cenných papírů se vlastnictví nabývá provedením zápisu k tíži účtu převodce a ve prospěch nabyvatele ve Středisku cenných papírů na základě příkazu k registraci.¹³³ Podle § 35 odst. 2 účetní osnovy pro finanční instituce¹³⁴ může fond kolektivního investování vykázat promptní (spotové) operace v příslušné položce aktiv nebo pasiv buď od okamžiku sjednání obchodu anebo od okamžiku vypořádání obchodu. Cenný papír pak vstupuje do rozvahy fondu dnem uzavření obchodu nebo ke dni vypořádání, v závislosti na přístupu, který si fond zvolí a deklaruje v příloze účetní závěrky.

Přesto nelze hovořit o tom, že takový cenný papír byl v majetku fondu už v okamžiku sjednání obchodu. Majetek podnikatele je vymezen jako soubor věcí, pohledávek, jiných práv a penězi ocenitelných jiných hodnot, které patří podnikateli. V tomto smyslu používá pojem majetek obchodní i občanský zákoník a další předpisy. Požadavek ZKI je opodstatněný, neboť pokud by fond vycházel z účetní evidence a nikoliv z reálných vztahů, nesl by riziko neúměrné ztráty v případě (při uskutečnění nekrytého prodeje), že v mezidobí dojde k zvýšení kurzu cenného papíru, popřípadě, že potřebné cenné papíry vůbec nezíská. To poškodí jeho protistranu a následně (v rámci odpovědnosti za škodu či jiných smluvních ujednání) i fond kolektivního investování. Fond by tedy v případě prodeje nekrytého cennými papíry v jeho vlastnictví nesl právě to riziko, jemuž má základ v §35 ZKI zabránit. Pro posouzení, zda fond prodává cenný papír, který má ve svém majetku, je tedy rozhodující okamžik nabytí vlastnictví, nikoliv vykázání cenného papíru v rozvaze fondu.¹³⁵ Je nezbytné zdůraznit, že stejný princip platí pro speciální fondy kolektivního investování, ačkoliv na základě jiného ustanovení, a to § 49a, odst.4 ZKI.¹³⁶

¹³³ Stanovisko KCP č. STAN/5/2005 ze dne 23.3.2005

¹³⁴ vyhláška č.501/2002 Sb., k provedení zákona o účetnictví pro banky

¹³⁵ Stanovisko KCP č. STAN/5/2005 ze dne 23.3.2005

¹³⁶ Toto se zřejmě nevztahuje na obchody na regulovaném trhu, kde je vypořádání garantováno systémem nezávislým na stranách obchodu a zmiňované riziko je minimalizované. V takových případech nelze podle názoru regulátora fond za prodeje cenných papírů, které již prostřednictvím trhu nakoupil, postihovat, a to i přesto, že by dosud nedošlo k vypořádání nákupu.

5.3 Speciální fondy kolektivního investování a jejich specifika

Speciální fond je jakýkoli jiný fond kolektivního investování, na který nemůže být z různých důvodů použita směrnice UCITS. Jedná se o mimořádně zajímavé investiční mechanismy sloužící k relativně rychlé a efektivní koncentraci kapitálu, aniž by podléhaly obecné regulaci ve vztahu ke složení portfolia a to i vzhledem k ovládacím (řídícím) omezením vůči cílovým společnostem. Nevýhodou je, že tyto non-UCITS fondy tedy nemohou volně působit přes hranice v rámci evropského pasu.¹³⁷ Nepodléhají právu Evropské unie a jsou regulovány pouze ze strany České republiky podle ZKI. Speciální fondy mohou mít formu jak investičního fondu, tak otevřeného či uzavřeného podílového fondu, což ovšem neplatí pro speciální fond nemovitostí (ten může mít pouze podobu otevřeného podílového fondu¹³⁸). Speciální fondy se dělí na fondy, které shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti a fondy, které shromažďují prostředky od kvalifikovaných investorů.¹³⁹

V současné legislativě existují čtyři druhy speciálních fondů kolektivního investování, jsou jimi :

- Speciální fond cenných papírů,
- Speciální fond nemovitostí,
- Speciální fond fondů,
- Speciální fond kvalifikovaných investorů¹⁴⁰.

Rozdílně od standardních fondů je investiční politika u speciálního fondu cenných papírů a speciálního fondu fondů zákonem limitována obecněji a existuje zde větší prostor pro její úpravu ve statutu fondu. Vzhledem k tomu, že předmětem zájmu těchto dvou organismů kolektivního investování jsou přesto vesměs standardní investiční instrumenty, dovolím si zde zmínit pouze základní rozdíl oproti standardním fondům a následně se budu věnovat zbývajícím druhům speciálních fondů, které se pro účely této diplomové práce jeví zajímavější.

¹³⁷ V jiném členském státě mohou působit pouze pokud od regulatorního orgánu daného státu obdrží odpovídající povolení.

¹³⁸ § 53 odst.1 ZKI

¹³⁹ § 49 odst.1 ZKI.

¹⁴⁰ Speciální fond kvalifikovaných investorů nahradil po tzv. technické novele ZKI z roku 2006 původní 4 druhy speciálních fondů určených pro kvalifikované investory, kterými byly fond derivátů, fond zvláštního majetku, fond rizikového kapitálu a fond smíšený.

Hlavním rozdílem u speciálního fondu cenných papírů oproti fondu standardnímu je výše expozice oproti jednomu emitentovi, která může být až na úrovni 20% hodnoty aktiv fondu. U fondu fondů jsou předmětem jeho cílových investic zejména cenné papíry vydané jinými fondy kolektivního investování¹⁴¹, přičemž fondy fondů nemohou investovat do cenných papírů jiných fondů fondů. Výše expozice vůči jednomu fondu kolektivního investování je opět 20%.

U speciálních fondů má velmi velký význam tzv. doplňkový likvidní majetek, do kterého mohou speciální fondy investovat. Tím mohou být běžné vklady nebo termínové vklady s výpovědní lhůtou maximálně 1 měsíc. Důvodem pro ZKI tento institut explicitně předpokládá, je zřejmě fakt, že u speciálních fondů je vzhledem k rizikovější a méně likvidní povaze jejich investic zajištění dostatečné likvidity jedním ze základních předpokladů jejich fungování jako mechanismů kolektivního investování. To platí zejména u otevřených podílových fondů nemovitostí a fondů kvalifikovaných investorů, jak bude popsáno dále.

5.3.1 Speciální fondy nemovitostí

Speciální fond nemovitostí může mít podle účinného znění ZKI podobu pouze otevřeného podílového fondu. Pokud je v praxi zapotřebí, aby z určitých technických důvodů byl založen fond, který by měl mít podobu uzavřeného podílového fondu či investičního fondu, využívá se k tomuto fondu kvalifikovaných investorů (viz dále).

Speciální fond nemovitostí může podle zákona nabývat nemovitosti včetně jejich příslušenství nebo účasti na nemovitostních společnostech. Za nemovitostní společnost se přitom dle §53c ZKI považuje akciová společnost, společnost s ručením omezeným nebo obdobná právnická osoba podle zahraničního práva, jejímž předmětem podnikání je převážně pořízování nemovitostí včetně jejich příslušenství, provozování nemovitostí, úplatný převod vlastnického práva k nemovitostem a to za účelem dosažení zisku. Parametry nemovitostní společnosti, jejíž podíly mohou být předmětem investice fondu

¹⁴¹ Nelze nabývat cenné papíry fondu kolektivního investování, který není určen pro veřejnost nebo který investuje více než 10% hodnoty svého majetku do cenných papírů vydaných jiným fondem kolektivního investování.

jsou omezeny §53d ZKI, jsou spíše technického charakteru a zmíním zde tedy pouze to, že tato právnická osoba nesmí mít účast v jiné společnosti.^{142 143}

Fond může nabývat do svého majetku pouze nemovitosti (a rovněž účasti na nemovitostních společnostech, které nabývají výhradně tyto nemovitosti¹⁴⁴):

- za účelem jejich provozování, a to za podmínky, že tato nemovitost je způsobilá při řádném hospodaření přinášet pravidelný a dlouhodobý výnos (pročež je možné její cenu stanovit výnosovou metodou),
- za účelem jejího dalšího prodeje, a to za podmínky, že tato nemovitost je způsobilá přinést z jejího prodeje zisk (pročež je možné její cenu následně stanovit porovnávací metodou).

Při nabývání těchto aktiv musí fond dodržovat investiční limity stanovené ZKI a to 20% hodnoty majetku fondu v případě, že se jedná o nemovitost, kterou lze ocenit výnosovou metodou a 25% této hodnoty v případech, kdy ji výnosovou metodou ocenit nelze. Tyto limity nemusí být dodrženy po dobu uvedenou ve statutu (nejdéle 3 roky) od okamžiku udělení povolení k vytvoření podílového fondu.

Za jednu nemovitost se přitom považují nemovitosti, jejichž ekonomické využití je vzájemně propojeno. Takovými nemovitostmi je třeba rozumět nemovitost s jejím nemovitým příslušenstvím nebo soubor nemovitostí, které jsou sice jednotlivě samostatnými předměty ve smyslu občanského práva, představují však funkční celek, ve kterém je jejich ekonomické využití na sobě fakticky závislé. O závislosti ekonomického využití jde tehdy, pokud by oddělením některé nemovitosti z celku došlo k významnému narušení obvyklé ekonomické funkce celku, a tudíž i k nepoměrnému snížení jeho hodnoty.¹⁴⁵

Funkčním celkem ze stavebně technického hlediska bude zejména soubor nemovitostí, jejichž faktická stavebně technická závislost je taková, že zcizení jedné z nemovitostí znehodnocuje využití nebo cenu ostatních nemovitostí nebo souboru těchto nemovitostí. Zejména půjde o :

¹⁴² Do nabytí účinnosti novely ZKU provedené zákonem č.230/2009 Sb. bylo další podmínkou, že tato společnost nesmí vlastnit více než 3 nemovitosti, novelou bylo toto omezení zrušeno, jelikož prakticky postrádalo význam.

¹⁴³ Podmínka zákazu účasti v jiné nemovitostní společnosti nemusí být splněna, jestliže nemovitostní společnost odpovídá požadavkům stanoveným §53d, odst. 2 ZKI (po novele).

¹⁴⁴ Viz §53d odst.1 písm.d) ZKI

¹⁴⁵ Stanovisko KCP č. STAN/19/2004 ze dne 8.12.2004

- územně související nemovitosti, pokud využití jednotlivých nemovitostí bude vzájemně závislé (např. zdroje pitné a užitkové vody, příjezdové komunikace, vlečky, nádvoří, výtopy, elektrické rozvaděče, sklad, provozovna), i když nebudou nemovitostmi sousedními,
- konstrukčně a stavebně související nemovitosti, pokud budou tvořit jeden funkční celek, zejména pokud budou stavebně určeny ke stejnému využití (např. rodinný dům se samostatně stojící garáží, samostatně stojící obchod s přilehlým parkovištěm, dům s vyčleněnými jednotkami).

Pro rozlišení, zda se jedná o jednu nemovitost ve smyslu ZKI, je třeba přihlížet k tomu, zda s ohledem na všechny okolnosti má funkční nebo ekonomická souvislost těchto nemovitostí vliv na míru rizika spojeného s investicí. Pokud má taková souvislost zvýšený vliv na míru souvisejícího rizika, je třeba předpokládat, že se jedná o jednu nemovitost.¹⁴⁶

Zákon rovněž donedávna neumožňoval nabývání movitého příslušenství nemovitosti. Byla-li příslušenstvím věci hlavní nemovitost, bylo třeba v písemné formě vyjádřit vůli toto příslušenství převést. Tvořily-li příslušenství věci movité, nebylo možné je do majetku fondu kolektivního investování nabýt, neboť jejich nabývání zákon o kolektivním investování nepředvídal. Toto bylo změněno novelou ZKI provedenou zákonem č.230/2009 Sb. skrze doplnění odstavce § 131, odst.3, který normuje, že pokud zákon hovoří o nemovitosti, rozumí se tím nemovitost včetně jejího příslušenství.

Pozemky i budovy speciálního fondu nemovitostí musí být podle § 22, odst. 1 písm.f) svěřeny do úschovy nebo jiného opatrování depozitáře fondu. Vzhledem k podmínkám stanoveným původní vyhláškou č.265/2004 Sb., o podrobnostem plnění povinností depozitáře, která stanovila povinnost, že bude „zajištěno vedení majetku v příslušné evidenci práv k danému druhu majetku tak, aby žádnou změnu práv ... nebylo možné provést bez souhlasu depozitáře“, nebylo splnění této podmínky u nemovitostí na území České republiky prakticky možné. Proto byla vyhláška novelizována vyhláškou č.115/2007 Sb., do jejíhož §3 bylo doplněno tzv. jiné opatrování, které nemusí být adekvátní úschově a byla tak prakticky umožněna

¹⁴⁶ Stanovisko KCP č. STAN/19/2004 ze dne 8.12.2004

administrace speciálních fondů nemovitostí v souladu s právním řádem. Obdobný dopad měla novelizace i na možnost nabývání účastí na nemovitostních společnostech (např. podílů na s.r.o).

Jedním z primárních důvodů existence speciálních fondů nemovitostí je umožnění tzv. developmentu, tzn. nákupu pozemků spojeného s následnou výstavbou budov či rekonstrukcemi stávajících budov, s jejich následným prodejem. Tento development může zahrnovat více činností a rozdílný je rovněž vztah regulátora k nim¹⁴⁷:

1) Výstavba a rekonstrukce budov fondem

Přípustnost nákupu pozemků nebo budov za účelem jejich dalšího prodeje není v případě speciálních fondů nemovitostí sporná, stejně jako nebývání účastí na společnostech, které se developmentem zabývají. Výstavba a rekonstrukce budov je nicméně činnost, která podléhá povolení podle zvláštního zákona. Podle § 2 odst.2 písm.b) ve spojení s § 160 zákona č.183/2006 Sb., o územním plánování a stavebním řádu (stavební zákon), v aktuálním znění může stavbu jako zhotovitel provádět pouze stavební podnikatel, tedy osoba oprávněná k provádění stavebních nebo montážních prací jako předmětu své činnosti podle zvláštních právních předpisů. Oprávnění ke kolektivnímu investování tyto aktivity pojmově nezahrnuje a nelze ho považovat za speciální oprávnění prolamující požadavky podle uvedených předpisů. Z uvedeného vyplývá, že samotnou výstavbu fond vykonávat nemůže.

2) Fond jako zadavatel stavby

Další možností nabývat majetek je možnost fondů nabývat majetek skrze stavební činnosti osoby k tomu oprávněné. Ustanovení § 53 ZKI uvádí, že speciální fond nemovitostí investuje převážně do nemovitostí, které pořizuje, provozuje nebo prodává za účelem dosažení zisku. V dalších ustanoveních ZKI užívá pojem nabývání nebo pořizování nemovitosti promiscue.

Občanské i obchodní právo rozlišuje originální a sekundární (odvozené) nabytí vlastnictví věci – v prvním případě zejména nabytí věci jejím vytvořením (např. stavbou), v druhém např. na základě kupní nebo darovací smlouvy, dědění aj. Oba způsoby se společně označují pojmem nabytí. V účetnictví se ve stejném smyslu

¹⁴⁷ Úřední sdělení ČNB k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou zákona o kolektivním investování č.224/2006 Sb., ze dne 12.ledna 2007, částka 3/2007.

používá pojem pořízení. Pojmy použité ZKI tedy originální nabytí nevylučují a ani z jiných ustanovení neplyne nepřipustnost originárního nabývání. Původní úprava v §53 odst.10 ZKI ve znění účinném do 25.5.2006¹⁴⁸ navíc hovořila jen o koupi, zatímco po novele se výslovně vztahuje na jakékoliv pořízení – pokud by tedy originální nabytí možné nebylo, postrádá tato změna opodstatnění.¹⁴⁹

Lze tedy shrnout, že speciální fondy nemovitostí mohou nabývat do majetku stavby originálně, tedy jejich výstavbou¹⁵⁰. Pokud se týče limitů pro stavební činnost fondu, platí již výše zmíněný limit 25% z celkové hodnoty majetku u nemovitostí oceňovaných porovnávací metodou (tedy nabývané za účelem prodeje). U ostatních nemovitostí je třeba zkoumat způsobnost přinášet trvalý výnos a ocenitelnost výnosovou metodou.

Správu majetku fond kolektivního investování zajišťuje vlastními prostředky nebo na základě smlouvy prostřednictvím další osoby, a to několika způsoby. Investiční fond může svěřit obhospodařování svého majetku na základě smlouvy o obhospodařování investiční společnosti (§ 17 ZKI). Investiční společnost nebo investiční fond (samosprávný) může pak na základě smlouvy (§ 78 ZKI) svěřit částečné obhospodařování majetku¹⁵¹ v podílovém nebo investičním fondu nebo některé činnosti související s kolektivním investováním jiné osobě, která má zkušenosti s investováním do majetku uvedeného ve statutu fondu (v tomto případě s nemovitostmi) a je investiční společností, obchodníkem s cennými papíry nebo zahraniční osobou, která obdobné povolení k obhospodařování majetku zákazníků a podléhá doзору dozorového úřadu státu ve kterém má sídlo (tzv. delegace). Obhospodařováním se přitom rozumí správa majetku a nakládání s ním (hospodaření s ním).

Od obhospodařování je třeba odlišit správu majetku ve smyslu údržby, tzv. facility managementu. Takovou správu, která neumožňuje nakládání s majetkem lze, pokud se týká nemovitostí, smlouvou svěřit i jiné osobě než osobě uvedené v § 78 odst.1. Správu nemovitostí (údržbu, úklid apod.) tak může zajišťovat např. běžná obchodní společnost,

¹⁴⁸ Odpovídající dnes §53b ZKI

¹⁴⁹ Důvodová zpráva k návrhu novely ZKI navíc k §53 uvádí, že jako základní východisko pro novou úpravu nemovitostních fondů byla použita německá právní úprava, která takového investice výslovně umožňuje (§ 67 německého investičního zákona – „Investmentgesetz“).

¹⁵⁰ Platí samozřejmě rovněž pro fondy kvalifikovaných investorů.

¹⁵¹ §78, odst.4 ZKI

avšak jen za předpokladu, že nebude omezeno dodržování pravidel jednání speciálního fondu nemovitostí a narušen výkon činností depozitáře.

5.3.2 Fond kvalifikovaných investorů

Novela ZKI č.224/2006 Sb. z května 2006 zavedla do českého právního řádu novinku – speciální fondy kvalifikovaných investorů, upravující tento institut velmi stroze upravují prostřednictvím §§ 56-57 ZKI. Tyto fondy nahradily fondy rizikového kapitálu, fondy derivátů, fondy zvláštního majetku a fondy smíšené, které byly novelou zrušeny.

Fondy kvalifikovaných investorů mohou vznikat jako otevřené či uzavřené podílové fondy obhospodařované investiční společností nebo jako uzavřené investiční fondy. Jedná se o entity kolektivního investování, které se od ostatních fondů kolektivního investování odlišují tím, že peněžní prostředky neshromažďují od veřejnosti, ale od kvalifikovaných investorů. Definice kvalifikovaného investora v novele explicitně uvedena není, nicméně z ustanovení § 56 odst.1 lze dovodit, že kvalifikovanými investory mohou být domácí a zahraniční finanční instituce jako banky, spořitelny, obchodníci s cennými papíry, investiční společnosti, investiční a penzijní fondy a další právnické nebo fyzické osoby, které písemně prohlásí, že mají zkušenosti s obchodováním s cennými papíry (!). To, že fond kvalifikovaných investorů může investovat (a v drtivé většině zatím investuje¹⁵²) do jiných aktiv, se kterými investor zkušenosti mít nemusí, zřejmě nevádí. Druhově skupinu investorů, kterým je fond určen, vymezuje statut fondu.

Speciální fond kvalifikovaných investorů může mít maximálně 100 podílníků či akcionářů pokud ČNB nepovolí překročení tohoto počtu. Dále zákon stanovuje, že minimální vstupní investice jednoho investora speciálního fondu kvalifikovaných investorů musí být 1000000 Kč. Záměrem zákonodárce zde zřejmě bylo omezení šíře skupiny investorů investujících do tohoto typu fondu, a to z důvodu rizikovosti investice.

¹⁵² Od roku 2006 vzniklo v České republice pouze 18 těchto fondů, především za účelem optimalizace developerských aktivit. Více viz Topinka, J.: Chystané novinky ve fondech kvalifikovaných investorů, online dostupný na <http://www.epravo.cz/top/clanky/chystane-novinky-ve-fondech-kvalifikovanych-investoru-56995.html>, náhled 10.8.2009.

Druhy aktiv, do kterých fond kvalifikovaných investorů investuje, limity pro rozložení rizika a pravidla pro přijímání a poskytování úvěrů a půjček zákon neupravuje, ale odkazuje na statut fondu. Fond kvalifikovaných investorů může plnit i úlohu fondu rizikového kapitálu. Předmětem investic však mohou být jen taková aktiva, vůči kterým může deponitář vykonávat svou funkci (viz část 6 této diplomové práce) a dále aktiva, která umožňují oceňování, jednoznačnou identifikaci apod. Fond kvalifikovaných investorů nemůže sám provozovat výrobní nebo výzkumnou činnost, neboť předmětem jeho činnosti může být pouze kolektivní investování¹⁵³. Pravidla pro nabývání nemovitostí v §53 ZKI se na fondy kvalifikovaných investorů (ani na jejich deponitáře) nevztahují.

Majetek fondu by měl být rozložen tak, aby byly mj. dodrženy pravidla rozložení rizika, což platí u fondů kvalifikovaných investorů i přes to, že je zde nižší potřeba ochrany než u fondů pro veřejnost. Majetek fondu by proto zejména neměl být z převážné části vystaven riziku jediného aktiva, např. jedině nemovitosti nebo souboru nemovitostí, jejichž ekonomické využití je vzájemně propojeno. Konkrétní pravidla pro rozkládání rizika je třeba posuzovat s ohledem na rizikový profil konkrétního fondu. Výrazně asymetrický poměr investic lze v konkrétním případě připustit pouze na omezenou dobu, pokud jsou k tomu důvody, které nejsou v rozporu se zájmy investorů, jsou zohledněna rizika plynoucí z takové omezené diverzifikace a investor je na takový způsob investování upozorněn. Zejména se bude jednat o počáteční období existence fondů. Způsob správy majetku (pojištění nemovitosti, pronájem nemovitosti více nájemcům k zabezpečení výnosu z nemovitosti apod.) nelze sám o sobě považovat za rozkládání rizika ve smyslu § 2 odst. 1 písm a) ZKI.

K předchozímu odstavci by ještě bylo vhodné zmínit, že účast fondu na veřejné obchodní společnosti neodpovídá požadavku na rozkládání rizik. Společníci veřejné obchodní společnosti totiž ručí za závazky společnosti společně a nerozdílně celým svým majetkem (§§ 76 a 86 obchodního zákoníku). Veškerý majetek fondu by tak byl vystaven riziku vyplývajícímu z jedině investice, což zákon o kolektivním investování nepřipouští. To samé platí, kdyby fond kolektivního investování byl komplementářem komanditní společnosti.

¹⁵³ §64 odst.5 ZKI

Jedním z důvodů, proč se z fondů kvalifikovaných investorů staly poměrně zajímavé instrumenty, které jsou často v praxi kombinovány se standardními korporátními strukturami, je především nižší míra zdanění ve výši 5% daně z příjmu právnických osob (oproti násobně vyšším sazbám u standardních obchodních společností). Navíc, na rozdíl od ostatních fondů kolektivního investování tyto fondy by měly podléhat i nižší míře regulace a dozoru, i když ve skutečnosti se tento záměr v textu zákona plně neodrazil. Částečně to bylo napraveno poslední novelou ZKI č.230/2009 Sb., kdy po doplnění § 21, odst. 4 může fond kvalifikovaných investorů sjednat odchylku či vyloučit depozitářské kontroly předvídané v § 21, odst.1, písm d), e), g), h), i) ZKI. Fond kvalifikovaných investorů má dále menší rozsah informační povinnosti a nevztahuje se na něj prováděcí vyhláška o informační povinnosti kolektivního investování a investiční společnosti.¹⁵⁴ Novelou bylo doplněno, že toto ovšem platí pouze v případě, kdy fond plní informační povinnost vůči regulátorovi.¹⁵⁵

Další z „úlev“ pro fondy kvalifikovaných investorů je snížení frekvence uveřejňování informací o stavu majetku oproti ostatním fondům. Sekce Regulace a analýz finančního trhu ČNB v odpovědi na dotaz depozitáře uveřejnila právní názor¹⁵⁶, podle kterého požadavek na uveřejnění aktuální hodnoty vlastního kapitálu, aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu jednou za 2 týdny a jednou měsíčně údaj o struktuře majetku podle § 88 odst.2 ZKI je pro fondy kvalifikovaných investorů „neaplikovatelný“¹⁵⁷, byť je formulován jako bezvýjimečný, tzn. že se vztahuje na všechny formy fondů kolektivního investování.

Uvedená sekce ČNB argumentuje ustanovením § 88 odst.1 písm. a) ZKI, které, pokud jde o část věty za středníkem, zřejmě směřuje k úpravě samostatného požadavku na uveřejňování aktuální hodnoty majetku fondů kvalifikovaných investorů, které mají otevřenou formu podílového fondu. Podle názoru ČNB je účelem regulace umožnit právě fondům kvalifikovaných investorů právě v oblasti četnosti oceňování větší flexibilitu, když dostatečnou informovanost zajišťuje skutečnost, že kvalifikovaná investoři svou investicí souhlasili s určitým režimem zakotveným ve statutu jednotlivých fondů. Požadavek na vypočítávání hodnoty v § 88, odst.2 ZKI a právo fondu kvalifikovaných investorů stanovit frekvenci oceňování ve statutu jakkoliv

¹⁵⁴ vyhláška č. 603/2006 Sb.

¹⁵⁵ viz §57, odst.1 ZKI, poslední věta

¹⁵⁶ čj. 2008/352/560 ze dne 11.3.2008

¹⁵⁷ velmi složitě uchopitelný právní pojem

v rámci 1 roku, jsou tudíž podle názoru ČNB v rozporu. Nicméně zde se jedná o názor zmíněné sekce ČNB a nelze jej považovat za právní předpis, rozhodnutí Bankovní rady nebo úřední sdělení ČNB.¹⁵⁸

Obecně by tedy i v budoucnosti mělo platit, že kontrola fondu kvalifikovaných investorů ze strany depozitáře by měla být méně podrobná, neboť podílčníci či akcionáři takového fondu jsou kvalifikovanými investory. V praxi se stalo, že jistá investiční společnost předložila depozitáři návrh statutu fondu kvalifikovaných investorů, podle kterého měl depozitář předem schvalovat jednotlivé developerské projekty, všechny jejich etapy a změny časových harmonogramů, schvalovat kupní smlouvy a ceníky bytových jednotek, měl kontrolovat, zda rozsah fakturovaných prací odpovídá jejich faktickému provedení, kontrolovat znalecké posudky (!) a provozování nemovitostí.¹⁵⁹ ZKI nebrání, aby se depozitář k něčemu podobnému zavázal, ale je to v rozporu s postavením depozitáře v kolektivního investování a rovněž nepříliš rozumné (i z ekonomického hlediska) pro fond samotný.¹⁶⁰

Další zásadní otázkou vztahující se k předmětu této kapitoly, jejíž význam vystupuje do popředí především u fondů kvalifikovaných investorů je odbornost vedoucích osob se způsobem kolektivního investování, který investiční společnost nebo investiční fond vykonávají. A ačkoli je tato odbornost nezbytná pro všechny fondy kolektivního investování¹⁶¹ a rovněž jejich depozitáře¹⁶², tato otázka může nabýt velmi specifického významu u fondů kvalifikovaných investorů, které mohou v některých případech investovat opravdu do mimořádně netypických aktiv vyžadujících speciální vzdělání či odborné zkušenosti.¹⁶³

Alespoň dvě vedoucí osoby investiční společnosti nebo investičního fondu musejí mít dostatečné zkušenosti s investováním do majetku, na který je zaměřena investiční politika investičního fondu nebo podílového fondu (§ 72 odst.3 písm.f) zákona o kolektivním investování). Kvalifikaci vedoucích osob nelze nahradit využitím

¹⁵⁸ Chlouba, V. Kolektivní investování, Problémy kolem fondů kvalifikovaných investorů (Fondy kvalifikovaných investorů a depozitář), online dostupné na <http://www.multiweb.cz/jurist/Strana12.htm>, náhled 15.7.2009.

¹⁵⁹ interní zdroje ČSOB, a.s.

¹⁶⁰ Směrnice 85/611/EHS, článek 10.1. : „Žádná společnost nesmí působit jako správcovská společnost a zároveň jako depozitář.“.

¹⁶¹ §72 odst.3 ZKI

¹⁶² §66 odst.1 písm d) ZKI

¹⁶³ V praxi jsem se setkal s případem, kdy jako předmět investice takového fondu kvalifikovaných investorů bylo zvažováno portfolio železničních nákladních vagonů a lokomotiv.

znalostí jiných pracovníků investiční společnosti nebo fondu, např. portfolio manažerů. Přitom není podstatné, zda obhospodařování fondu kolektivního investování provádí sama investiční společnost nebo zda je obhospodařování svěřeno jiné osobě¹⁶⁴.

Např. v případě zaměření fondu na investice do nemovitostí je tak nezbytné, aby měly alespoň dvě vedoucí osoby zkušenosti s nemovitostním trhem. V případě zcela „roztříštěné“ investiční politiky se posuzují především zkušenosti se správnou různorodého typu aktiv, případně se správnou aktiv, která v portfoliu převažují. Vzhledem ke specifické povaze takových fondů bude především na žadateli, aby věrohodně doložil, že posuzované osoby mají zkušenosti, které budou pro řízení fondu potřebné.¹⁶⁵

Na závěr této kapitoly bych ještě rád provedl krátký souhrn změn, které byly provedeny novelou č.230/2009 Sb., jejíž účinnost nastává k 1.9.2009 (některé z nich již byly zmíněny výše). Tyto změny mají reflektovat dosavadní zkušenosti z praxe a odstranit některé nedokonalosti obsažené v původním znění ZKI. Mimo jiného novela poskytne větší prostor fondům kvalifikovaných investorů tak, aby byla zohledněna zkušenost investorů a jejich větší ochota nést rizika a nejistoty investice. Mezi hlavní změny bude patřit :

- Investiční fond je možné založit na dobu neurčitou místo dosavadního limitu 10 let,
- Vztahy mezi investičním fondem a investiční společností, která majetek fondu obhospodařuje jsou přesněji definovány,
- Prostřednictvím statutu fondu je možné podle konkrétních potřeb zúžit rozsah, v jakém depozitář vykonává kontrolu nad majetkem fondu,
- Jsou obsažena přesnější ustanovení o posuzování kvalifikace vedoucích osob,
- Základní kapitál investičního fondu může být tvořen, případně zvyšován nepeněžitými vklady.

Novela dále přináší zjednodušení pro tzv. nesamosprávné fondy, tj. pro investiční fondy, jejichž majetek bude obhospodařován investiční společností, přičemž tato zjednodušení se dotýkají jak licenčního řízení (řízení o povolení k činnosti investičního

¹⁶⁴ investiční společnosti totiž zůstává plná kontrola – viz např. dle § 78 odst.1 písm. i), j), k) ZKI

¹⁶⁵ Úřední sdělení ČNB k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou zákona o kolektivním investování č.224/2006 Sb., ze dne 12.ledna 2007, částka 3/2007.

fondy), tak pozdějších změn za doby existence fondu. U těchto entit nebude například prověřována způsobilost vedoucích osob ČNB, nýbrž toto bude provádět investiční společnost a rovněž k nabytí tzv.kvalifikované účasti na fondu již nebude potřeba souhlas ČNB, která tak ani nebude posuzovat vhodnost nabyvatele z hlediska zdravého a obezřetného vedení fondu.

Investiční společnosti navíc budou oprávněny samy zakládat a držet účast na investičních fondech, ne však déle než jeden rok od udělení povolení k činnosti fondu. Díky této možnosti budou případní zájemci o vstup na trh kolektivního investování moci využít takto („na klíč“) vytvořených investičních fondů, čímž budou ušetřeni obtíží a starostí spojených se zakládáním fondu.¹⁶⁶

¹⁶⁶ Sabolová & Co., právní newsletter 04/09, ze dne 17.července 2009

6 DEPOZITÁŘ A JEHO FUNKCE

6.1 Obecně o depozitáři, odborná péče

Depozitář je nejčastěji chápán jako opatrovatel majetku, který má kromě povinnosti opatrovat svěřený majetek navíc povinnost evidovat peněžní toky a kontrolovat činnost jednotky kolektivního investování nebo penzijního fondu, resp. jejich soulad se zákonem a jinými právními předpisy. Povinnost mít depozitáře je explicitně stanovena § 3, odst. 1 ZKI a lze ji dovodit rovněž z § 5, odst. 2 písm. e) a § 8 ZPP. Pro účely této diplomové práce však toto širší vymezení depozitáře opustím a budu nahlížet na depozitáře jako entitu ve vztahu výhradně k fondům kolektivního investování.¹⁶⁷

Originárně se instituce depozitáře vymezila v anglosaském právním systému jako důsledek představy, že v případě kolektivního investování a při souvisejících transakcích s většími objemy kapitálu má být odděleno rozhodování o obhospodařovaném majetku od jeho držení, aby bylo ztěženo jednání, které by mohlo poškodit investora. Je tím posílena základní zásada kolektivního investování, že zájmy investora jsou na prvním místě. Dohled depozitáře je tedy významným prvkem ochrany investorů před zneužitím nebo neodpovědným nakládáním s jejich majetkem.

Míru ochrany investorů však nelze absolutizovat, její úroveň by měla být vždy rozumná tak, aby nebyly narušeny základní principy ekonomické efektivity, což je jeden z důvodů proč je depozitář ke svým činnostem „povolán“. Nikdy totiž nelze úplně zamezit všem selháním správců majetku (např. v důsledku systémového rizika či selhání trhů, tak jak jsme mohli být svědky např. na londýnském kreditním trhu v období po pádu investiční banky Lehman Brothers).¹⁶⁸ Při snaze dosáhnout dokonalé a maximální ochrany by při takovém pokusu jednou mohl nastat okamžik, kdy by přínosy přestaly převyšovat náklady na zavádění těchto opatření.

¹⁶⁷ Tuzemský právní řád nepřiznává investorům při kolektivním investování či penzijním připojištění vždy stejný právní status ve vztahu k investovanému majetku. Zatímco při vkladu do podílového fondu zůstávají podílníci vlastníky (spoluvlastníky) majetku v podílovém fondu (se všemi důsledky z toho plynoucími), při investování prostřednictvím investičního fondu se stávají akcionáři obchodní společnosti a při investování do penzijního fondu se stávají věřiteli obchodní společnosti. Hierarchie „síly“ je tedy nastavena tak, že právní postavení podílníků podílového fondu je de facto privilegované oproti postavení akcionářů investičního fondu a jejich právní postavení zase silnější než postavení účastníků penzijního připojištění. Nelze také jednoznačně hovořit o „investorském majetku“, protože o ten se v čisté podobě jedná pouze v případě podílového fondu; u fondů investičních a penzijních jde vždy o majetek ve vlastnictví samotného fondu.

¹⁶⁸ 15.9.2008

Depozitářem nemůže být jakákoli osoba, ale pouze banka se sídlem v České republice nebo pobočka zahraniční banky sídlící v České republice, jež mají povolení k výkonu činnosti depozitáře. Důvod, proč výkon funkce byl zákonodárcem dedikován pouze bankám, je zejména možnost kontroly toků finančních prostředků tvořících součást svěřeného majetku a dále rovněž bankovní licence, která by měla být zárukou profesionality, personálních i ekonomických a technických předpokladů k výkonu činnosti depozitáře.¹⁶⁹

Dříve než přejdu k jednotlivým depozitářským činnostem, rád bych se zmínil o jedné oblasti aktivit, které depozitáři běžně vykonávají, přičemž se však jedná spíše o činnosti charakteru, jenž by se dal nazvat kvazi-depozitářským. Tímto je poskytování služeb tzv. paying agenta (dále rovněž i „kontaktní banky“) ve vztahu k zahraničním osobám kolektivního investování. Zde nejde o činnost depozitáře jako takovou, ale spíše o činnost sui generis, která je zakotvena v § 43 ZKI (pro standardní fondy) a § 58 ZKI (pro speciální fondy). Dle těchto speciálních ustanovení mohou zahraniční standardní fondy nabízet svoje cenné papíry v České republice pouze na základě úspěšného dokončení svého notifikačního procesu u ČNB, zahraniční speciální fond k této činnosti potřebuje povolení ČNB.

Na výkon činností uvedených v předchozím odstavci musí mít zahraniční fond kolektivního investování uzavřenu smlouvu, která má většinou podobu smlouvy o kontaktní bance.¹⁷⁰ Standardně jsou těmito smlouvami zejména řešeny detailnější aspekty zákonem předpokládaného obsahu, tedy zejména zajišťování vyplácení výnosů z cenných papírů vydaných zahraničním fondem, odkupování cenných papírů fondu, uveřejňování povinných informací a další. Obecně platí, že banky mají pouze nevýznamnou motivaci tuto činnost provádět (poskytovat tyto služby jiným než fondům z vlastní skupiny), proto preferují situace, kdy tuto službu poskytují pouze vybraným klientům, kteří respektují strategii té které konkrétní banky a požadují spíše užší předmět smlouvy o kontaktní bance. Běžnou podmínkou poskytování této kvazi-depozitářské činnosti je, aby zahraniční fond kolektivního investování byl domicilován

¹⁶⁹ Komise pro cenné papíry: Zásady činnosti depozitáře (DEPZ), květen 2003, online dostupný na: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/download_meto_diky/metodika_depz_20030523.pdf, náhled 27.7.2009

¹⁷⁰ Interní zdroje ČSOB, a.s.

v zemi OECD¹⁷¹, byl prověřen interním útvarem Compliance¹⁷² a z důvodů reputačního rizika banky¹⁷³ byla ověřena jeho bonita (např. i za využití hodnocení poskytovaného externími ratingovými agenturami).

V následujících částech této diplomové práce se již za depozitářské aktivity budou považovat výhradně činnosti uvedené v §§ 20 až 23 ZKI, vykonávané bankou výhradně na základě smlouvy o výkonu činnosti depozitáře. Depozitářská smlouva je základním nástrojem, který depozitáři umožňuje vykonávat efektivně jeho funkci a plnit zákonem stanovené povinnosti. Je však zapotřebí si zároveň vždy uvědomit, že tento smluvní vztah je rovněž uzavírán depozitářem jako poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu na komerčním základě, což může mít svůj vliv na „tvrdost“ jeho obsahu.

Konkrétní obsah smlouvy je předmětem smluvního ujednání mezi depozitářem a investiční společností nebo investičním fondem. Depozitářská smlouva by však vždy měla splňovat určité minimální standardy dané zejména zákonem a uznávanou tržní praxí. Depozitář se tedy nemůže zprostit své povinnosti jednat s odbornou péčí poukazem na to, že depozitářská smlouva mu nedávala dostatečně účinné nástroje. Depozitář by tedy měl odmítnout uzavření takové smlouvy, která mu plnění jeho povinností neumožňuje, případně by přímo působila porušení jeho povinností daných právními předpisy.

Funkci depozitáře vykonává obvykle jeden z relativně samostatných organizačních útvarů banky, často náležející do korporátního segmentu. Je zpravidla

¹⁷¹ Organisation for Economic Cooperation and Development (Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj), mezivládní organizace založená roku 1961, sdružujících 30 ekonomicky nejvyspělejších států na světě, operujících dle principů demokracie a tržních principů. Cílem je mj. napomáhat dalšímu rozvoji ekonomiky a mezinárodních finančních trhů, včetně podpory soft-law, tedy nezávazných dohod s často zásadními důsledky.

¹⁷² Např. ve smyslu zákona č.61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti.

¹⁷³ Za reputační riziko je možné považovat riziko ztráty nebo změny reputace na trzích, které jsou způsobeny zejména poskytováním nekvalitních služeb, nedodržením smluvních podmínek se všemi obchodními partnery a nerespektováním dobrých mravů při podnikání. V tomto konkrétním případě pak často ke vzniku problému postačuje, když ten kdo tuto službu nabízí, není „původcem“ nabízeného produktu, ale pouze jeho „distributorem“. V bankovníctví se stává reputace jedním z nejvýznamnějších konkurenčních faktorů a banky věnují řízení tohoto rizika velké úsilí, jelikož je součástí ekonomického kapitálu banky. Na rozdíl od tržních a úvěrových rizik je těžko identifikovatelné a měřitelné a dosti často je zařazováno pod operační riziko. Finanční dopad poškození dobrého jména je dlouhodobou záležitostí, je velmi obtížné jej matematicky vyjádřit.

organizačně a personálně oddělen od útvarů ostatních, nikoli však do takové míry, aby byla narušena kontrolní funkce depozitáře, resp. principy základních kontrolních mechanismů. Toto organizační zařazení musí být vyvážené, nicméně je nezbytné jeho propojení s ostatními útvary banky, zejména s útvarem provádějícím vlastní pokyny klientů (tzv. back-office).

Je vhodné zdůraznit esenciální důležitost komunikačních schopností zaměstnanců působících v těchto útvarech, jelikož vstřícná a otevřená komunikace mezi depozitářem a investiční společností nebo investičním fondem je základem možnosti aktivně spolupracovat, předcházet vzniku problémů a případné problémy řešit při vzájemných konzultacích. Komunikace by měla předcházet vzniku komplikovaných situací, kdy by depozitář musel splnit svou povinnost neprovést pokyn, který je v rozporu se zákonem, statutem nebo obhospodařovatelskou smlouvou, popřípadě uplatnit jiné obdobné opatření.¹⁷⁴

Depozitář je povinen, obdobně jako jiní poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu¹⁷⁵, vykonávat svou činnost s odbornou péčí. Sám pojem „odborná péče“ je obrovskou výzvou jak pro praxi, tak i pro související judikaturu, ačkoli jeho základní obrysy jsou již poměrně ustáleny. Vodítkem pro jeho výklad může být prostý fakt, že se skládá ze dvou součástí, jeho obsahem je tedy jednak „odbornost“ (tedy profesionalita ve smyslu vědět a umět) a „pečlivost“ (tedy ve smyslu aktivního jednání a snahy). Při posuzování konkrétních jednání z hlediska vynaložení odborné péče je třeba vždy přihlížet k tomu, jak by se v dané situaci chovala osoba v podobném postavení a srovnat toto jednání s pravděpodobným postupem rozumného profesionála – odborníka v dané oblasti.¹⁷⁶

Nepostačuje tedy zohlednění míry a kvality péče o danou záležitost ve smyslu péče řádného hospodáře, která se při odborné péči předpokládá jaksi „sama sebou“. Depozitář je profesionálem, nestačí tedy mít pouze schopnosti rozpoznat potřebu

¹⁷⁴ Např. dle § 23, odst. 4,5,6 ZKI

¹⁷⁵ Např. obchodník s cennými papíry jako právnická osoba, která disponuje zvláštním povolením ČNB poskytovat investiční služby dle zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, dle §5 ZPKT, v návaznosti na §11a ZPKT.

¹⁷⁶ Komise pro cenné papíry: Zásady činnosti depozitáře (DEPZ), květen 2003, online dostupný na: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/download_meto_diky/metodika_depz_20030523.pdf, náhled 27.7.2009

odborného posouzení dané záležitosti jiným specialistou, zajistit je a porovnat výsledky jejich analýzy, což bývá často jednou z (částí) definic péče řádného hospodáře.¹⁷⁷

Pojem odborné péče je vždy nutno vykládat z hlediska objektivního, ve vztahu k objektivním odborným znalostem a schopnostem a v souvislosti s výkonem nějaké konkrétní činnosti osoby. Odborná péče tedy vyjadřuje povinnost vynakládat k zařizování záležitostí kromě svých subjektivních schopností a znalostí i objektivní schopnosti odborné. Pokud by osoba jednala sice pečlivě, ale neodborně, porušila by svou právní povinnost. Na druhou stranu požadavek kvality výkonu činnosti s odbornou péčí se nevyčerpává jen požadavkem na kvalifikované jednání. Se stejným důrazem je nutno posuzovat i hledisko pečlivosti a obezřetnosti. Pečlivost a obezřetnost výkonu určité činnosti znamená vyvarovat se zbytečnému a neodpovědnému riskování, ale stejně tak i přehnané úzkosti.¹⁷⁸ Při posuzování těchto jednání pak nelze vycházet z toho, jak se určité jednání jeví zpětně ze současného pohledu, ale vždy ex ante.

Rozdíly v kvalitativní úrovni odborné péče a péče řádného hospodáře někdy mohou vyvolat zajímavé situace. Např. v případech předvídaných §84a, odst. 2 ZKI, kdy v případě fondů kvalifikovaných investorů může valná hromada investičního fondu nebo shromáždění podílníků schvalovat vyjmenované změny statutu. Zde je otázkou, kdo by odpovídal za škodu vzniklou investičním rozhodnutím předem schváleným valnou hromadou (shromážděním podílníků) a depozitářem. Valná hromada (shromáždění podílníků) neodpovídá za své chybné rozhodnutí (nemá právní subjektivitu). Představenstvo fondu kvalifikovaných investorů či investiční společnosti odpovídá podle ustanovení § 194, odst.5 ObchZ za škodu, kterou způsobí plněním pokynu valné hromady, jenž je v rozporu s právními předpisy. Členové představenstva jsou povinni vykonávat svou působnost s péčí řádného hospodáře, kdežto depozitář je zavázán jednat s odbornou péčí. Podle mého názoru by bylo obtížné prokázat, že členové představenstva s péčí řádného hospodáře měli odhalit, že rozhodnutí valné hromady, byť by bylo v souladu se statutem (schváleným ČNB), je v rozporu s §84a, odst.2 ZKI. Ovšem depozitář je povinován odbornou péčí, takže lze předpokládat, že úsilí na nalezení osoby povinné k náhradě škody se soustředí na depozitáře, protože jde o banku, která má dostatek prostředků k vyplacení poškozených investorů, kdežto

¹⁷⁷ K tomu více např.: Štenglová, I.: Odpovědnost a nezávislost statutárních orgánů kapitálových společností. Právo a podnikání, roč.11, sv.12, 2002. Str.27.

¹⁷⁸ Eliáš, K., Bartošiková, M., Pokorná, J. a kol. Kurs obchodního práva. Právnícké osoby jako podnikatelé. 3. vydání. Praha: C.H.Beck, 2004. Str. 134 a násl.

v poškozeném fondu peníze nejsou. Depozitář by se mohl hájit presumpcí správnosti správního rozhodnutí (dobrou vírou ve statut ČNB), ovšem s nejistým výsledkem. Případné žaloby o náhradu škody lze především očekávat ze strany přehlasovaných akcionářů nebo podílníků, ale také od investiční společnosti nebo investičního fondu.¹⁷⁹

180

Z výše uvedeného je možné obecně sumarizovat, že depozitář je pro splnění odborné péče (u všech svých činností obecně) zejména povinen:¹⁸¹

- a) jednat kvalifikovaně, čestně, odpovědně, výhradně v zájmu podílníků podílových a investičních fondů, způsobem předcházejícím riziku vzniku škody či finančních ztrát podílníkům, podílovým či investičním fondům, s využitím aktivně vyhledávaných a analyzovaných informací;
- b) dokumentovat veškeré činnosti prováděné v souvislosti s výkonem funkce depozitáře;
- c) přijmout personální, technická a organizační opatření k zajištění řádného výkonu funkce depozitáře.

K pojmu odborná péče se vztahuje několik zajímavých rozhodnutí dohledových orgánů státní správy (někdejší Komise pro cenné papíry), které na konkrétních případech ukazují, jakým způsobem je možné některé aspekty této podstatné vlastnosti ovlivňující praktickou stránku činnosti depozitáře vnímat. Jak je výše uvedeno, jedná se o správní akty, nikoli o judikaturu, ta je uvedena níže v samostatné části této diplomové práce níže. Je důležité rovněž zmínit, že výchozí právní základnou pro tuto rozhodovací praxi byl (dnes již neplatný) zákon č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, nicméně podstatné závěry zůstávají (dle informací ČNB) i nadále v platnosti.¹⁸²

¹⁷⁹ Chlouba, V. Kolektivní investování, Problémy kolem fondů kvalifikovaných investorů (Fondy kvalifikovaných investorů a depozitář), online dostupné na <http://www.multiweb.cz/jurist/Strana12.htm>, náhled 22.8.2009.

¹⁸⁰ Pro úplnost je vhodné dodat, že ČNB (v březnu 2008) schválila statut otevřeného podílového fondu kvalifikovaných investorů, který obsahuje ustanovení o tom, že shromáždění podílníků může nad rámec ustanovení §84a, odst.2 ZKI schvalovat právní úkony, kterými se překročí limity a omezení uvedené ve statutu tohoto fondu.

¹⁸¹ Komise pro cenné papíry: Zásady činnosti depozitáře (DEPZ), květen 2003, online dostupný na: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/download_meto_diky/metodika_depz_20030523.pdf, náhled 27.7.2009.

¹⁸² Odkazy na právní předpisy platné v době před 1.5.2004 byly odpovídajícím způsobem upraveny v souladu s aktuálně platnou a účinnou legislativou.

Prvním příkladem z rozhodovací praxe je rozhodnutí KCP/4/2004 – k odborné péči investiční společnosti a k povinnosti evidovat pohyb peněžních prostředků na účtu u depozitáře. Meritorním podkladem pro toto rozhodnutí byla situace, kdy investiční společnost uzavírala s fyzickými i právnickými osobami podnikajícími na základě vlastního živnostenského oprávnění smlouvy o obchodním zastoupení (dle znění smlouvy zástupce „na základě písemné žádosti Investora zajistí u zastoupeného změnu rozložení investovaných finančních prostředků Investora do podílových listů jednotlivých podílových fondů“). Podílové listy jsou jakožto cenné papíry kolektivního investování dle §3, odst.1, písm b) ZPKT výslovně uvedeny mezi investičními nástroji. Poskytovat hlavní investiční služby může podle §4a ZPKT pouze osoba, která má k této činnosti povolení ČNB (zřejmě prakticky výhradně obchodník s cennými papíry), přičemž mezi hlavní investiční služby patří dle §4, odst.2a přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů. Dle §4, odst.4 ZPKT investiční služba přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů zahrnuje rovněž i zprostředkování obchodů s investičními nástroji. Na rozdíl od předchozí platné úpravy je samozřejmě možné využít k této činnosti služeb investičního zprostředkovatele dle §29 a násl. ZPKT, nicméně rovněž pod podmínkou registrace této osoby u ČNB.

Vytvoření smluvního rámce pro nabývání investičních nástrojů je činností bezprostředně směřující k jejich nabývání a rozlišování mezi předáním konkrétního pokynu a předáním smlouvy, na jejímž základě zadává dílčí pokyny sám zákazník, není z hlediska účelu sledovaného zákonem podstatný.

Na investiční společnost se vztahuje mj. povinnost odborné péče vymezený v §75 ZKI. Investiční společnost je poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu a službou, kterou investorské veřejnosti nabízí je i prodej a zpětný odkup podílových listů jí obhospodařovaných podílových fondů. Při této činnosti je tedy povinna jednat s odbornou péčí. Jednání, kdy používá k distribuci podílových listů osoby, které tuto péči vynakládat nemusejí a navíc nemusejí plnit další povinnosti stanovené ZPKT, je vnímáno regulujícím správním orgánem jako minimálně neodpovědné, tím spíše, že se tím tyto osoby dopouštějí protiprávní činnosti, na níž se ten, kdo jejich činnosti využívá, účastní.¹⁸³

¹⁸³ Dle mého názoru je možné v tomto případě (s přihlédnutím k okolnostem) aplikovat, a to minimálně zčásti, odpovědnost za nedostatek odborné péče vzhledem k ustanovení §21, odst. 1, písm. c) ZKI i na depozitáře.

Při stejném případě bylo dále zjištěno, že investiční společnost prováděla nákupy státních pokladničních poukázek, aniž by byly tyto operace zaznamenány na běžném účtu vedeném pro jednotlivé obhospodařované fondy u depozitáře společnosti. Banka odlišná od depozitáře vedla pro účastníka řízení se souhlasem depozitáře termínový účet a současně obstarávala pro investiční společnosti obchody s pokladničními poukázkami (v den ukončení termínovaného vkladu byl tento vklad „vyměněn“ za pokladniční poukázky, případně naopak). Depozitář prohlásil, že byl informován o provedeném obchodním případě prakticky okamžitě na základě elektronického styku nastaveného mezi jím a jinou bankou. Dozorčí správní orgán posléze shledal, že aby mohl depozitář postupovat v souladu se ZKI, musí být o každém pokynu investiční společnosti řádně informován, což v daném případě bylo naplněno a shledáno jako dostačující. V těchto případech tedy nedošlo k porušení povinností vyplývajících z ustanovení §21, odst. 1, písm. b) ZKI¹⁸⁴ ani z ustanovení §22, odst. 1, písm. a) ZKI¹⁸⁵ a dle mého názoru je zároveň možné obdobný princip použít i v případě jiných investičních nástrojů.

Z povinnosti jednat s odbornou péčí vyplývá i povinnost sjednat odpovídající zajištění při smlouvách o půjčce cenných papírů, tzn. zajištění, které bere v úvahu úvěrové riziko.¹⁸⁶ V rozhodnutí KCP/12/2005 byl řešen případ, kdy fond v desítkách případů uzavřel smlouvy o půjčce cenných papírů s obchodníkem s cennými papíry. Půjčky byly zajišťovány vlastními směnkami obchodníka. Hodnota půjčených cenných papírů vždy výrazně přesahovala 10% limit hodnoty majetku fondu stanovený pro půjčky statutem fondu. V průběhu trvání posledních půjček obchodník vyhlásil úpadek a půjčené cenné papíry nevrátil. Byly řešeny otázky odborné péče depozitáře a zároveň i otázky dostatečného „zajištění“ takových půjček, tak jak je např. předpokládáno současným zněním §53i ZKI.

Regulátor v rozhodnutí konstatoval, že depozitář fondu se dopustil deliktu tím, že nekontroloval, zda činnost investičního fondu je v souladu se zákonem a statutem

¹⁸⁴ Povinnost evidovat veškerý pohyb peněžních prostředků fondu kolektivního investování.

¹⁸⁵ Povinnost zřízení účtů, které fond kolektivního investování potřebuje k evidenci veškerých svých prostředků.

¹⁸⁶ V současné době jsou dle ZKI půjčky z majetku standardního fondu nebo zajištění půjček majetkem standardního fondu zakázány (viz §34, odst.1 ZKI), nicméně nejsou vyloučeny u speciálního fondu nemovitostí (dle §53i ZKI) pokud jsou splněny další podmínky stanovené zákonem. Bez dalších zákonných omezení mohou být užity u fondu kvalifikovaných investorů (dle §56, odst.6 ZKI), pokud tak předpokládá statut fondu.

fondy, a zároveň neprodleně neoznámil regulátorovi porušení statutu ze strany investičního fondu, ačkoliv o něm vědět mohl a měl. Plnění této povinnosti totiž předpokládá soustavnou aktivní činnost depozitáře a zahrnuje jeho povinnost přezkoumávat každou transakci investičního fondu z hlediska jeho souladu se zákonem a statutem fondu.

Z obsahu spisu a ani z vyjádření depozitáře nevyplývá, že by depozitář v rozhodném období identifikoval půjčky nad rámec zákonného limitu jako odporující zákonu. Z vyjádření investičního fondu bylo zjištěno, že k uzavírání smluv docházelo s vědomím depozitáře. Depozitář tedy věděl o uzavírání smluv, měl a mohl se seznámit s jejich obsahem, dále věděl nebo alespoň měl a mohl vědět o tom, že dochází k převodům těchto cenných papírů z majetku investičního fondu ve prospěch obchodníka s cennými papíry. Věděl nebo alespoň měl a mohl vědět o tom, jaká je výše vlastního kapitálu investičního fondu. Znal nebo alespoň měl znát statut investičního fondu.

Z výše uvedeného bylo zjištěno (a rozhodnuto), že depozitář v dané situaci nesplnil kontrolní povinnost ve smyslu §21, odst.1, písm. h) ZKI¹⁸⁷. Kontrolní činnost přitom zahrnuje nejen identifikaci závady, ale i přijetí přiměřených opatření k jejich odstranění, zamezení vzniku škod nebo alespoň zamezení jejich zvýšení a přijetí následných preventivních opatření. Depozitář v tomto konkrétním případě při své činnosti selhal, když neodhalil zcela zřejmě porušování statutu investičního fondu. To svědčí o tom, že buď nekontroloval činnost investičního fondu vůbec nebo prováděl pouze formální, nedostatečnou kontrolu.

Pokud se týče nesplnění oznamovací povinnosti dle §23, odst.2 ZKI, regulátor dovedl, že jedním z podstatných znaků skutkové podstaty správního deliktu je okolnost, že depozitář porušení zákona nebo statutu zjistí. Pokud jej neodhalí, tedy nezjistí porušení statutu fondu, nemůže tedy ani takové oznámení učinit. Neučinění oznámení nelze tedy v tomto případě považovat za správní delikt, neboť nejsou naplněny všechny znaky skutkové podstaty takového správního deliktu.¹⁸⁸

Samostatnou oblastí řešenou v tomto rozhodnutí je otázka posouzení kvality zajištění (v tomto případě vlastních směnec dlužníka vystavených na 125% tržní

¹⁸⁷ Kontrola zda majetek fondu kolektivního investování je pořizován a zcizován v souladu s tímto zákonem a statutem fondu kolektivního investování.

¹⁸⁸ Skutková podstata správního deliktu ve vazbě na §23 ZKI je definována v §121, odst.1, písm.c) ZKI a doprovázena sankcí (pokutou) až do výše 10.000.000,- Kč.

hodnoty půjčených cenných papírů) půjčky nebo ručení poskytnutého z majetku fondu. Vzhledem k tomu, že v této části rozhodnutí diskontinuitně vychází z již neplatné úpravy zákona č.248/1992 Sb.¹⁸⁹, je možné použít pouze závěry z tohoto správního aktu vyplývající. Regulátor konstatoval, že závazek dlužníka je sice možné zajistit směnkou, avšak pouze při splnění určitých kvalitativních podmínek. Jako příklad minimálního standardu smysluplné směnky lze považovat avalovanou směnku. Zajištění tedy nesmí být pouze symbolické a musí zohlednit úvěrové riziko dlužníka a kvalitu zajištění je tedy posuzovat z hlediska odborné péče depozitáře. Je možné říci, že toto rozhodnutí vychází ze stavu ve své době a pro dnešní zajištění takových půjček by zřejmě požadavky na jejich zajištění z pohledu depozitáře byly možná ještě mnohem přísnější a v souladu s aktuálními bankovními standardy (např. aplikace zástavních práv na nemovitostech atp.).

Pro vykonávání svých povinností s odbornou péčí musí depozitář mít k dispozici široké spektrum informací, a to zejména získané z vlastní činnosti a dále od investiční společnosti či investičního fondu v rámci jejich informační povinnosti podle zákona¹⁹⁰ nebo depozitářské smlouvy.¹⁹¹ Depozitář musí získávat informace v takovém rozsahu a v takovém čase, aby je mohl vyhodnotit a na základě toho plnit své povinnosti průběžně a na základě toho např. neprovést protizákonný pokyn.

Jak již bylo uvedeno výše, depozitář má rovněž oprávnění požadovat od investiční společnosti a investičního fondu informace a listiny obsahující údaje o jejich činnosti nezbytné pro výkon své funkce. Vzhledem k různorodosti a variabilitě možných situací nelze však předem jasně konkretizovat, jaké podklady a v jakých lhůtách má depozitář vyžadovat. Závisí to na statutu fondu a jiných faktických okolnostech, které musí depozitář s odbornou péčí vždy zvážit a podle toho podklady vyžadovat, jinak může být za určitých okolností založena jeho odpovědnost.¹⁹²

¹⁸⁹ Obsahoval v §5d samostatné ustanovení obecného charakteru o půjčování cenných papírů, které již nový ZKI nezná.

¹⁹⁰ Zejména §22, odst.1, písm. b, h), l) a m) ZKI

¹⁹¹ Např. nad rámec zákona: informační povinnosti k nabývání, zcizování a jinému významnému nakládání s takovou nemovitostí, která není přímo ovládaná speciálním fondem nemovitostí, ale společností, kterou fond ovládá, a dále konfirmace obchodů uzavřených na regulovaných trzích apod.

¹⁹² Komise pro cenné papíry: Zásady činnosti depozitáře (DEPZ), květen 2003, online dostupný na: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/download_meto_diky/metodika_depz_20030523.pdf, náhled 27.7.2009.

Investiční společnosti nebo investiční fondy by měly poskytovat informace o obhospodařovaném majetku bez zbytečného odkladu, tj.co nejdříve je to objektivně možné. Takto by měla investiční společnost nebo investiční fond deponenta informovat zejména o koupi či prodeji cenných papírů, resp.uzavření smluv o koupi nebo prodeji, dále o všech zásadních plánovaných operacích se všemi jinými typy aktiv bez ohledu na jejich nominální hodnotu a rovněž o všech očekávaných i potenciálních tržních změnách.

Dříve než se v následující kapitole dotknu jednotlivých činností deponenta, bylo by vhodné krátce zmínit popis procesu, který obvykle nastává před okamžikem, kdy dojde ke vzniku plnohodnotného vztahu mezi deponentem a investiční společností nebo investičním fondem. Ve stručnosti je možné postup směřující k uzavření deponentářského vztahu shrnout do následujících bodů:

1. zástupci investiční společnosti nebo investičního fondu jsou na prvním společném jednání s deponentem informováni o základních zákonných požadavcích na výkon této činnosti, o rámcovém obsahu deponentářské smlouvy (dle typu fondu) a o ekonomické přijatelnosti takové transakce až nad určitým limitem, většinou hodnoty spravovaného kapitálu nad úrovní 200 mil. CZK,¹⁹³
2. investiční společnost nebo investiční fond připraví návrh statutu fondu ve smyslu § 64, odst. 1, písm. j) ZKI a požadavků vyhlášky č.482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování,
3. deponent doplní návrh statutu fondu o své připomínky, tak aby byly v souladu se zákonem a s připravovanou deponentářskou smlouvou a to až do okamžiku, kdy je statut přijatelný pro obě strany,
4. deponent následně zasílá čestné prohlášení banky, ve kterém uvádí, že pokud bude vydáno povolení k činnosti investičního fondu dle §4, odst.1 ZKI nebo povolení k vytvoření podílového fondu dle §6, odst.4 ZKI, tak banka je připravena vykonávat funkci deponenta. Toto čestné prohlášení zpravidla obsahuje životopisy ředitele útvaru korporátního segmentu banky, ředitele útvaru deponenta a informace o vzdělání a profesionálním

¹⁹³ interní zdroje ČSOB, a.s., podloženo výpočtem standardních deponentářských odměn vůči daňové výhodnosti fondů kolektivního investování

zázemí osob, které budou vykonávat další specifické činnosti ve vztahu k fondu (např. osoby z oblasti nemovitostního financování, projektového financování, oceňování majetku apod.),

5. banka ve spolupráci s investiční společností či investičním fondem (velmi často za přispění specializované advokátní kanceláře) připraví návrh depozitářské smlouvy, o jehož obsahu je po oboustranném odsouhlasení informována ČNB
6. regulátor (ČNB) vydává správní rozhodnutí - povolení k činnosti investičního či podílového fondu dle odst.4 uvedeného výše, jehož nedílnou součástí je schválený statut,
7. je podepsána depozitářská smlouva.

Je vhodné zde rovněž uvést, že začátek výkonu činnosti depozitáře může v případě investičního fondu nastat až okamžikem jeho vzniku¹⁹⁴, tedy rovněž účinnost depozitářské smlouvy a následně závazků z ní vyplývajících pro depozitáře nastává až okamžikem zápisu do obchodního rejstříku. U podílových fondů oba tyto okamžiky nastávají již při nabytí účinnosti udělení povolení k vytvoření podílového fondu.

6.2 Jednotlivé specifické funkce depozitáře

Základní činnosti depozitáře je možné shrnout do tří základních skupin a to na opatrování svěřeného majetku a nakládání s ním podle pokynu investiční společnosti nebo investičního či penzijního fondu, evidenci peněžních toků a kontrolu činnosti investiční společnosti nebo investičního fondu. V českém právním řádu jsou základní principy pro výkon funkce depozitáře stanoveny zejména prováděcí vyhláškou č.115/2007 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře¹⁹⁵ (dále rovněž jen „Vyhláška-D“) a vyhláškou č.270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování¹⁹⁶. Některé další specifické parametry jsou stanoveny ve statutu, jehož bazální obsah je stanoven vyhláškou č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných

¹⁹⁴ Viz také §4, odst.2 ZKI, dle kterého o povolení k činnosti investičního fondu mohou žádat pouze zakladatelé akciové společnosti, která dosud nevznikla.

¹⁹⁵ Na základě zmocnění daného § 139, písm. c) a d) ZKI

¹⁹⁶ Na základě zmocnění daného § 139, písm. a) ZKI

náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování.¹⁹⁷ Konečně některé technické postupy týkající se spolupráce investiční společnosti či investičního fondu s deponitářem (spíše vnitřního charakteru) jsou stanoveny ještě vyhláškou č.347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu¹⁹⁸.

Poslední zmíněný podzákoný předpis je spíše technického charakteru, takže není zapotřebí se mu blíže věnovat, a to i vzhledem k faktu, že problematika deponitáře je v něm dotčena pouze marginálně. Pokud se týče vyhlášky upravující statut, zde by bylo vhodné se krátce zastavit a zmínit alespoň některé nejpodstatnější aspekty zde předvídané, které zasahují do deponitářské oblasti. Tento předpis předjímá do statutu zejména povinnost uvést identifikační údaje o deponitáři, včetně vymezení jeho „základních charakteristik činnosti“, případně identifikaci jednotlivých třetích osob, na které byla delegována úschova nebo jiné opatrování majetku fondu. Pro standardní fondy pak následují již spíše skutečnosti formálního charakteru, jak je způsob určení a stanovení výše úplaty deponitáře a identifikace bankovního účtu fondu vedeného deponitářem. Zvláštní náležitosti jsou stanoveny pro speciální fondy a to zejména speciální fondy nemovitostí. Zde se počítá s vymezením způsobu jakým deponitář bude vykonávat práva a povinnosti k nemovitostem na území jiného státu, specifikací informací pro výběr znalce deponitářem a uvedení údaje o tom, který z členů výboru odborníků je určen deponitářem.¹⁹⁹ V následující části této diplomové práce se již budu věnovat pouze Vyhlášece-D a vyhlášece č. 270/2004 Sb. (obsah druhého zmíněného předpisu je možné vnímat jako integrální součást Vyhlášky-D).

Jak již bylo zmíněno výše, základní činností deponitáře je úschova majetku fondu kolektivního investování, a to odděleně od vlastního majetku. Tuto činnost zajišťuje deponitář tak, že zaknihované cenné papíry evidované v centrální evidenci cenných papírů²⁰⁰ vede na účtu vlastníka v evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů²⁰¹ nebo zajistí jejich vedení na účtu vlastníka vedeném centrálním deponitářem.

¹⁹⁷ Na základě zmocnění daného § 139, písm. b) ZKI

¹⁹⁸ Na základě zmocnění daného § 139, písm. h) ZKI

¹⁹⁹ Výbor odborníků je zvláštní spolurozhodovací orgán speciálního fondu nemovitostí, jehož vznik je předvídaný § 53f a násl. ZKI. Výbor odborníků je orgánem investiční společnosti, přičemž jednoho z jeho členů určuje dle zákona deponitář. Jeho základním posláním je sledovat a stanovit hodnotu investic fondu v nemovitostech a nemovitostních společnostech.

²⁰⁰ § 92 odst.1 ZPKT

²⁰¹ § 92 odst.3 ZPKT

Jiný majetek (zejména movité věci) převezme podle jeho povahy převezme fyzicky do úschovy nebo zajistí jeho úschovu jinou osobou za splnění podmínek §12 Vyhlášky-D, které zaručují dostatečnou ochranu majetku (dále rovněž tzv. „Podmínky outsourcingu“, zde aplikovatelné zejména ve vztahu k zahraničním cenným papírům).

Pojem úschova je v odůvodnění Vyhlášky-D vymezen pomocí § 747 ObčZ, podle kterého úschova zahrnuje jednak převzetí movité věci a jednak její opatrování.²⁰² Je však nutné poznamenat, že by z důvodů formální správnosti měl být tento vztah subsumován pod absolutní obchody a to vzhledem k ustanovení § 261, odst.3 písm.d) ObchZ ve vazbě na §§ 700-707 ObchZ, o bankovním uložení věci.²⁰³ Je to ovšem problém zákonné úpravy, která zahrnuje pod pojem úschova (původně jen úschova cenných papírů podle §34 ZCP – tzv.custody) i ostatní majetek. De lege ferenda by formulace v zákoně mohla spíše znít: úschova cenných papírů a uložení ostatního majetku. Uložení by se pak týkalo pouze movitých věcí a „jiného opatrování“ nemovitostí.

Vzhledem k tomu, že výše uvedenou úschovu u některého majetku nebylo možno podle předchozí právní úpravy²⁰⁴ fyzicky provést (a vzbuzovalo to esenciální pochyby o tom, zda vůbec fond může takový majetek nabývat), byla vydána Vyhláška-D a připojena nová část, která zahrnuje tzv. jiné opatrování. Cílem zákonodárce zde zřejmě bylo umožnit jiné opatrování, které spočívá v jiném, efektivním přístupu a nemusí být nutně adekvátní úschově. Toto ustanovení se týká především kontroly nakládání s nemovitostmi a „ostatním majetkem“ fondu kolektivního investování. Depozitář zde přiměřeně povaze majetku, který převzal do opatrování, převezme do úschovy dokumentaci potřebnou pro nakládání s tímto majetkem, pravidelně ověřuje stav opatrovaného majetku, včetně ověřování stavu zápisu v katastru nemovitostí nebo jiné evidence a provádí kontrolu inventarizace²⁰⁵. Depozitář kontroluje soulad nakládání s tímto majetkem se zákonem a při splnění Podmínek outsourcingu může zajistit provádění těchto povinností jinou osobou (opět zejména u nemovitostí a „jiného

²⁰² Dle ustanovení ObčZ se opatrování se děje dohodnutým způsobem, a nebyla-li dohoda o způsobu úschovy uzavřena, je uschovatel povinen ji opatrovat pečlivě, zejména je povinen dát ji pojistit, je-li to obvyklé, a po uplynutí doby úschovy převzatou věc vrátit spolu s tím, co k ní přibylo. Obecný požadavek pečlivosti a povinnosti vydat schovateli přírůstky vyplývá z občanského zákoníku, není proto nutná úprava samostatnou vyhláškou. Požadavek odborné péče poté vyplývá z § 23 odst. 11 ZKI.

²⁰³ Chlouba, V. Kolektivní investování, Nová vyhláška o podrobnostech plnění povinností depozitáře na obzoru, online dostupné na <http://www.multiweb.cz/jurist/Strana12.htm>, náhled 22.8.2009.

²⁰⁴ původní vyhláška č. 265/2004 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře

²⁰⁵ § 29 zákona č.563/1991 Sb., o účetnictví

majetku“ v zahraničí). Depozitář by měl přezkoumávat právní aspekty jednotlivých obchodů s jinými hodnotami než cennými papíry, zejména z hlediska souladu se zákonem a statutem (přípustnost, limity), ve výjimečných případech i z hlediska finanční nevýhodnosti – evidentní excesy.

Nastavení podrobnějších pravidel dle předchozího odstavce je odpovědností depozitáře (zejména v depozitářské smlouvě). V případě, že by kontrolní úloha nebyla takto efektivně zajištěna (tedy ani sledováním nakládání s majetkem ex post a připraveností činit kroky vůči investiční společnosti nebo fondu či jejich vedení), neměl by regulátor takovému fondu udělit povolení, což se podle zákona týká i fondu kvalifikovaných investorů. Některé standardy jiného opatrování by mohly být v budoucnu upraveny přímo zákonem (např. zápis omezení práva fondu nakládat s nemovitostí bez souhlasu depozitáře do katastru).

Další povinností depozitáře je provádět kontrolu při vydávání podílových listů podílového fondu a akcií investičního fondu a ověřit zejména, že počet vydaných podílových listů (nebo akcií investičního fondu) odpovídá částce uhrazené na bankovní účet podílového fondu (nebo investičního fondu) při zohlednění aktuální hodnoty podílového listu vyhlášené pro tento den (nebo stanoveného emisního kurzu akcie investičního fondu). Obdobně tato pravidla platí i pro vypořádání odkupu podílových listů.

Depozitář kontroluje při vydávání akcií nebo podílových listů pouze stav za celý den, není povinen kontrolovat každou transakci samostatně. Obdobně je přístup nastaven i při odkupu podílových listů, kdy depozitář posuzuje celkovou částku, která má být za daný den z titulu odkupu podílových listů vyplacena. Postup při vypořádání se přitom řídí primárně statutem fondu kolektivního investování, technické podrobnosti odkupu může upravit i dohoda mezi investiční společností a podílníkem.

Jednou z nejpodstatnějších funkcí depozitáře je kontrola výpočtu aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu²⁰⁶ tak, aby byl zajištěn soulad s principy stanovenými ve vyhlášce č.270/2004 Sb. a dosaženo maximální ochrany majetku investorů v každém okamžiku. Depozitář fondu kolektivního investování určeného pro veřejnost provádí kontrolu výpočtu aktuální hodnoty akcie investičního fondu nebo podílového listu

²⁰⁶ Tato povinnost se nemusí vztahovat na fond kvalifikovaných investorů (viz §21, odst.4 ZKI), tedy se dotýká pouze veřejně nabízených fondů.

podílového fondu tak, že ověří správnost údajů o výpočtech této hodnoty z podkladů předložených investiční společností nebo investičním fondem. Ověření provede depozitář na základě údajů ze zdrojů nezávislých na investiční společnosti nebo investičním fondu, kterých profesionální investoři při své činnosti obvykle používají. Identifikace těchto informačních zdrojů je často uvedena přímo v depozitářské smlouvě a např. pro cenné papíry tuzemské je to informační „packet“ poskytovaný Střediskem cenných papírů a pro zahraniční cenné papíry systém Bloomberg.²⁰⁷

Obecně lze říci, že výše uvedené nezávislé informační systémy se v praxi používají pro stanovení reálné hodnoty většiny aktiv fondů tzv. „nehmotného“ charakteru, tedy zejména investičních cenných papírů, nástrojů peněžního trhu a finančních derivátů přijatých i nepřijatých k obchodování na veřejných trzích uvedených v §26, odst.1, písm. a) ZKI. Obdobným způsobem se oceňují i cenné papíry fondů kolektivního investování a reálné hodnoty komodit a komoditních derivátů. Vklady u bank se do majetku fondu započítávají ve své jmenovité hodnotě včetně úrokového výnosu ke dni stanovení reálné hodnoty. Reálná hodnota cenných papírů ve zvláštních případech²⁰⁸, nemovitostí, účastí v nemovitostních společnostech a movitých věci, majetkových práv a jiných majetkových hodnot se stanoví kvalifikovaným odhadem se souhlasem depozitáře. Základem pro stanovení reálné hodnoty pohledávek nabytých za úplatu je jejich pořizovací cena, u ostatních pohledávek je to jejich jmenovitá hodnota. U pohledávek před lhůtou splatnosti se reálná hodnota stanoví jako současná hodnota její jmenovité hodnoty, naopak u pohledávek po lhůtě splatnosti se základ (uvedený v předchozí větě), vzhledem k potřebě předvídatelnosti rizika a možnosti jeho vzniku, snižuje o koeficienty stanovené vyhláškou č. 270/2004 Sb.

Zákon nedefinuje lhůtu pro stanovování aktuální hodnoty podílového listu. Je však zřejmé, že depozitář bude kontrolovat vždy, když je aktuální hodnota podílového listu stanovena. Tato perioda vychází ze lhůty uvedené ve statutu. Depozitář je povinen stanovenou hodnotu podílového listu ověřit před jejím vyhlášením tak, aby uveřejněná hodnota byla vždy správná. Musí tedy při této činnosti provést vlastní ocenění majetku

²⁰⁷ interní zdroje ČSOB, a.s.

²⁰⁸ Tedy zejména cenné papíry dle §4, odst.2 Vyhlášky-D, u kterých nebylo možné získat dostatečně reprezentativní údaje o průměrné ceně uskutečněných obchodů, průměrné ceně mezi závaznou nabídkou a poptávkou nebo průměrné ceně závazné poptávky tvůrců trhu. Dále zde patří rovněž cenné papíry, u kterých se teprve očekává přijetí k obchodování na veřejných regulovaných trzích dle §26, odst.1, písm. a) ZKI.

fondu. V případě, že zjistí nesoulad mezi vlastním oceněním a oceněním předloženým investiční společností nebo investičním fondem, pokusí se dosáhnout nápravy projednáním věci a případné porušení pravidel oznámí regulátorovi.²⁰⁹

Poslední zásadní funkcí depozitáře je kontrola nakládání s majetkem fondu kolektivního investování a s tím související periodická kontrola dodržování pravidel pro rozložení a omezení rizika. Obě tyto činnosti jsou postaveny na prověřování jednotlivých pokynů investiční společnosti a investičního fondu k nakládání s aktivy, která jsou součástí majetku fondu kolektivního investování (dále rovněž „kontrola pokynu“). Jde-li o pokyn ke koupi aktiva do majetku fondu, depozitář v rámci kontroly pokynu provede analýzu, zda jsou do majetku fondu kolektivního investování nabývány pouze druhy aktiv přípustné podle zákona a statutu; není-li druh aktiva zjevný, provede se kontrola též na základě rozboru dokumentace týkající se příslušného aktiva. Depozitář dále prověří dodržování investičních limitů podle zákona a statutu porovnáním stanovených limitů s posledními dostupnými údaji o majetku fondu ke dni, kdy byl pokyn podáván.

U pokynů k prodeji aktiva či k platbám nezbytně souvisejícím s efektivním obhospodařováním majetku fondu, provede depozitář s odbornou péčí analýzu výhodnosti takového obchodu. Zde je rovněž možné zařadit např. platby za znalecké posudky, činnosti prováděné pro fond v rámci developmentu, úhrady za nutnou údržbu nemovitostí apod.

Kontrola vynaložení odborné péče je zapotřebí pouze u transakcí, které nebyly uzavřeny na organizovaném trhu „anonymním způsobem“, kdy kupující a prodávající buď vůbec neznají svou identitu (tzv. oboustranně anonymní obchody, burza, RM-System) nebo je známa pouze identita přímé protistrany – tvůrce trhu (jednostranně anonymní obchody, v ČR např. většina transakcí na segmentu burzovního trhu SPAD).²¹⁰

Obecně platí, že je nutné provádět kontrolu před provedením pokynu, nicméně vzhledem k faktu, že kontrola všech plateb před jejich uskutečněním znamená velkou zátěž pro činnost a personální kapacity depozitáře (a přitom dopad značné části z nich

²⁰⁹ Zákon (ZKI) ukládá depozitáři pouze povinnost kontroly výpočtu, pokud tedy depozitář tuto činnost provede „outsourcingem“, je i přesto jeho zákonná povinnost splněna.

²¹⁰ důvodová zpráva k vyhlášce č.115/2007 Sb. (Vyhláška-D)

na investory je minimální), jsou stanoveny některé výjimky, které umožňují až kontrolu ex post²¹¹. Mezi ně patří zejména situace kdy způsob obchodování na veřejném regulovaném trhu (dle ZKI) vylučuje vypořádání obchodu později než v den následující po podání pokynu a rovněž případy, kdy se depozitář na základě kontroly u investiční společnosti, investičního fondu nebo jiné osoby obhospodařující majetek fondu ujistil, že systém řízení a vnitřní kontroly je natolik sofistikovaný, že zabezpečuje dostatečnou kontrolu dodržování zákona, statutu, depozitářské smlouvy a smlouvy o obhospodařování. Vyjmuty jsou rovněž nově definované tzv. marginální obchody.²¹²

V souvislosti s kontrolou pokynů dle předchozích odstavců je depozitář oprávněn v určitých situacích daný pokyn neprovést. Obecně je důvodem takového postupu rozpor se zákonem, statutem nebo depozitářskou a obhospodařovatelskou smlouvou, nicméně v řadě případů bude účelné transakci provést, pokud bude následně zajištěna účinná náprava, např. zadáním tzv. protipokynu (např. pokud investiční společnost překročí nákupem aktiva určitý limit, provede depozitář pokyn v případě, kdy investiční společnosti ihned napraví svůj postup pokynem k prodeji²¹³). Podmínkou v rámci odborné péče depozitáře samozřejmě je, že nejde o ryze formální „protipokyn“ a lze důvodně předpokládat, že jeho podstata je faktická a bude vypořádán. Dalším případem jsou porušení týkající se malé části majetku fondu (až do výše max. 1%), u kterých lze pokyn provést i v případě, že nebude zajištěna okamžitá náprava. Ovšem samozřejmě za předpokladu, že riziko takového vypořádání nebude vyšší než riziko ponechání statu quo, přičemž toto by mělo být podloženo alespoň základní ekonomickou analýzou.

Závěrem této kapitoly by bylo ještě možné krátce zmínit určitou komplexně-evidenční funkci depozitáře, která úzce souvisí se všemi činnostmi uvedenými výše. Jelikož investiční společnost či investiční fond musí depozitáři svěřit do opatrování veškeré prostředky získané od investorů, měl by mít depozitář pravidelně aktualizovaný úplný přehled o veškerém majetku v podílovém fondu nebo majetku investičního fondu,

²¹¹ V zahraničí je běžnou praxí, že depozitář kontroluje řadu transakcí následně, případně bere v úvahu možnosti nápravy protiprávního stavu. Rovněž vzhledem k tomu, že nevypořádání transakce může znamenat mnohem větší poškození investorů než samo pochybení, zákon zmocnil v některých případech regulátora k úpravě případů, kdy depozitář provede i pokyn odporující zákonu, statutu nebo depozitářské a obhospodařovatelské smlouvě, pokud se jedná o nepodstatný rozpor v případech, kdy může být spolehlivě zajištěna náprava. Úprava implementace směrnice UCITS v ZKI se v tomto kontextu jeví mnohem přísnější než je praxe v zemích EU a při důsledném dodržování by mohla nadměrně zatěžovat činnosti depozitáře.

²¹² Případy, kdy částka, na kterou pokyn zní, nepřesáhne 100.000,- Kč, a to až do doby, kdy souhrnný denní limit takto kontrolovaných plateb dosáhne 0,1% hodnoty majetku fondu.

²¹³ důvodová zpráva k vyhlášce č.115/2007 Sb. (Vyhláška-D)

včetně přehledu o všech provedených a připravovaných transakcích a jejich aktuálním stavu. Je nezbytné, aby depozitář vedl vlastní nezávislou evidenci majetku, kterou průběžně aktualizuje. Depozitář nemůže totiž bez takové evidence být schopen neustále a průběžně plnit svou kontrolní funkci, nemůže pouze pasivně přebírat evidenci majetku vytvářenou kontrolovanou osobou. S přesnou evidencí souvisí rovněž požadavek na kontrolu všech peněžních toků a to zejména na nákupy a prodeje cenných papírů, které musí evidovat všechny bez výjimky. Investiční společnost nebo investiční fondy by měly veškeré platby provádět prostřednictvím běžného účtu u depozitáře. Prostřednictvím běžného účtu by tak měl mít depozitář v podstatě úplný přehled o peněžních tocích a to nejen fondů samotných, ale i obhospodařujících investičních společností, jak dovodila judikatura. O tom však více v následující kapitole.

6.3 Judikatura související s činností depozitáře

Významným zdrojem informací pro objasnění postupů souvisejících s výkonem funkce depozitáře a rovněž principů praktických činností investičních společností, je judikatura Nejvyššího soudu ČR a zejména soudců jeho občanskoprávního a obchodního kolegia. Tato rozhodnutí, mající téměř normativní vliv, jsou významným doplněním účinné legislativy a rovněž důležitým pramenem pro pochopení každodenních činností subjektů provozujících funkci depozitářů a investičních společností či investičních fondů. V následující části této diplomové práce bych se rád věnoval některým zásadním rozhodnutím, které mají nejvýznamnější důsledky pro obchodní praxi. Ačkoli většina z těchto rozsudků vychází z období za platnosti zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, je možné dle mého názoru většinu těchto závěrů aplikovat i na současný legislativní stav. Proto i z těchto důvodů se v následující části budu snažit maximálně abstrahovat při analýze závěrů Nejvyššího soudu od platného zákonného prostředí, případně navázat judikované případy na stávající legislativu. Nicméně kde to nebude možné a pro pochopení závěrů je významný i odkaz na původní zákonné znění č.248/1992 Sb., bude tato vazba v textu uvedena.

V rozsudku Nejvyššího soudu 29 Odo 1252/2004 byla řešena mimořádně významná otázka rozsahu kontrolní funkce depozitáře ve vztahu k hospodaření investiční společnosti a ve vztahu k rozdílným pohybům na účtech vedeným

depozitářem pro investiční společnost a podílový fond. Výchozí stav byl navozen situací, kdy investiční společnost (v likvidaci), uplatňovala vůči depozitáři škodu, kterou sama způsobila nedbáním o řádné hospodaření s prostředky podílníků. Tyto prostředky byly investovány způsobem a do společností, jenž nezaručily možnost vrácení poskytnutých prostředků a to i vzhledem k trestné činnosti, která byla v této souvislosti postupně odhalena.

Žalobkyně (investiční společnost) se zde domáhala toho, že kontrolní povinnosti depozitáře se musí vztahovat na veškerý majetek v podílovém fondu, neboť účelem a důvodem této povinnosti je celková verifikace hodnoty majetku v podílovém fondu. Podle jejího názoru nebylo možné kontrolovat pouze malou část majetku a potvrdit jej jako celek a většinu majetku fyzicky ponechat k dispozici mimo kontrolu depozitáře, zároveň však odsouhlasit podílníkům veřejně hodnotu podílových listů bez jakéhokoli ověření, pouze se spolehnutím se na údajný stav zůstatku finanční hotovosti v pokladně investiční společnosti. Rovněž tvrdila, že depozitář má povinnost kontrolovat nejen účty podílového fondu, ale rovněž i účty investiční společnosti samotné.

Žalovaná (banka) se bránila tím, že depozitář je z titulu své funkce odpovědný pouze za peněžní prostředky, které jsou vedeny na účtech zřízených pro podílové fondy. Dovožovala, že z ustanovení zákona vyplývá,²¹⁴ že povinnost neprovést pokyn investiční společnosti, který odporuje zákonu, statutu podílového fondu nebo depozitářské smlouvě, se týká pouze majetku podílového fondu, resp. dispozice s majetkem podílového fondu, nikoli jakýchkoli pokynů podaných investiční společností. Žalovaná tvrdila, že za majetek podílového fondu je nutné považovat pouze peněžní prostředky shromážděné investiční společností prodejem podílových listů, které jsou deponovány na zvláštních účtech u banky. Za tyto zvláštní účty je bezpochyby nutné považovat účty zřízené pro podílové fondy, a pokud investiční společnost nesplní příkaz stanovený v zákoně²¹⁵ a prostředky získané prodejem podílových listů neprodleně na účet vedený pro podílový fond nepřevéde, pak by měl zasáhnout regulátor v rámci své obecné kontrolní a dozorčí činnosti, a pokud v této činnosti selže, nelze účelově rozšiřovat zákonné povinnosti depozitáře. Žalovaná by v tomto případě mohla odpovídat pouze za škodu na majetku vedeném pro podílový fond, za škodu na

²¹⁴ Tehdejší ustanovení § 32, odst.2 zákona č.248/1992 Sb., se prakticky shoduje s ustanovením §23, odst.4 ZKI.

²¹⁵ Tehdejší ustanovení § 12, odst.4 zákona č.248/1992 Sb., velmi obdobného znění jako §22, odst.1, písm.c) ZKI.

majetku podílníků, který investiční společnost protiprávně shromažďovala na svých vlastních účtech vedených u depozitáře, žalovaná neodpovídá.

Odvolací soud rozhodl a následně Nejvyšší soud potvrdil, že pokud se týče depozitářské kontroly pouze prostředků, které prošly účtem fondů samého, a nikoli prostředků, které prošly účtem žalobkyně, neobstojí tato námitka ani při formálním pohledu. Tehdejší ustanovení §31 zákona č.248/1992 Sb. hovoří jasně o tom, že u depozitáře si zřídí účty jak investiční společnost pro sebe, tak i pro každý jí vytvořený fond. Kdyby se výkon funkce depozitáře nemohl týkat i účtu společnosti, neukládal by jí zákon takovou povinnost, ale mohly by mít účet kdekoli. Přezkum pokynů se tedy vztahuje i na účty společnosti. Je nutno říci, že tento judikatorní obsah je v tuto chvíli pravděpodobně obsoletní, jelikož ustanovení nového ZKI²¹⁶ vyžadují nejen explicitní vedení účtů fondu i investiční společnosti u jednoho depozitáře, ale zároveň je zřejmé i obě jejich podřízení plnému depozitářskému dohledu.

Pokud se týče rozsahu kontrolní povinnosti depozitáře, je jisté, že smlouva o výkonu funkce depozitáře stanoví okruh investic, jenž měly být ve smyslu zákona přezkoumávány tím nejširším způsobem. Z toho však nelze dovodit, že smlouva zahrnuje povinnost úplné kontroly žalobkyně. Je podstatný rozdíl mezi prostředky, které drží kdokoli u sebe, třeba i ve formě peněžní hotovosti a prostředky, které investuje, tj. vydá za jiné hodnoty, vloží do jiných hodnot, často je za tímto účelem svěřit třetím osobám. Podle smlouvy měl depozitář přezkoumat vše, co by bývalo investováno bylo, neměl však povinnost provádět u žalobkyně inventury ani kontrolovat stav její pokladny. To nebylo nejen jeho povinností, ale ani jeho právem. Ani zákon totiž takovou povinnost nestanoví a nelze ji dovodit ani logickým, teleologickým či systematickým výkladem příslušných ustanovení. Depozitář ani nemá k dispozici žádné zákonné prostředky, aby mohl takovou kontrolu provádět.

Soudy se v tomto rozsudku vzhledem ke skutkové podstatě dále vyslovily k obecnému rámci, ve kterém se při své činnosti může a musí depozitář pohybovat, včetně vazby na situace související s neprovedením pokynu. V tomto případě bylo externím znaleckým posudkem prokázáno, že z podkladů (poskytovaných investiční společností), jež sice byly nedostatečné, vyplývalo pro odborníka zcela zřetelně, že hospodaření a účetnictví společnosti a jejího fondu není v pořádku. Jistě z toho

²¹⁶ Zejména ustanovení §22, odst.1, písm a) a §22, odst.2, ve spojení s §3, odst.2, pokud se týče zřízení účtů a §21, odst.1, písm.b) ve spojení s §3, odst.2, pokud se týče povinnosti depozitáře.

nemuselo vyplývat, že se schyluje dokonce k mimořádně rozsáhlé trestné činnosti, ale i riziko nehospodárnosti a neodbornosti by zcela postačovalo k tomu, aby depozitář zbystřil svou pozornost. Namísto toho se v tomto případě depozitář omezil na běžnou bankovní rutinu a všechny příkazy, které byly proveditelné z hlediska zůstatků na příslušném účtu a byly formálně správné, provedl. Kdyby se depozitář neomezil jen na tuto rutinu, musel by i z vlastních poznatků dovodit, že nejen prostředky na účtu fondu, ale i prostředky na účtu investiční společnosti, tedy prakticky veškeré prostředky jsou zdroji shromážděnými od klientů investiční společnosti jsou používány ke všemu jinému, než k investování. Dokonce proběhl výběr značné hotovosti z účtu žalobkyně, což je možné považovat za odstrašující příklad lehkovážnosti depozitáře. Depozitář se navíc již krátce po uzavření smlouvy o výkonu této funkce dozvěděl o personálním propojení investiční společnosti se subjekty, do kterých byly následně prostředky „investovány“. Soud uzavřel, že fond nemůže „vyhazovat peníze podílníků z okna“, na provize zprostředkovatelům, o jejichž odbornosti není známo vůbec nic, a depozitář si musí být takového rizika vědom. Navíc soud podotkl, že se zde nejedná o běžnou bankovní činnost, kdy banka nemá právo zkoumat důvodnost plateb a nemůže z toho hlediska žádnou platbu zastavit, nechce-li riskovat náhradu škody tím případně vzniklé. Naprosto zásadního charakteru je pak výrok, že depozitář je povinen vadné platby neprovést a zastaví-li platby jen pro důvodné podezření, nemůže být postihován ani pro případ, že se později ukáže, že pokyn vadný nebyl.

S výše zmíněnými závěry úzce souvisí problematika určení výše škody, kterou depozitář může svou nečinností způsobit, zda vůbec nějakou v důsledku porušení všech či jakýchkoli povinností. Podle názoru investiční společnosti bylo při výši škody nutné vycházet z celkové škody, která vznikla na majetku podílníků, protože i tato škoda je v příčinné souvislosti s porušováním povinností depozitáře. Podle Nejvyššího soudu však takový závěr obecně učinit nelze a nelze zodpovědnost za celkovou škodu takto transferovat na depozitáře. Je nutné vždy ohledně jednotlivých tvrzených složek škody vždy ve vazbě na konkrétní okolnosti případu posoudit, zda je dána příčinná souvislost či nikoli. Nelze však zároveň učinit obecný závěr o tom, že nemůže existovat příčinná

souvislost mezi porušením povinnosti depozitáře a vznikem škody, jelikož tento právní závěr nemohl být předmětem přezkumu ze strany Nejvyššího soudu.²¹⁷

V další části bych se dále rád věnoval dalším otázkám pokrývajícím zejména problematiku jednání za investiční společnost, která je v judikatuře často spojena s otázkami vymáhání vzniklých škod. Než k této části plně přejdu, rád bych zmínil jeden z velmi důležitých závěrů Nejvyššího soudu vycházející z rozsudku zmíněného výše (zřejmě stejně aplikovatelný nejen na případy kolektivního investování, ale i na další obchodní případy obecně), upřesňující způsob jak může být škoda vzhledem k investicím vyčíslena a stanovena. Bylo zjištěno, že v tomto konkrétním případě byly prostředky, na kterých vznikla škoda, nejprve vedeny na běžných účtech fondu. Následně byly převedeny úkony managementu investiční společnosti (za spolupůsobení depozitáře) takovým způsobem, že bylo nemožné zajistit jejich navrácení. Investiční společnost dovozovala, že výše škody by měla být určena z rozsahu zisku dosažitelného provedením jiných investic, kterých by bylo případně dosaženo, pokud by peníze nebyly „vyhozeny z okna“. Bylo by tedy nutné dovodit ušlý zisk z investic jiné povahy. Takové investice však fond ani investiční společnost neprováděli a bylo lze tedy z nich těžko jakýkoli ušlý zisk dovodit. Nebylo tedy možné prokázat výši ušlého zisku a ani výši paušalizovaného ušlého zisku ve smyslu § 379 obchodního zákoníku. Soudy všech stupňů přistoupily ke stanovení výše ušlého zisku tak, že za ušlý zisk je třeba považovat to, co by bylo získáno, kdyby peníze zůstaly na bankovních účtech (v tomto případě termínovaných) a byla by na ně aplikována obvyklá sazba u bankovních depozit v té době. Nejvyšší soud tento závěr potvrdil.

Konečně se tedy v tomto rozsudku Nejvyšší soud rovněž vyjádřil k otázce související s jednáním za investiční společnost v těchto případech, zda a kdo může vymáhat náhradu škodu způsobenou podílníkům fondu, tedy zda se nejedná o překážku věci zahájené nebo pravomocně rozhodnuté (pokud obdobné žaloby podají jednotliví podílníci na stejném nebo obdobném skutkovém základu) a zda aktivní legitimaci k takovému postupu mají pouze podílníci nebo i investiční společnost. Pokud se týče překážky řízení, soud dovodil, že prostředky shromážděné od podílníků v rámci

²¹⁷ Nebyl součástí rozsudku Vrchního soudu v Praze ze dne 22. června 2004, č.j. 5 Cmo 193/2004-351 ve znění opravného usnesení ze dne 10. září 2004, č.j. 5 Cmo 193/2004-403.

kolektivního investování nejsou ani v majetku v fondu ani v majetku investiční společnosti, ale jsou majetkem podílníků. Nicméně to, že jde o kolektivní investování, znamená, že prostředky vložené jedním podílníkem se stávají zároveň prostředky všech dohromady. Nikdo z podílníků nemá žádné právo k jakékoli jednotlivé hodnotě, jež je v držení fondu a nemůže si nárokovat vydání jakéhokoli nástroje investování, ale má právo jen na výplatu příslušného podílu. Ve vztahu mezi podílníkem na straně jedné a fondem a investiční společností na straně druhé, jde jen o správu kolektivních prostředků podílníků. Ve vztahu ke třetím osobám tedy nikdy podílníci nevystupují samostatně, to by nebylo ani možné nejen právně, ale ani věcně, ale vůči třetím osobám vystupuje svým jménem (i když na účet podílníků), investiční společnost. Proto jen ta má také legitimaci být žalobcem i žalovaným ve věcech týkajících se kolektivně shromážděných prostředků. Řízení vedená jednotlivými podílníky tedy žádnou překážku řízení nepředstavují.

Pokud se týče aktivní legitimace, Nejvyšší soud dále zdůraznil, že vzhledem k charakteru majetku shromážděnému v investiční společnosti, nelze než dovést, že škoda, která na tomto majetku vznikne, vzniká majitelům podílových listů tohoto fondu, neboť jde o jejich majetek. Investiční společnost je při správě majetku v podílovém fondu povinna vlastním jménem a na účet podílníků vykonávat práva a povinnosti s tím spojená, zejména hospodařit se svěřeným majetkem majitelů podílových listů s odbornou péčí a s cílem zabezpečit spolehlivý výnos nebo růst tohoto majetku a dbát na ochranu zájmů podílníků. V rámci této povinnosti, vyplývající pro ni ze zákona, musí investiční společnost též vymáhat pohledávky vzniklé v souvislosti s majetkem v podílovém fondu a je tedy aktivně legitimována k podání žaloby na náhradu škody vzniklé v majetku fondu, byť nešlo o škodu, která vznikla jí samé.²¹⁸

Uvedená otázka jednání za investiční společnost spravující podílový fond tak byla posouzena judikaturou Nejvyššího soudu naprosto odlišným způsobem než u soudů prvního a druhého stupně, které soudily, že mezi majitelem podílového listu a investiční společností vzniká vztah smluvní povahy, který je blízký komisionářské smlouvě.²¹⁹ Z toho pak podle názorů nižších soudů vyplývalo, že pokud investiční společnost nezabezpečí hospodaření se svěřeným majetkem s řádnou péčí, tak za způsobenou

²¹⁸ Stejným způsobem posoudil tuto otázku Nejvyšší soud v rozsudku č.j. 29 Odo 1310/2005.

²¹⁹ Dle § 577 ObchZ se smlouvou komisionářskou zavazuje komisionář, že zařídí vlastním jménem pro komitenta na jeho účet určitou obchodní záležitost, a komitent se zavazuje zaplatit mu úplatu.

škodu odpovídá v první řadě ona. Při správě majetku podílníků byla jakožto investiční společnost v postavení obdobném postavení komisionáře a, způsobila-li takto podílníkům v postavení obdobném komitentům škodu, bylo by podle nižších soudů příliš extenzivním výkladem ustanovení zákona²²⁰, aby komisionář, jenž škodu způsobil, tuto škodu zároveň na dalších osobách vymáhal za komitenta. Nižší soudy uzavřely, že investiční společnost tedy v tomto případě aktivní legitimaci nemá, neboť podle ustanovení zákona²²¹ může každý spolumajitel samostatně uplatnit svá práva vůči investiční společnosti, což se podle jejich názoru týká rovněž práva na náhradu škody vzniklé podílníkům v důsledku zmenšení jejich majetku. Jak bylo uvedeno výše, Nejvyšší soud se s tímto názorem neztotožnil.

V okamžiku, kdy byla vyjasněna otázka jednání za společnost při vymáhání škody, bylo možné dále analyzovat situaci, zda investiční společnost může takto vymáhat vzniklou škodu na členech představenstva, jejichž jednáním ke vzniku takové škody došlo. Tato otázka byla rozřešena v rozsudku Nejvyššího soudu sp.zn. 29 Odo 1310/2005. Nižší soudy dovozovaly, že vzhledem k absenci aktivní legitimace investiční společnosti by nastupovala pasivní legitimace členů představenstva vůči podílníkům, nikoli vůči investiční společnosti samotné. Proti tomu argumentovali zástupci investiční společnosti tím, že ze zákona vzniká nejen právo, ale i přímo povinnost uplatnit vůči bývalým členům představenstva na účet podílníků právo na náhradu škody, jež vznikla porušením jejich povinností. Bylo rovněž připomenuto, že z povahy věci jednotliví podílníci nemohou mít dostatek informací (a investiční společnost jim je není oprávněna sdělit), aby mohli individuálně s úspěchem vymoci své nároky.

Nejvyšší soud na základě podaného dovolání učinil závěr, že s nižšími soudy lze souhlasit v tom, že za škodu na majetku v podílovém fondu vzniklou porušením povinností členy představenstva investiční společnosti odpovídá sama společnost, neboť jednání těchto osob při obhospodařování majetku v podílovém fondu je jednáním společnosti²²², této odpovědnosti se investiční společnost nemůže zprostit a nároky

²²⁰ § 5, odst.3 zákona č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, jehož znění je velmi obdobné znění § 7, odst. 1 ZKI

²²¹ § 5, odst.2 zákona č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve faktickém souladu s § 7, odst.5 ZKI

²²² ObchZ § 13, odst.1 věta druhá

z takové škody je povinna podílníkům uhradit. Z tohoto pak vyplývá, že nároky z odpovědnosti za škodu vzniklou podílníkům nemůže společnost uplatňovat jako správkyně jejich majetku vůči členům představenstva (tedy vlastně sama proti sobě).

Je tedy nutné řešit otázku, zda mezi podílníky, kterým škoda vznikla a bývalými členy představenstva investiční společnosti, jejichž jednáním se tak stalo, existuje jiný právní vztah (než vztah z odpovědnosti za způsobenou škodu), že kterého by mohli podílníci, resp. investiční společnost spravující jejich majetek, přímo uplatňovat nároky vůči členům představenstva. Nejvyšší soud konstatoval, že takovým právním základem vztahu může být (při splnění zákonem stanovených podmínek) ustanovení § 194, odst.6 ObchZ, jež upravuje (a v době, kdy došlo k tvrzenému porušení povinností členů představenstva, upravoval) ručení členů představenstva za závazky akciové společnosti vůči třetím osobám.

Jednou z posledních otázek řešenou v této souvislosti (a ve stejném rozsudku) byla i otázka okamžiku vzniku škody jako takové. Nižší soudy usuzovaly, že prvotním předpokladem pro odpovědnost za škodu podle § 373 a násl. ObchZ je vznik škody. Za škodu považovala investiční společnost „peněžní prostředky, které by měla v budoucnu vyplatit podílníkům k uspokojení jejich nároku na náhradu škody, za kterou odpovídá“, přičemž prostředky na jejich vyplacení nemá. Tím však v majetkové sféře k žádné majetkové újmě nedošlo. Zákon²²³ škodu přímo nedefinuje; podle právní teorie i praxe je pojem právně relevantní škody vykládán jako újma, která nastala v majetkové sféře poškozeného a je objektivně vyjádřitelná penězi. Investiční společnosti by tedy mohla při tomto výkladu vzniknout škoda až uspokojením podílníků z titulu jejich nároku na náhradu škody vůči ní. Pro úplnost bylo argumentováno, že nevznikla-li investiční společnosti škoda, nemůže vůči členům představenstva uplatňovat ani nárok z titulu jejich odpovědnosti podle § 194 odst.5 ObchZ.

V této souvislosti Nejvyšší soud dospěl k závěru, že tvrdí-li investiční společnost, že nemá dost prostředků k tomu, aby sama uhradila vzniklou škodu (a je-li toto tvrzení správné)²²⁴, nelze vázat okamžik vzniku práva podílníků domáhat se na členech jejího

²²³ ani tehdejší zákon č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ani současný ZKI

²²⁴ Pouze však za tohoto předpokladu, jinak by bylo nutné aplikovat závěr Nejvyššího soudu sp.zn.25 Cdo 803/2003, podle kterého v době probíhající likvidace investičního fondu ještě nemohla jednotlivým podílníkům vzniknout škoda spočívající v neuspokojení jejich nároků z podílových listů. Což by znamenalo, že by nebylo možné se domáhat ručení za škodu, která nevznikla. Závěry vyplývající z rozsudku sp.zn. 25 Cdo 803/2003 a sp.zn. 29 Cdo 1310/2005 jsou tedy vzájemně zcela v souladu.

představenstva uspokojení z titulu ručení na to, že nejprve musí společnosti vzniknout „reálná“ škoda ve smyslu jiných rozhodnutí Nejvyššího soudu²²⁵, neboť při takovém závěru by v důsledku platební neschopnosti investiční společnosti nikdy podílníkům vůči členům představenstva nárok na uspokojení z titulu ručení nevznikl. Takový závěr by byl v rozporu nejen s dikcí, ale i s účelem ustanovení § 194, odst. 6 ObchZ. Znamenal by totiž, že pro členy představenstva je výhodné ve společnosti stav platební neschopnosti (a představenstvo se nepochybně na vzniku takového stavu podílet může) a tím se vyhnout důsledkům svého nezákonného jednání. Proto Nejvyšší soud uzavřel, že nemůže-li investiční společnost uhradit škodu, kterou způsobila porušením povinnosti členů svého představenstva podílníkům pro nedostatek majetku, vzniká členům představenstva povinnost uhradit pohledávky podílníků z titulu svého ručení za tyto závazky ve smyslu ustanovení § 194, odst.6 ObchZ.

V poslední části této kapitoly bych se rád krátce dotkl charakteru role státu jako regulátora vůči subjektům kolektivního investování, jaký je rozsah a intenzita této funkce. Tato otázka je řešena v rozhodnutí Nejvyššího soudu sp.zn. 25 Cdo 2786/2005. Materiální podstatou zde byla situace, kdy z důvodu neplnění informační povinnosti vůči depozitáři bylo Ministerstvem financí České republiky (jako správním orgánem v té době věcně příslušným) rozhodnuto o převodu jednoho z podílových fondů obhospodařovaného investiční společností na jinou investiční společnost. Rozhodnutím téhož ministerstva pak bylo odejmuto povolení k vytvoření podílového fondu původní investiční společnosti a u této investiční společnosti byl následně zamítnut návrh na prohlášení konkursu pro nedostatek majetku. Podílníci se následně domáhali po České republice - Komisi pro cenné papíry náhrady škody z nesprávného úředního postupu, představující rozdíl mezi částkou, kterou do investiční společnosti vložili a částkou, která jim byla vyplacena po likvidaci fondu. Soudy nižších stupňů rozhodly v neprospěch podílníků a žalobu zamítly, s odůvodněním, že zákon²²⁶ vymezuje jen velmi obecné mantinely kontrolní činnosti státu, staví jej do role supervizora s funkcí dozorovou, nikoli garanční a vymezuje mu toliko oprávnění ukládat sankce a opatření k nápravě, nikoli povinnost. O neplnění povinností emitenta se stát prokazatelně

²²⁵ Rozhodnutí sp.zn. 25 Cdo 986/2001, 25 Cdo 987/2001

²²⁶ tehdejší zákon č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, část devátá, obdobně FKI v části jedenácté

dozvěděl až krátce před uložením sankčních opatření. Postup státu byl shledán zcela standardním a regulérním a nevykazoval znaky nesprávného úředního postupu.

Žalobci (podílníci) v dovolání argumentovali, že ze zákona²²⁷ vyplývá garanční funkce státu a za situace, kdy podílníci jednotlivých fondů neměli možnost žádným způsobem kontrolovat hospodaření fondu a plnění jeho zákonných povinností, byla veškerá odpovědnost za hospodaření tohoto fondu svěřena depozitáři a Ministerstvu financí České republiky (případně jinému regulátorovi). Byla tvrzena rovněž rozsáhlá insuficience skutkových zjištění, která mohla mít vliv na právní závěr ve věci samé.

Nejvyšší soud dospěl k závěru, že dovolání směřovalo proti rozhodnutí, proti němuž nebylo přípustné. Především se nejednalo o otázku zásadního právního významu, která jako jediná by mohla ospravedlnit podání dovolání v tomto případě²²⁸, a to zejména z toho důvodu, že dovolatelé předložili pouze vlastní verzi skutkového stavu významného pro rozhodnutí ve věci (ve kterém spatřují porušení povinnosti dohlížet na dodržování zákona a statutu fondu), aniž by uvedli, jak vlastně měl regulátor postupovat a neformulovali ani jinou právní otázku, která by měla zásadní význam. Dovolání tedy bylo zamítnuto a závěr nižších soudů potvrzen. Je otázkou jakým způsobem by Nejvyšší soud otázku posoudil, kdyby dovolání výše zmíněné a lépe precizované ustanovení obsahovalo. S odstupem času a z pohledu dnešní praxe je však velmi pravděpodobné, že by výsledný výrok nijak zásadně nelišil.

²²⁷ tamtéž

²²⁸ Zajímavá je část výroku rozhodnutí, že přípustnost dovolání není založena jen tím, že dovolatel tvrdí, že napadené rozhodnutí odvolacího soudu má po právní stránce zásadní význam; přípustnost odvolání nastává tehdy, jestliže dovolací soud dospěje k závěru, že rozhodnutí soudu po právní stránce zásadní význam skutečně má.

7 ZÁVĚR

Kolektivní investování je důležitou součástí finančního systému. Stejně jako u všech ostatních zprostředkovatelů na finančním trhu, i pro subjekty kolektivního investování platí, že svým působením umožňují transfer kapitálu od spotřeby směrem k investiční (většinou dlouhodobé) alokaci. Volba cílových aktivit je přitom vyhodnocována ve většině případů kompetentními profesionály, pro které umístování kapitálu do různých investičních aktiv je každodenní činností. A ačkoli celé odvětví podléhá relativně silné regulaci, přesto je úroveň této regulace nižší, než v případě jiných subjektů finančního zprostředkování, což pro tuto oblast představuje značnou výhodu, díky které (dle mého názoru) může mít celé odvětví před sebou slibnou budoucnost.

Vkládání prostředků do fondů či podobných entit je již dlouho standardní součástí rozvinutých ekonomik zejména v USA a ve Velké Británii. Tyto investice jsou běžným nástrojem pro alokaci úspor fyzických osob i korporátních investorů a zdrojem významného potenciálu zmíněných zemí. Rovněž v kontinentální Evropě význam kolektivního investování roste, což s sebou nese požadavky na kvalitní legislativní úpravu zaručující nejen vysokou ochranu investorů, ale rovněž využití plného potenciálu volného vnitřního trhu v rámci Evropské unie. Myslím si, že v oblasti tzv. retailových fondů toto směrnice UCITS i přicházející novelizace plně respektuje.

Pokud se týče oblasti speciálních fondů kolektivního investování, je v České republice vytvořeno solidní zázemí pro využívání těchto entit při realizaci projektů prováděných profesionálními investory. Regulace na evropské úrovni do této oblasti zatím příliš nezasáhla, nicméně bude zajímavé pozorovat, jaké změny v této oblasti nastanou pod důsledkem turbulencí na finančních trzích v roce 2008 a v 1.pol.roku 2009. Předpokládám, že minimálně role depozitáře projde poměrně značnými úpravami a jeho odpovědnost bude značně posílena, což by mělo vést k dalšímu zvýšení ochrany drobných investorů.

Úplným závěrem bych chtěl říci, že jsem se ve své diplomové práci snažil nahlédnout do všech oblastí, které by na předmětnou problematiku mohly mít vliv, počínaje historickými východisky a principy, přes aktuální evropskou a národní úpravu až po poměrně detailní pohled do rozhodovací činnosti soudů, které víc než cokoli jiného umožňují pochopit principy vztahů mezi subjekty v této relativně specifické

oblasti lidské činnosti. Věřím, že po důkladném přečtení textu může tato práce sloužit nejen jako dobré vodítko k pochopení základů problematiky, ale zároveň, že čtenář bude moci vycítit i náznaky vhodného směru, kterým by se úprava kolektivního investování měla v budoucnu vyvíjet.

Seznam použité literatury

I. Knižní literatura

Monografie

- Černá S. Obchodní právo. 1.vydání. Praha: ASPI, 2006, s. 217 – 275
- Dědič, J., Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?. 2. doplněné a aktualizované vydání. Olomouc: Votobia, 2007, s. 233 – 303.
- Eliáš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol. Kurs obchodního práva. Právnické osoby jako podnikatelé. 3. vydání. Praha: C.H.Beck, 2004
- Jílek, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. 1.vydání. Praha: Grada, 2006, s. 55 a násl.
- Kohout P. Peníze, výnosy a rizika. 1. vydání. Praha: EKOPRESS, 1998, s. 171 – 195
- Kotáb, P. Právní úprava finančního trhu. in: Bakeš, M. a kol. Finanční právo. 4. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2006, s. 581 – 694.
- Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. Kurs obchodního práva : Právo cenných papírů. Praha. 4.vydání. Praha: C.H.Beck, 2005, s. 311 a násl.
- Kubíček, A., Pavlát, V. Regulace a dozor nad kapitálovými trhy. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004, s. 15 a násl.
- Liška, V., Gazda, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování. 1.vyd. Praha: Professional Publishing, 2004, s. 323 – 324
- Musílek, P. Trhy cenných papírů. 1.vyd. Praha EKOPRESS, 2002, str. 365 a násl.

Články a jiné dokumenty

- Štenglová, I.: Odpovědnost a nezávislost statutárních orgánů kapitálových společností. Právo a podnikání, roč.11, 2002, str.27
- Muller R.: Dotazník MiFID zpochybněn. Fondshop 15/2009, str.10 – 11.
- Sabolová & Co. Právní newsletter 04/09. Str.2.
- ČNB: interní dokument Hlavní změny obsažené v návrhu směrnice UCITS IV. 2009, str. 1-3.

Závěrečné práce

- Tůmová, E. Kolektivní investování v České republice a perspektivy jeho dalšího rozvoje. Brno, 2008. Diplomová práce na Ekonomicko-správní fakultě Masarykovy univerzity.
- Wiewowski, M. Vliv norem ES na právní řád ČR v oblasti práva kapitálového trhu. Brno, 2009. Diplomová práce na Právnické fakultě Masarykovy univerzity.

II. Internetová literatura

Internetové články a jiné dokumenty

- Urbánek, D., Bielik, I. UCITS III – nové regule v Evropě. Dostupný z: http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_uci.
- Komise pro cenné papíry: Zásady činnosti depozitáře (DEPZ), květen 2003, verze 1.0. Dostupný z: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/download_metodiky/metodika_depz_20030523.pdf.
- ERisk Holdings, Inc.: The Ripple Effect - How Basel II will impact institutions of all sizes, An ERisk White Paper, 2005. Dostupný z : http://www.erisk.com/ResourceCenter/Regulation/ERisk_Basel_II_Whitepaper.pdf.
- Burgerová, J.: Sborník příspěvků mezinárodní vědecké konference Ekonomické znalosti pro tržní praxi ze dne 11.9.2008, Trendy regulace bank se zaměřením na BASEL II. Dostupný z : http://www.upol.cz/fileadmin/user_upload/FF-katedry/kae/EKO_ZNALOSTI_SBORNIK_2008.pdf.
- Chlouba, V.: Kolektivní investování, Problémy kolem fondů kolektivního investování (Fondy kvalifikovaných investorů a depozitář), červenec 2009. Dostupný z: http://www.multiweb.cz/jurist/Strana_12.htm
- Chlouba, V.: Kolektivní investování, Nová vyhláška o podrobnostech plnění povinností depozitáře na obzoru, srpen 2009. Dostupný z: <http://www.multiweb.cz/jurist/Strana12.htm>.
- Topinka, J: Chystané novinky ve fondech kvalifikovaných investorů, červen 2009. Dostupný z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/chystane-novinky-ve-fondech-kvalifikovanych-investoru-56995.html>.
- Financial Times: Švédsko zahájilo předsednictví obranou privátních investorů, červenec 2009. Dostupný z: <http://www.euroskop.cz/38/12782/clanek/ft-svedsko-zahajilo-predsednictvi-obranou-privatnich-investoru>.
- Financial Times: Směrnice o manažerech alternativních investičních fondů, květen 2009. Dostupný z: <http://www.euroskop.cz/13/11904/clanek/smernice-o-manazerech-alternativnich-investicnich-fondu>.
- Bloomberg: HSBC, UBC May Be Liable on Madoff as Fund Custodians, leden 2009. Dostupný z: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aAexlRrqePZI>.
- Working Document of the Commission services (DG Markt): Consultation Paper on the UCITS depositary function, 2009. Dostupný z: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/ucits/consultation_paper_en.pdf.
- Rouwenhorst, K. Gert: The Origins of Mutual Funds, 2004. Yale ICF Working Paper No. 04-48. Dostupný z: <http://ssrn.com/abstract=636146>.
- Bank for International Settlements, Committee on Banking Supervision: Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revise Framework – Comprehensive Version, 2006. Dostupný z: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>.
- Investment Company Institute: Mutual Fund Fact Book, 1997. Dostupný z: http://www.ici.org/pdf/1997_factbook.pdf.
- European Fund and Asset Management Association: EFAMA and IMMFA recommendation for an European classification and definition of money market

funds, 2009. Dostupný z: http://www.efama.org/images/stories/09-4056_european_mmf_definition_paper_version_9_july.pdf.

- Brabec, J.: Principles of Self-regulation of Union of Investment Companies of the CR and the Future of Collective Investment in the Czech Republic, 1998. Dostupný na: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2784_199810jh.pdf.

Webové stránky

- <http://www.cnb.cz>.
- <http://www.akatcr.cz>.
- <http://www.efama.org>

III. Právní prameny

Zákony a vyhlášky

- Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.
- Zákon č.6/1993 Sb., o České národní bance
- Zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví

- Vyhláška č. 269/2004 Sb. o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 603/2006 Sb., o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 115/2007 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování, ve znění pozdějších předpisů.

- Vyhláška č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 605/2006 Sb., o některých informačních povinnostech obchodníka s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů.
- Vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

Evropské směrnice

- Směrnice Rady 85/611/EHS, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, ve znění pozdějších předpisů (UCITS)
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES, o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES, o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů
- Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o manažerech alternativních investičních fondů (COM(2009)207)

Judikatura

- Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky č.j. 29 Odo 1310/2005 ze dne 23.října 2007
- Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky č.j. 25 Cdo 1042/2005 ze dne 26.dubna 2006
- Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky č.j. 25 Cdo 2786/2005 ze dne 27.září 2007
- Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky č.j. 29 Odo 1252/2004 ze dne 11.dubna 2006
- Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky č.j. 25 Cdo 803/2003 ze dne 18.prosince 2003
- Rozsudek ESD ze dne 4.5.2006 ve věc pod č.j. C-169/04

Jiné

- Důvodová zpráva k vládnímu návrhu zákona o kolektivním investování, jenž byl přijat jako zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.
- Důvodová zpráva k návrhu novely zákona o kolektivním investování, jenž byl přijat jako zákon č. 224/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.
- Důvodová zpráva k vyhlášce č. 115/2007 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování

- Úřední sdělení ČNB k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou zákona o kolektivním investování č.224/2006 Sb., ze dne 12.ledna 2007
- Stanovisko KCP č.STAN/5/2005 ze dne 23.3.2005
- Stanovisko KCP č.STAN/19/2004 ze dne 8.12.2004
- Rozhodnutí KCP č.j. KCP/4/2004, k odborné péči investiční společnosti a k povinnosti evidovat pohyb peněžních prostředků na účtu u depozitáře
- Rozhodnutí KCP č.j. KCP/12/2005, k odborné péči depozitáře investičního fondu

Seznam zkratek

CESR	Výbor evropských regulátorů cenných papírů
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie
KCP	Komise pro cenné papíry
Komise	Evropská komise
MiFID	Markets on Financial Instruments Directive
ObčZ	Občanský zákoník
ObchZ	Obchodní zákoník
OTC	Over the Counter
Rada	Rada Evropských společenství
SPAD	System pro podporu akcií a dluhopisů
UCITS	Undertakings for collective investment in transferable securities
ZCP	Zákon o cenných papírech
ZKI	Zákon o kolektivním investování
ZPKT	Zákon o podnikání na kapitálovém trhu
ZPP	Zákon o penzijním připojištění se státním příspěvkem

Resumé

The aim of the master thesis (*Legal regulations on collective investing with a view to the role of bank as a depositary*) is to analyze contemporary situation of collective investment in European and national context in the light of recent developments and trends in the world financial markets. The main purpose to pursue this subject matter and also the reason why this master thesis has been written is to obtain a clear overview of all regulations and principles (not merely at statutory level) which might affect the activities connected with founding, operation and investment decisions of UCITS and non-UCITS collective investment entities.

Second part of the thesis, after the introduction, describes shortly the historical roots of collective investing, followed by a separate subchapter covering the general principle of collective investing through which all other parts of the thesis are knotted together. Third part provides a short structuring of the collective investment entities from a legal point of view, taking into account different characteristics of corporate entities engaged. Also diverse investment strategies and the increasing importance of collective investing within financial market's intermediary functions are mentioned hereby. Fourth part is consequently devoted to the pure description of applicable European regulation, including not only UCITS III, UCITS IV and proposal of the Directive on Alternative Investment Fund Managers but also the influences of Basel II and MiFID. Fifth part of the thesis analyzes the Czech legal environment and impacts of the implementation of Comunitary regulation with a strong focus on investment funds of qualified investors and specialized real-estate investment funds. As a part of this chapter, some respective decisions of administrative bodies and regulators were analyzed. Finally, last part deals with a bank depositary's function and responsibilities from many different perspectives, including a very detailed analysis of contemporary jurisprudence.

During the preparation works on this thesis, the intentions were to use the most relevant to obtain as detailed coverage of the subject as possible. Except the standardized written sources there were utilized the recent articles issued by recognized agencies, internal documents provided by the established practitioners and some direct interviews. I do believe, that whole thesis could provide a broad summary of effective

legislature and principles regarding collective investing and also sketch out the future evolution of the crucial elements in the years to come.

Keywords:

Collective investing, investment company, non-UCITS, hedge, depositary roles.