

<https://doi.org/10.5817/CZ.MUNI.M210-9934-2021-16>

TRŽNÍ RIZIKO: ZBYTNÝ PŘEDPOKLAD KVALIFIKACE (INVESTIČNÍHO) FONDU?¹

Lukáš Weiss

Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Česká republika

Abstract in original language

Současná veřejnoprávní úprava investičních fondů dopadá na širokou množinu smluvních či korporálních investičních záměrů. Spadá-li investiční záměr do předmětné právní úpravy, lze jej realizovat pouze s příslušným povolením (či registrací), a to pod drobnohledem dohledových orgánů. Pochybení je přísně sankcionováno. Cílem tohoto příspěvku je zodpovězení klíčové otázky, zda jedním z nezbytných materiálních znaků či předpokladů investičního fondu je, aby investice investora byla vystavena tržnímu riziku vyplývajícímu z pořízení, držby nebo prodeje aktiv ve fondu. Rozhodovací praxe totiž v minulosti ukázala, že tento materiální znak investičního fondu lze interpretovat různě, což mělo a má dopad na předvídatelnost právního prostředí, právní jistotu účastníků kapitálového trhu a na kapitálový trh jako celek.

Keywords in original language

Investiční fond; zákon o investičních společnostech a investičních fondech; tržní riziko; sdružený výnos.

Abstract

The current public regulation of investment funds affects a wide range of contractual or corporate investment plans. If the investment plan falls under this regulation, it can be implemented only with the appropriate permit (or registration) under the supervision of supervisory authorities. Any misconduct is strictly sanctioned. This paper aims to answer the key question of whether one of the necessary material features or assumptions

¹ Tato stať vznikla za podpory projektu „Interní grantová agentura Masarykovy univerzity“ (reg. č.: CZ.02. 2. 69/0.0/0.0/19_073/0016943) financovaného z EFRR.

of the investment fund is that the investor's investment is exposed to market risk arising from the acquisition, holding, or sale of assets in this fund. Decision-making practice has shown in the past that this material feature of the investment fund can be interpreted differently, which has had and have to have an impact on the predictability of the legal environment, legal certainty for capital market participants, and the capital market as a whole.

Keywords

Investment Fund; Act of Investment Companies and Investment Funds; Market Risk; Pooled Return.

1 Úvod

Úspory uložené na bankovních účtech ztrácí hodnotu vlivem inflace.² Strádatelé tak hledají způsob, jak úspory před inflací ochránit a ideálně zhodnotit. Vzniká tak častější poptávka, jak umístit úspory efektivně.

Jednou z možností je i kolektivní participace prostřednictvím fondové struktury, kdy investor svěřuje svůj majetek³ do správy kvalifikovaného správce (obhospodařovatele), který takto shromážděný majetek společně s majetkem shromážděným od jiných investorů umísťuje (investuje) a dále spravuje (obhospodařuje) na základě společné investiční strategie.⁴

Zvyšující se zájem o participaci prostřednictvím kolektivní fondové struktury a (potencionální) následky nekvalifikované správy cizího majetku byly v minulosti podkladem pro zachycení právního rámce,⁵ kterému se musí

² Jen pro představu, za posledních deset let došlo ke snížení kupní síly peněz asi o dvacet procent. srov. Inflace – druhy, definice, tabulky. *Český statistický úřad* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

³ Ať už jde čistě o úspory jako části disponibilního důchodu domácností, kterou domácnosti nepoužijí ihned ke spotřebě, nebo i majetek získaný dluhovým financováním s vidinou zhodnocení.

⁴ Hodnota vlastního kapitálu investičních fondů (jiných než fondů peněžního trhu) na konci února 2021 činila 628,9 mld. Kč. To je o 11,7 % více než ve stejném období loňského roku. Viz Komentář ke statistice investičních fondů. *Česká národní banka* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harm_stat_data/komentar-ke-statistice-investicnich-fondu/index.html

⁵ První ucelenější normativní úprava investičních fondů se objevila v zákoně č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. V současnosti je oblast upravena zákonem č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

podřídít každý, kdo se rozhodne takto kolektivně shromažďovat a následně spravovat cizí majetek.⁶

V současnosti přitom právní rámec dopadá na širokou množinu smluvních či korporálních kolektivních fondových struktur za předpokladu naplnění materiálních (pojmových) znaků investičního fondu, resp. činnosti vykazující znaky jeho obhospodařování či správy.⁷ Jsou-li tyto znaky naplněny, lze tuto činnost realizovat pouze s příslušným povolením (či registrací), a to pod drobnohledem dohledových orgánů. Jakékoli pochybení je přísně sankcionováno.⁸

Cílem tohoto příspěvku je zodpovězení klíčové otázky, zda jedním z nezbytných materiálních znaků či předpokladů kvalifikace investičního fondu je, aby investice investora byla vystavena tržnímu riziku vyplývajícimu z pořízení, držby nebo prodeje aktiv ve fondu.

Rozhodovací praxe totiž v minulosti ukázala, že tento znak fondu lze interpretovat různě, což mělo a má dopad na předvídatelnost právního prostředí, právní jistotu účastníků kapitálového trhu a na kapitálový trh jako celek.

⁶ Předmětná oblast klade důraz na dvě východiska, a to celkovou ochranu kapitálového trhu a ochranu investorů, což povede k naplnění základní funkce kapitálového trhu, tedy co „*možná neefektivnější distribuce kapitálu od osob, které jej mají nadbytek a v dohledné době jej nebudou potřebovat (typicky domácnosti a jejich úspory na stáří a jiné dlouhodobé cíle, například vzdělání či budoucí zabezpečení dětí), k osobám, které jej potřebují (typicky podniky a státní rozpočet).* Fungující kapitálový trh prospívá nejen všem jeho účastníkům, ale i ekonomice jako celku.“ MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019–2023*. 2019, s. 9; Těž shodně srov. HUSTÁK, Z. In: HUSTÁK, Z. a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 8–12; HOBZA, M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, s.r.o., 2017, s. 25 a násl.; ale také recitál 31 nebo 44 směrnice 2002/92/ES a 2011/61/EU, recitál 86 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU („*MiFID II*“) či § 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálové trhu.

⁷ Regulační zájem současného zákona se obrací na obhospodařovatele investičních fondů (např. investiční společnost spravující typicky nesamosprávný investiční fond, investiční fond s právní osobností, či správce majetku vykonávající činnost srovnatelnou s obhospodařováním) a další osoby vykonávající navazující činnosti (např. administrátor, depozitář), a nikoliv na investiční fondy, na které hledí prizmatem produktu nabízeného investorovi. Ačkoliv se proto působnost současného zákona obrací na osoby nebo činnosti, pro zjednodušení dále **pracuji primárně s označením „fond“**, kterým rozumím investiční i v praxi označovaný alternativní fond, jakkoli je **povinnou osobou obhospodařovatel, resp. správce**. Také srov. ŠOVAR, J. Jaké mýty provázejí novou právní úpravu fondů kvalifikovaných investorů? *pravniradce.ihned.cz* [online]. 2013 [cit. 1. 5. 2020]. Dostupné z: <https://pravniradce.ihned.cz/c1-60126480-jake-myty-provazeji-novou-pravni-upravu-fondu-kvalifikovanych-investoru>

⁸ Taktéž závěr, že zamýšlená struktura vykazuje znaky fondu, mnohdy z důvodu zvýšených nákladů na realizaci takového záměru povede k jeho zhroutilosti.

2 Výchozí orientace

Zkoumaná oblast je na úrovni Evropské unie silně harmonizována zejména prostřednictvím směrnic týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („**UCITS směrnice**“)⁹ a směrnice o alternativních správcích („**AIFM směrnice**“).¹⁰

Právě AIFM směrnice má zásadní význam při kvalifikaci (investičního) fondu. V současnosti dopadá na veškeré fondové (investiční) struktury, které stojí mimo režim UCITS směrnice, a které bez ohledu na svoji formu shromažďují majetek od (více) investorů za účelem společného investování na základě určené strategie ve prospěch těchto investorů.¹¹

Tyto struktury označuje jako „alternativní investiční fondy“ (srov. čl. 4 odst. 1 písm. a) AIFM směrnice).¹² V praxi též non-UCITS fondy nebo alternativní fondy. Adjektivum „alternativní“ pak potvrzuje, že může jít o enormní množství formálních či faktických smluvních či korporátních struktur.

Tato východiska český zákonodárce otiskuje do zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech („**ZISIF**“), který předmětnou oblast upravuje společně s množinou prováděcích předpisů.¹³

⁹ Směsice směrnic od Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů až po poslední Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních.

¹⁰ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.

¹¹ Naopak UCITS směrnice dopadá na investiční struktury, které se podřídí nákladnému právnímu rámci, přičemž odměnou je především výsada oslovit velké množství potenciálních investorů v rámci široké veřejnosti.

¹² Ačkoliv členským státům bylo začlenění pojmu alternativní (investiční) fond při transpozici AIFM směrnice doporučeno, Česká republika tak nečinila s odůvodněním, že ZISIF nahlíží na fondy prizmatem produktu a upravuje především správce a jejich činnost. Guidelines on key concepts of the AIFMD. *European Securities and Market Authority* [online]. 2013 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf

¹³ Výchozí předpisová základna je shrnuta zde: Legislativní základna. *Česká národní banka* [online]. [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/investicni-spolecnosti-a-investicni-fondy/>

Věcná působnost ZISIF je však konstruovaná poněkud komplikovaně. Výchozí ustanovení totiž stanoví, že citovaný zákon „*upravuje podmínky pro obhospodařování a administraci investičních fondů a zahraničních investičních fondů a nabízení investic do těchto fondů*“.¹⁴ Materiální znaky fondu (resp. činnosti vykazující znaky jeho obhospodařování) v daném ustanovení zmíněny nejsou.

Normativní základ kvalifikace (investičního) fondu zákonodárce charakterizuje prostřednictvím ustanovení § 15 a § 98 ZISIF.

Syntézou citovaných ustanovení lze dovodit, že ZISIF cílí na každého, kdo v České republice výdělečným způsobem spravuje majetek spočívající ve shromážděných peněžních prostředcích nebo penězi ocenitelných věcech od investorů nebo nabytý za tyto peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci, **má-li být návratnost investice nebo zisk investora byt' jen částečně závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly jeho prostředky investovány**, a to za účelem jeho společného investování na základě určené strategie **ve prospěch investorů**.¹⁵

3 Závislost investic na podkladových aktivech a přítomnost tržního rizika

ZISIF se tak podle všeho neuplatní, pokud chybí závislost investice nebo zisku investora na vývoji hodnoty majetku, do kterého byly jeho prostředky investovány.¹⁶ Jinak řečeno, o fond by nemělo jít v situaci, kdy je výnos investora předem stanoven nezávisle na úspěšnosti správce (obhospodařovatele), který s majetkem investorů prostřednictvím fondu nakládá.¹⁷ Především totiž nejde o správu ve prospěch investorů, neboť ti na svůj prospěch mají

¹⁴ K posouzení se dále musí přibrat i negativní vymezení dle ustanovení § 2 až § 4 ZISIF.

¹⁵ Není cílem této stati charakterizovat veškeré pojmové (materiální) znaky investičního fondu. K tomu srov. PIHERA, V. Investiční fond. Vyměňování teritoria. *Obchodněprávní revue*, 2017, č. 9, s. 242–249; HOBZA, M. Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním. *Bulletin advokacie*, 2020, roč. 2020, č. 7–8, s. 32–39; či případně mé závěry viz WEISS, L. *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Rigorózní práce. Brno: Masarykova univerzita, Právnická fakulta, 2020, s. 96.

¹⁶ Srov. § 2a odst. 1 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, který znak taktéž stanovil.

¹⁷ To je typicky případ, kdy je cena za dočasné poskytnutí části disponibilního důchodu domácností, kterou domácnosti nepoužijí ihned ke spotřebě, stanovena z hlediska konkrétní výše (např. konkrétním % úrokem na splacení jistiny).

nárok bez ohledu na úspěšnost správce, resp. výkonnost aktiv jím spravovaných prostřednictvím fondu.

Ačkoliv je ZISIF projevem AIFM směrnice, ta tento znak fondu explicitně nestanoví. Evropský orgán pro cenné papíry a trhy („ESMA“¹⁸) nicméně v souvislosti s probíhající konzultací k aktualizaci AIFM směrnice¹⁸ navrhuje doplnit do znak „sdruženého výnosu“ (prospěchu),¹⁹ který má být cílem kvalifikovaného správce, a který v minulosti definovala ve svých pokynech.²⁰

Sdružený výnos pak ESMA chápe jako *„výnos generovaný sdruženým rizikem vyplývajícím z pořízení, držby nebo prodeje investičních aktiv – včetně činností, jejichž cílem je optimalizace nebo zvýšení hodnoty těchto aktiv – bez ohledu na to, zda jsou pro investory generovány různé výnosy, například na základě politiky dividend přizpůsobené jejich potřebám“*.²¹ Sdruženým výnosem je nezbytné chápat i případnou sdruženou ztrátu.

Toto definiční vymezení sdruženého (společného)²² výnosu či ztráty se pak podobá znaku návratnosti investice či zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly jeho prostředky investovány, jak jej chápe ZISIF (viz výše).

Obdobný přístup potvrzuje příkladmo i německý orgán dohledu finančního trhu *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* („BaFin“). Ten uvádí, že nezbytným znakem je závislost investice investora na (úspěšnosti) fondové

¹⁸ Financial services – review of EU rules on alternative investment fund managers. *European Commission* [online] 2020 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Alternative-Investment-Fund-Managers-review-of-EU-rules/public-consultation>

¹⁹ Současná definice je údajně nedostatečná, přičemž zakládá významné rozdíly mezi členskými státy, a proto je třeba ji doplnit, aby zahrnovala podstatu pojmů „sdružený výnos“ a také „investiční politika“, přičemž v této souvislosti je vhodné i upřesnit výjimky z věcné působnosti pro obchodní a průmyslovou činnost. Ref: Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive. *European Securities and Market Authority* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-551_esma_letter_on_aifmd_review.pdf

²⁰ Guidelines on key concepts of the AIFMD. *European Securities and Market Authority* [online].

²¹ Ibid.

²² Prvek sdruženosti či kolektivizace vyplývá ze samotné podstaty (kolektivních) fondových struktur, neboť dochází ke sdružení majetku od množiny investorů, přičemž bez ohledu na konkrétní investory je tento majetek v souladu s danou investiční strategií investován a podléhá společnému výnosu či ztrátě (riziku).

struktury, kterou daný správce (obhospodařovatel) spravuje.²³ A proto cena za dočasný převod úspor (majetku) investora musí být stanovena způsobem souvisejícím s výkonností aktiv náležejících do daného fondu, jak ostatně vyplývá i z § 1 odst. 1 německého investičního zákoníku pro správu investic (*Kapitalanlagegesetzbuch*). Naopak tato cena nesmí být stanovena z hlediska konkrétní výše (např. prostřednictvím procentuálního úroku z jistiny).²⁴

V kontextu ekonomické teorie pak lze výše uvedené právní chápání vymezit tak, že investice musí být vystavena tržnímu riziku.

Tržním rizikem se – s ohledem na závěry ekonomické teorie – rozumí riziko ztráty hodnoty aktiva vyplývající z neočekávaných změn tržních cen aktiv náležících do jmění fondové struktury.²⁵ Zisk nebo ztráta investice v (kvalifikované) správě je tak závislá na pohybu cen fondem držného aktiva napříč them.

Předpokladem přítomnosti tržního rizika je poté existence tří prvků: směrodatného faktoru – proměnlivé veličiny, která ovlivňuje hodnotu aktiva, rizikové pozice – proměnlivé veličiny, která reaguje na změnu tržní hodnoty směrodatného faktoru, a negativní události.²⁶ Jinak řečeno, investice investora je vystavena tržnímu riziku, pokud je přítomna proměnlivá veličina (např. fondem držné akciové tituly), rizikové pozice (např. změna tržní hodnoty akcie), a potencionální negativní událost, která má dopad na investici (např. pokles tržní hodnoty v důsledku negativní události, což může vést až k úplné ztrátě její hodnoty, a tedy i původní správci svěřené investici).

Shrnu-li výše uvedené, ekonomické chápání tržního rizika pak s jistou literární licencí svou podstatou kopíruje znak „byť jen částečné závislosti na hodnotě nebo výnosu majetku, do byly jeho prostředky investovány“ ve smyslu ZISIF či „sdruženého výnosu“ dle evropského výkladu.

²³ Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* [online] 2013 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsgentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_investmentvermoegen.html

²⁴ *Ibid.*

²⁵ Srov. např. VLACHÝ, J. *Řízení finančních rizik*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2006, s. 11.

²⁶ MEJKAL, V. a K. RAIS. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 3., rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2010, s. 99, Expert; též VLACHÝ, J. *Řízení finančních rizik*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2006, s. 11.

Ostatně přítomnost tržního rizika, kterému je podkladové aktivum vystaveno, a tedy i možnost potencionálně (neomezeného) růstu hodnoty tohoto aktiva, je mnohdy právě impulsem, díky kterému investor volí kolektivní fondové schéma, nikoliv formu participace na dluhovém financování s „jistým“ výsledkem.²⁷

Na přítomnosti tržního rizika přítom nemá vliv ani situace, kdy je zisk nebo ztráta investora smluvně omezena.²⁸

BaFin k tomu uvádí, že „*ani jakékoli záruky nevedou ke vyloučení ztrátové účasti, [...] protože se investor v zásadě podílí na zisku a ztrátě investičního schématu. Ochrana poskytnutá, a to i do určité míry, proti sdílení ztrát prostřednictvím minimálního platebního závazku, je pouze druhořadá. Ani sledování investiční strategie, jejíž obsah směřuje ke tomu, aby investor získal zpět alespoň částku, kterou investuje (aniž by investor neměl bezpodmínečný nárok na splacení jistiny), nevede ke vyloučení účasti investora na ztrátě. I když cílem takové investiční strategie je splatit alespoň částku investice, nemůže vyloučit riziko ztráty.*“²⁹ Ani přítomnost smluvní modifikace nevylučuje přítomnost tržního rizika, neboť taková ochrana poskytnutá proti ztrátám je pouze druhořadá. Uvedené jen zdůrazňuje ekonomickou podstatu investice do fondu a její vázanosti k rizikovým principům.

4 Podivná rozhodovací praxe

Jakkoli se přítomnost tržního rizika v souladu s výše uvedeným výkladem zdá být zřejmá, česká rozhodovací praxe daný znak fondu v minulosti interpretovala jinak.

²⁷ Přičemž například z hlediska alternativních fondů tvořily fondy fondů tvoří 14 % z čistého jmění (NAV) ze všech alternativních fondů z Evropské unie, realitní fondy 12 % z NAV, fondy privátního či rizikového kapitálu 6 % z NAV, hedgové fondy 6 % z NAV a zbytek směsice výše uvedených a jiných aktiv. Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020. *European Securities and Markets Authority* [online]. 2020. [cit. 1. 5. 2020]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1006_asr-aif_2020.pdf

²⁸ **Tím lze například chápat v současnosti atraktivní investice s tzv. garantovaným výnosem.** O ten jde v případě, kdy investice sice podléhají tržnímu riziku, avšak z důvodu zvýšení lukrativnosti nabízené investice jiná (typicky mateřská) společnost nebo i sám správce garantuje minimální výnos investice. Pokud tedy investice fond nedosáhne určitého výnosu k datu odkupu investice, jiná (typicky mateřská) společnost nebo i sám správce doplatí rozdíl mezi garantovaným výnosem a skutečným výnosem z vlastních zdrojů.

²⁹ Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* [online].

4.1 Woman & Man Exclusive

Tak například v rozhodnutí Woman & Man Exclusive „společnost [...] shromažďovala [...] **na základě smluv o půjčkách** specifikovaných jako programy prémium, progresu, jistota a jistá renta, peněžní prostředky od veřejnosti za účelem jejich společného investování na finančním a realitním trhu a tyto prostředky na těchto trzích také investovala“.³⁰ Jednotlivé typy půjček se pak od sebe lišily zejména výší úroku a dobou splacení jistiny.

V řízení nebylo sporné, že společnost získané prostředky od veřejnosti fakticky zhodnotila pevně stanovenou výší úroku. Jinak řečeno, výnos z dočasného poskytnutí úspor nebyl jakkoli závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do nějž byly prostředky následně investovány (investice nepodléhala tržnímu riziku). Poskytnuté úspory byly vystaveny riziku schopnosti dané společnosti splatit své závazky (investice nepodléhala kreditnímu riziku či riziku solventnosti). Kreditní riziko přitom nemůže být směřováno s tržním rizikem.³¹

I přesto soud v odůvodnění uvedl, že: „*Zákon tuto částečnou závislost blíže nespecifikuje. Je však zřejmé, že závislost návratnosti investice nevyplývá jen ze smluvní dokumentace, ale i z ekonomické analýzy činnosti osoby, která prostředky od veřejnosti shromažďuje. Nelze se domnívat, že pouhé smluvní zafixování výnosu z investice tuto návratnost zabezpečuje [...]. Účastník řízení není schopen zaručit návratnost shromážděných prostředků ze svého majetku, ale pouze z výnosu investic, které ze shromážděných prostředků realizoval. Zafixování výnosu smluvním ujednáním je tak pouhým založením závazkového právního vztahu, který však nebude moci být naplněn bez kladného vývoje realizovaných investic.*“³² Tímto soud popřel výše uvedené závěry.

Výchozím argumentem soudu bylo, že postačuje **existence závislosti investice** na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly jeho prostředky investovány z **materiálního hlediska, a nikoliv faktická závislost.** Jinak řečeno, bez ohledu na to, že poskytnuté úspory byly zhodnocovány pevnou sazbou na základě smlouvy o půjčce, Česká národní banka a následně

³⁰ Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 31. prosince 2013, sp. zn. 6 Ca 154/2009, s. 7.

³¹ PIHERA, op. cit., s. 240.

³² Ibid., s. 14.

i Městský soud v Praze kvalifikovali danou (podnikatelskou) strukturu jako pokoutný fond podle § 98 ZISIF.

PIHERA k tomuto argumentu kriticky a vhodně uvádí: „*I optikou selského (přírozaného) rozumu je zjevně neudržitelný závěr, kdy by např. úvěry poskytnuté nemajetnému spekulantovi za účelem rizikové investice do cenných papírů mohly být při poskytnutí úvěrů posouzeny jako struktura investičního fondu, nicméně tuto povahu by úvěrové smlouvy ztratily, pokud by spekulant v mezidobí nečekaně zdědil značný majetek (a jeho schopnost splatit úvěry by tak ani v případě neúspěchu investice nebyla ohrožena). Ještě absurdněji pak vyznívá opačná situace, kdy by daný spekulant byl v době financování sice dostatečně movitý, nicméně v průběhu investice by zchudl tak, že by se jeho schopnost platit poskytnuté úvěry stala závislou na úspěchu dotčené investice. Věřitelé by se pak bez vlastního přispění stali investory do investičního fondu. A jak si poradit s hraničními situacemi? Je jasné, že otázka, zda určitá struktura vykazuje znaky investičního fondu, nemůže být závislá na takto náhodných a nesouvisejících okolnostech.*“³³

Kriticky se k rozhodnutí později staví i další kolektiv autorů.³⁴ O delikt dle § 98 ZISIF totiž nejde „*typicky v situaci, kdy je výnos investora určen pevnou úrokovou sazbou; lhotejno, jaký výnos bude při správě majetku dosažen, investoru případně vždy konkrétně určená částka.*“³⁵

Takto koncipovaný záměr měl být proto hodnocen jako soustavné (kontinuální, vícekrát se opakující) přijímání vkladu v rozporu s § 2 odst. 1 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách.³⁶ Tedy jako tzv. černé bankovnictví.

4.2 Arca Capital Bohemia, a. s.

Mohlo by se zdát rozhodnutí bylo jen excesem, který nemohl mít precedenční povahu.³⁷ Nikoliv.

Česká národní banka obdobně – ve smyslu materiálního hlediska existence fondu – argumentovala i později ve věci schvalování veřejné nabídky

³³ PIHERA, op. cit., s. 240.

³⁴ SMUTNÝ, A., V. PIHERA a T. CUNÍK. In: SMUTNÝ, A. a kol. *Zákon o bankách*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2019, s. 112–113; SMUTNÝ, A. In: HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. Praha: C. H. Beck, 2016, s. 150.

³⁵ ŠOVAR, J. In: ŠOVAR, J., A. KRÁLÍK, J. BERAN, D. DOLEŽALOVÁ a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 331.

³⁶ Srov. též SMUTNÝ, PIHERA, CUNÍK, op. cit., s. 112–113; SMUTNÝ, op. cit., s. 150.

³⁷ PIHERA, op. cit., s. 240.

dluhopisů společnosti Arca Capital Bohemia za účelem využití výtěžku z emise dluhopisů k nákupu podílů zejména kótovaných společností.³⁸

Žádost o prospekt byla zamítnuta odůvodněním, že: „*V případě posouzení závislosti návratnosti investice investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly peněžní prostředky investovány, je třeba přihlídnout k tomu, že i v případě emise dluhopisů s pevným výnosem může dojít k přenosu rizika obchodování dlužníka na věřitele. Jakkoliv jde z formálního hlediska o nástroje s pevným výnosem, z materiálního pojetí není investorova expozice nezávislá na hospodářských výsledcích emitenta/dlužníka. [...] Míra závislosti tedy v případě dluhopisů není tak bezprostřední jako v případě kapitálových účastí, úplné popření vazby však z materiálního hlediska není možné* [příčemž z finančních výkazů je zřejmé, že emitent negeneruje žádné jiné významné pravidelné výnosy, pozn. autora]. *Návratnost investice vlastníka dluhopisů tak bude v tomto případě nepochybně závislá na výnosnosti nebo hodnotě majetku, do kterého, budou investovány peněžní prostředky z výtěžku emise dluhopisů.*“³⁹

Zde proto Česká národní banka dospěla k závěru, že takové shromáždování majetku od veřejnosti formou veřejné nabídky dluhopisů by vzhledem k předpokládanému použití výtěžku emise dluhopisů v kombinaci s činností účastníka řízení bylo – materiálně – v konfliktu s § 98 ZISIF.

Ačkoliv České národní bance nelze upřít predikovatelnost solventnosti společnosti Arca Capital Bohemia,⁴⁰ uvedenou argumentaci podobně jako v prvním případě nelze akceptovat. Litera zákona zřetelně charakterizuje, že o fond jde má-li být návratnost investice nebo zisk investora byt' jen částečně závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky prostřednictvím fondu investovány, kde je investice vystavena tržnímu riziku. O fond naopak nemůže jít v situaci, kdy je investice vystavena kreditnímu (solventnímu) riziku a výnos investora je „*předem stanoven nezávisle na úspěšnosti správce, a investice tak není (resp. podle dohody stran nemá být) vystavena tržnímu riziku*“⁴¹

³⁸ Rozhodnutí České národní banky ze dne 4. listopadu 2016, sp. zn. 2016/00016/CNB/572.

³⁹ Ibid.

⁴⁰ Podle informací zveřejněných v insolvenčním rejstříku se společnost *Arca Capital Bohemia* se v současnosti nachází v úpadku, respektive moratoriu.

⁴¹ Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF). *Česká národní banka* [online] 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2021-01>

I zde proto měla Česká národní banka dojít k aplikaci tzv. černé banky.⁴²

5 Závěr

V souladu s výše uvedenými závěry lze uzavřít, že jedním z nezbytných materiálních znaků (investičního) fondu je, **aby investice investora byla vystavena tržnímu riziku vyplývajícímu z pořízení, držby nebo prodeje aktiv ve fondu.** Ekonomické chápání tržního rizika totiž s jistou literární licencí svou podstatou kopíruje znak „byť“ jen částečné závislosti na hodnotě nebo výnosu majetku, do byly jeho prostředky investovány“ ve smyslu ZISIF či „sdruženého výnosu“ dle evropského výkladu.

Znak (investičního) fondu přitom není narušen ani tehdy, pokud je investice investora do fondu podléhající tržnímu riziku dále jakkoli smluvně modifikována, typicky prostřednictvím garance určitého výnosu s cílem zvýšení lukrativity investice.

Výklad narušuje rozhodovací praxe, která pracuje s existencí „materiální“ kvalifikace (investičního) fondu. **Pokud je mi známo, současná praxe odborů České národní banky již směřuje výklad při absenci tržního rizika správným směrem snad i s ohledem na kritiku ze strany odborné veřejnosti.**⁴³

To potvrzuje i nedávno zveřejněný výklad, kdy o fond, respektive (kvalifikovanou) správu majetku ve prospěch investorů, nepůjde v případě, kdy investice není (resp. dle dohody stran nemá být) vystavena tržnímu riziku.⁴⁴

⁴² Mezi další případ patří například pokuta uložená společnosti Mgr. Vojtěch Híreš správce majetku a Opavské ekonomické centrum finanční poradenství, k. s., č. j. 2014/75470/570: „na základě smluv o zápisných sbromáždovale od veřejnosti peněžní prostředky, za účelem jejich společného investování na finančních trzích [...] tedy porušila zákaz stanovený v § 98 ZISIF“.

⁴³ I přesto se například v případě veřejné nabídky dluhopisů, kdy tuto nabídku činí správce podle § 15 ZISIF, lze stále ojediněle setkat s požadavkem České národní banky, aby v prospektu bylo uvedeno prohlášení, že prostředky nebudou dále investovány a budou emitentem drženy odděleně od prostředků spravovaných v souvislosti s jeho registrací dle § 15 ZISIF a budou emitentem užity výhradně za účelem popsáním v prospektu. To stále zanechává jisté pochybnosti.

⁴⁴ Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF). *Česká národní banka* [online]; a také starší výklad CUNÍK, T. Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF). *Česká národní banka* [online]. 2014 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/sprava_majetku_srovnatelná_s_obhospodarovanim_par_15_zisif.pdf

Literature

- Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020. *European Securities and Markets Authority* [online]. 2020 [cit. 1. 5. 2020]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1006_asr-aif_2020.pdf
- Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* [online] 2013 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html
- Financial services – review of EU rules on alternative investment fund managers. *European Commission* [online]. 2020 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Alternative-Investment-Fund-Managers-review-of-EU-rules/public-consultation>
- Guidelines on key concepts of the AIFMD. *European Securities and Market Authority* [online]. 2013 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf
- Inflace – druhy, definice, tabulky. *Český statistický úřad* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- Komentář ke statistice investičních fondů. *Česká národní banka* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harm_stat_data/komentar-ke-statistice-investicnich-fondu/index.html
- Legislativní základna. *Česká národní banka* [online]. [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/investicni-spolecnosti-a-investicni-fondy/>
- Ref: Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive. *European Securities and Market Authority* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-551_esma_letter_on_aifmd_review.pdf
- Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF). *Česká národní banka* [online]. 2021 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2021-01>

- CUNÍK, T. Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF). *Česká národní banka* [online]. 2014 [cit. 1. 5. 2021]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/sprava_majetku_srovnatelna_s_obhospodarovanim_par_15_zisif.pdf
- HOBZA, M. Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním. *Bulletin advokacie*, 2020, č. 7–8, s. 32–39.
- HOBZA, M. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. Praha: Leges, s.r.o., 2017.
- HUSTÁK, Z. a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012.
- HUSTÁK, Z. a A. SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekonstrukci*. Praha: C. H. Beck, 2016.
- MEJKAL, V. a K. RAIS. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 3., rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2010, Expert.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019–2023*. 2019.
- PIHERA, V. Investiční fond. Vyměřování teritoria. *Obchodněprávní revue*, 2017, č. 9, s. 242–249.
- SMUTNÝ, A., V. PIHERA, P. SÝKORA a T. CUNÍK. *Zákon o bankách*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2019.
- ŠOVAR, J. Jaké mýty provázejí novou právní úpravu fondů kvalifikovaných investorů? *pravniradce.ihned.cz* [online]. 2013 [cit. 1. 5. 2020]. Dostupné z: <https://pravniradce.ihned.cz/c1-60126480-jake-myty-provazeji-novou-pravni-upravu-fondu-kvalifikovanych-investoru>
- ŠOVAR, J., A. KRÁLÍK, J. BERAN, D. DOLEŽALOVÁ a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015.
- VLACHÝ, J. *Řízení finančních rizik*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2006.
- WEISS, L. *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Rigorózní práce. Brno: Masarykova univerzita, Právnická fakulta, 2020.

Contact – e-mail

Lukas.Weiss@lam.muni.cz