31. 10. 2023

Vezměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

Divoká léta na českém kapitálovém trhu

Ohlédnutí za prvním zákonem o investičních společnostech a investičních fondech z roku 1992 ve světle dnešní právní úpravy

Finanční právo v moderním slova smyslu se v českém právu řadí se třemi dekádami existence mezi nejmladší obory. Byť i československé socialistické právo znalo pojem finančního práva, krátké nahlédnutí do učebnice československého finančního práva z roku 1979 dokazuje, že se v podmínkách centrálně řízené ekonomiky jednalo o diametrálně odlišný obor. Ostatně netřeba jít dále než k tehdejší definici práva finančního, dle které se jednalo o *„souhrn právních norem, které upravují vztahy vznikající v procesu plánovité tvorby, rozdělování a používání peněžních fondů socialistického státu, tedy v průběhu finanční činnosti státu, za účelem zabezpečení jeho úloh a funkcí v dané etapě jeho vývoje*“.[1]

Teprve s transformací ekonomického systému porevolučního Československa začíná tuzemský právní řád opatrně přijímat první zákony pokládající základy tržní ekonomiky, jejíž nedílnou součástí je i oblast kapitálového trhu a na něj navazující kolektivní investování. Mimo zcela zjevných kroků, jako bylo přijetí obchodního zákoníku (zákon č. 513/1991 Sb.) či zákona č. 519/1992 Sb., o cenných papírech, byl v roce 1992 přijat i zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jako „**ZISIF 1992**“).

I když se valná většina dnešních finančních právníků s tímto zákonem pravděpodobně nikdy v praxi nesetkala, případně s ním pracovala naposledy před téměř čtvrtstoletím, není na škodu si připomenout nelehké začátky právní úpravy kapitálového trhu, jehož nedokonalosti a zjevné mezery dávají pochopit, proč v dnešní době patří úprava kapitálových trhů, jakož i kolektivního investování, k nejpodrobnějším a nejpropracovanějším právním předpisům v platném českém právu.

Ještě než se pustíme do samotného výkladu daného zákona, jakož i do jeho komparace se současnou právní úpravou, tj. se současným zákonem č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jako „**ZISIF 2013**“), je na místě alespoň ve stručnosti popsat proces vzniku a přijetí tohoto zákona. Pro úplnost je vhodné dodat, že ZISIF 1992 upravoval kolektivní investování mezi roky 1992 až 2004, přičemž v mezidobí před přijetím ZISIF 2013 byla tato oblast finančního práva upravena zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále jako „**ZKI**“).

Návrh ZISIF 1992 byl připraven v průběhu let 1991 až 1992, přičemž jako hlavní zdroj inspirace posloužila tehdejším zákonodárcům německá právní úprava[2], což je s ohledem na absenci jakéhokoliv hlubšího praktického povědomí o fungování kapitálového trhu mezi čerstvými post-socialistickým právníky více než pochopitelné. Zároveň se tvůrci zákona rozhodli v očekávání nad budoucím zapojením Československa, resp. České republiky do struktur Evropského společenství alespoň částečně harmonizovat novou právní úpravu s komunitárním právem, konkrétně s tehdy relativně čerstvě platnou směrnicí rady ES č. 85/611 z 20. prosince 1985[3] ve znění novely č. 88/220 z 22. března 1988[4].

Při projednávání zákona na společné schůzi obou komor Federálního shromáždění ČSFR dne 21. dubna 1992 se rozproudila poměrně živá diskuze, kterou započal tehdejší ministr financí Václav Klaus, jenž návrh ZISIF 1992 uvedl jako jeden ze základních zákonů legalizujících tehdy čerstvě se

rozvíjející kapitálový trh, přičemž kladl důraz na ochranu majetku investorů, jakož i na jejich důkladné a nezavádějící informování ze stran správců.[5] Neméně zajímavým byl i vstup poslance Miloše Zemana, který, byť na úvod přípravu zákona ocenil, následně ve svém projevu poměrně ostře kritizoval tehdejší investiční praktiky, konkrétně tehdy (dle svých slov) „nejvýznamnější investiční privatizační fond zvaný Harvardský“, provozovaný dnes již nechvalně proslulým Viktorem Koženým.[6]

Na tomto místě je nutné uvést, že kolektivní investování bylo v prvních letech své existence úzce navázáno na proces kupónové privatizace, jež byla zcela zásadní událostí podmiňující existenci investování u nás. Zatímco část občanů se pokusila investovat své privatizační kupóny napřímo, nemalý počet občanů svěřil své kupóny privatizačním fondům, které následně investory vložený majetek využily k účasti na privatizačních projektech. První privatizační fondy vznikaly dokonce ještě před účinností ZISIF 1992, přičemž byly zakládány dle tzv. zákona o velké privatizaci (Zákon č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby), přičemž investiční společnosti obhospodařující tyto fondy získávaly povolení na základě narychlo novelizovaného předrevolučního zákona č. 189/1989 Sb., o bankách a spořitelnách. Pro úplnost je vhodné doplnit, že tyto pionýrské investorské subjekty musely po přijetí ZISIF 1992 projít transformací dle tohoto zákona.[7]

V první letech své účinnosti tak byla právní úprava ze ZISIF 1992 primárně aplikována na tzv. privatizační fondy, byť existovaly i investiční fondy v dnešním slova smyslu, tj. nenavázané na proces privatizace. Závěrem je vhodné poznamenat, že právě nekalé praktiky spojené s privatizačními fondy (včetně zmíněných Harvardských fondů pana Koženého) na dlouhá léta oslabily důvěru veřejnosti v kolektivní investování. Ostatně ještě v roce 1998 psala prof. Ivana Pelikánová v učebnici obchodního práva, že *„krátké tuzemské dějiny kolektivního investování zaznamenaly řadu případů zneužití slabin úpravy kolektivního investování“*[8], přičemž podmiňovala rozšíření tohoto způsobu zhodnocení majetku běžných občanů zkvalitněním právní úpravy, jakož i efektivnějším výkonem dohledu ze stran příslušných státních orgánů.[9]

Vývoj právní úpravy ZISIF 1992

První československý, potažmo český, zákon upravující kolektivní investování[10], který byl přijat dne 29. května 1992, byl v průběhu své dvanáctileté účinnosti celkem desetkrát novelizován, přičemž zcela zásadními byly změny provedené novelizačními zákony č. 151/1996 Sb. a 124/1998 Sb. První zmíněná novela z roku 1996 reagovala na alarmující množství nekalých praktik spojených s provozováním investičních fondů v první polovině devadesátých let včetně provozování tzv. černých fondů, tj. provozování kolektivního investování mimo rámec zákonné úpravy ZISIF 1992.[11] S tím se pojilo i konkrétnější vymezení procesu přeměny a zániku investičních fondů, což byla reakce na nežádoucí praktiky některých nepoctivých jedinců, kteří přeměnou investičních fondů na běžné akciové společnosti tzv. „vytunelovali“ fond, když bez větších obtíží získali podíly těch akcionářů, kteří s touto účelovou přeměnou nesouhlasili.[12]

Další výraznou změnou, kterou přinesl druhý jmenovaný novelizační zákon z roku 1998, bylo ustanovení nového orgánu dohledu, kterým se stala nově vzniklá Komise pro cenné papíry, jež nahradila roztříštěnou soustavu neefektivních dohledových komisí vedených pod Ministerstvem financí.[13] Důvodová zpráva k zákonu č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry, uváděla, že zpřísnění státního dohledu nad kapitálovým trhem zamezí některým tehdy sice legálním, ale zcela nemorálním praktikám, které se právě i novelou zákona č. 124/1998 Sb. staly nadobro nezákonnými.[14]

Lze tak shrnout, že v původním znění byl ZISIF 1992 velice liberálním zákonem, a to i na podmínky ekonomického neoliberalismu typického pro české vlády pod vedením Václava Klause. Právě neregulovanost podnikatelského prostředí způsobená nedostatečnou právní úpravou státního

dohledu a pevných mantinelů chránících investory pak však vedla ke značnému zneužívání zákona, které poškozovalo investorská práva s cílem rychlého zbohatnutí osob ve vedení investičních společností a fondů.[15] Teprve až následné novely z druhé poloviny devadesátých let vedly k postupnému narovnání investičního trhu, především díky důslednému dohledu Komise pro cenné papíry. Ostatně tento trend, tj. zpřísňování regulace kolektivního investování, pokračuje pod křídly Evropské unie až do současnosti.

Systematika zákona a jeho komparace se ZISIF 2013

Při přímém porovnání obou ZISIF je na první pohled zřejmý drastický rozdíl v rozsahu právní úpravy. Zatímco dnešní ZISIF 2013 čítá více než 670 ustanovení, vyhlášené znění ZISIF 1992 se skládalo z pouhých 39 ustanovení, přičemž počet ustanovení zákon do poslední platné verze z roku 2004 nabobtnal na 80 ustanovení. Zákon byl systematicky rozdělen do jedenácti částí a toto rozdělení bylo zachováno po celou dobu jeho účinnosti.

S ohledem na výše uvedený historický kontext je evidentní, že oba ZISIF upravovaly zcela odlišnou realitu. ZISIF 1992 trpěl na rozdíl od současného zákona zjevným nedostatkem jakýchkoliv praktických či historických zkušeností s kolektivním investováním a nebyl logicky tak pevně propojený s evropským právem jako ZISIF z roku 2013, kdy již byla Česká republika součástí Evropské unie. Ostatně, i kdyby tomuto tak bylo již při přijetí ZISIF 1992, je nutné uvést, že v devadesátých letech ještě nebyla unijní úprava kolektivního investování tak pevně navázána na právní úpravy jednotlivých členských států.

Pro účely tohoto článku se dále zaměříme na hlavní oblasti, které oba zákony upravovaly, přičemž porovnáme nejdůležitější rozdíly mezi oběma právními úpravami. Hlavní důraz je kladen na porovnání základních entit kolektivního investování – investičních společností a fondů. Ve světle diametrálně odlišné míry regulace těchto subjektů v ZISIF 1992 a v ZISIF 2013 je zjevný z dnešního pohledu až extrémně laxní přístup tehdejšího zákonodárce k finančněprávní regulaci.

Opětovně je ovšem důležité zdůraznit diametrálně odlišnou realitu, kterou tyto dva zákony upravovaly, tj. rodící se kapitálový trh svázaný omezeními transformované ekonomiky a privatizace, a současný etablovaný trh pevně navázaný na unijní finančněprávní směrnice a nařízení.

Investiční společnosti v ZISIF 1992

ZISIF 1992 upravoval ve své druhé části investiční společnosti, které byly v obdobném postavení jako současné investiční společnosti dle ZISIF 2013. Zatímco dnes mohou mít investiční společnosti pouze formu akciové společnosti, připouštěl ZISIF 1992 až do roku 1996 (do novely provedené zákonem č. 151/1996 Sb.) i formu společnosti s ručením omezeným. Vzhledem k tomu, že se tato praxe neosvědčila a byla spojena s nekalými praktikami (způsobenými právě omezeným ručením), přistoupil zákonodárce k omezení v podobě jednoho povoleného typu obchodní společnosti.[16] Práci tehdejších zákonodárců nelze ale bez dalšího pochválit, jelikož, byť došlo k omezení formy investičních společností pouze na akciové společnosti, ponechal zákonodárce zřejmě nedopatřením v zákoníku vícero zmínek o společnosti s ručením omezeným, které do přijetí ZKI nebyly v žádné z navazujících novel opraveny.[17] Přestože tato ustanovení neměla praktického významu, vypovídají tyto nedostatky mnohé o kvalitativní stránce tohoto zákona.

Dále je podstatné uvést, že investiční společnosti podle ZISIF 1992 v sobě pojímaly funkci dnešního obhospodařovatele i administrátora, avšak tyto funkce od sebe nebyly oddělené. Funkce obhospodařovatele upravená v § 5 (po novelizaci z roku 1998 § 5 až 5e) ZISIF 1992 tak v sobě pojímala obě výše uvedené funkce, přičemž investiční společnost mohla takto obhospodařovat buď vlastní podílový fond či investiční fond na základě smlouvy o obhospodařování investičního fondu.

Obdobně jako dnes musela investiční společnost uzavřít smlouvu s depozitářem.

Investiční společnost mohla vzniknout na základě povolení Ministerstva financí, přičemž po roce 1998 přešla tato pravomoc na nově vzniklou Komisi pro cenné papíry.[18] Proces získání povolení byl z hlediska formálního obdobný jako dnes, tj. bylo zapotřebí doložit věcné, personální a organizační předpoklady pro činnost investiční společnosti včetně doložení odborné způsobilosti a bezúhonnosti členů vedoucího orgánu. Lze dovozovat, že především v prvních letech účinnosti zákona byly podmínky pro získání členství ve vedoucím orgánu investiční společnosti podstatně benevolentnější než dnes, a to zejména v důsledku neexistence kapitálového trhu před rokem 1989, kdy takové skutečné odborné znalosti a zkušenosti mohli mít pouze zájemci z řad emigrantů či zahraniční finančníci. Ostatně, již v roce 1998 přidal zákonodárce po již zmíněných nepříjemných zkušenostech s některými investičními projekty i kritérium důvěryhodnosti, aby zabránil dalšímu zneužívání kapitálového trhu ze strany nepoctivých jedinců.[19]

Vzdor výše uvedeným podobnostem mezi oběma ZISIF je nutné poukázat na diametrálně odlišnou míru podrobností mezi oběma právními úpravami. Zatímco ZISIF 1992 obsahuje pouze zcela základní náležitosti pro investiční společnosti, ZISIF 2013 je podstatně podrobnějším zákonem, který na případné zájemce o založení investiční společnosti klade podstatně větší nároky za účelem chránit investory i trh před možnými selháními ze strany investiční společnosti, jakož i minimalizovat existenci takovýchto selhání.

Podílové fondy v ZISIF 1992

ZISIF 1992 dále v části třetí upravoval podílové fondy, které byly obhospodařovány investičními společnosti obdobně jako dnes dle ZISIF 2013. V první řadě je nezbytné zmínit, že výraz *podílové fondy* dle ZISIF 1992 odpovídá dnešním podílovým fondům kolektivního investování ve smyslu § 102 ZISIF 2013. ZISIF 1992 nepřisuzoval těmto podílovým fondům právní subjektivitu. Dnešní terminologií znal ZISIF 1992 pouze dva typy podílových fondů – otevřené podílové fondy a uzavřené podílové fondy, přičemž rozdíly mezi těmito dvěma typy podílových fondů byly, jako dnes, v počtu podílových listů, které mohl fond vydávat, jakož i v možnostech podílníka zpětně prodat svůj podílový list investiční společnosti.[20]

Úprava ZISIF 1992 neobsahovala žádná jiná dělení podílových fondů, tj. podle typů investorů ani podle typů aktiv a majetkových hodnot, do kterých mohly tyto fondy investovat. Neexistence dělení fondů podle typů investorů je ve světle tehdejší společenské reality logická – těžko by obstály obměny dnešních kvalifikovaných investorů, kteří musí být buď dostatečně finančně zajištění, či musí mít odborné zkušenosti ve vztahu k investování. Takových investorů by v čerstvě post-socialistické době příliš nebylo. Zcela zásadní odlišností podílových fondů podle ZISIF 1992 oproti dnešní právní úpravě byla nemožnost investovat do jiných aktiv než do veřejně obchodovatelných cenných papírů.[21]

Podílové fondy bylo možné založit pouze na základě povolení Ministerstva financí či později Komise pro cenné papíry. Na rozdíl od úpravy v ZISIF 2013 nezískávala investiční společnost povolení k činnosti v rozsahu, který ji opravňoval zakládat fondy. Pro každý podílový fond musela investiční společnost získat povolení, přičemž přílohou takovéto žádosti byl i statut podílového fondu.[22]

Investiční fondy v ZISIF 1992

Poslední kategorie subjektů kolektivního investování, které ZISIF 1992 upravoval, byly investiční fondy, a to v druhé části zákona. Oproti podílovým fondům dle ZISIF 1992 se jednalo o akciové společnosti, které získávaly povolení samostatně, obdobně jako investiční společnosti. Povinnou náležitostí při zakládání byl jako u podílových fondů statut.

Investiční fond dle ZISIF 1992 lze přirovnat k dnešním samosprávným investičním fondům s právní osobností. Investiční fond dle ZISIF 1992 si tedy obhospodařoval majetek svých investorů sám, přičemž na rozdíl od podílových listů vydával svým investorům akcie. Zároveň však investiční fondy mohly uzavřít s investiční společností smlouvu o obhospodařování[23], čímž se fakticky staly obdobou dnešních nesamosprávných fondů.

Oproti podílovým fondům pak měly tehdejší investiční fondy daleko volnější ruku ve výběru majetkových hodnot, do kterých mohly investovat, včetně cenných papírů, nemovitých či movitých věcí.[24]

Nezanedbatelná část podnikatelů využívala liberální až nedomyšlenou právní úpravu ZISIF 1992 k formálně legálním, ale často nemorálním jednáním. Právě úprava investičních fondů byla v tomto ohledu velice často zneužívána skrze proces přeměny investičního fondu, tj. akciové společnosti založené za podmínek ZISIF 1992, na běžné akciové společnosti dle obchodního zákoníku, které byly následně „vytunelovány“. Zákonodárce v reakci na tyto neslavné podvodné experimenty již v roce 1996 stanovil poměrně úzké podmínky pro možnost přeměny investičního fondu na jiný podnikatelský subjekt, aby je následně od roku 1998 zakázal úplně.[25]

Neslavný konec prvního ZISIF

Jak je zřejmé z výše uvedeného, první pokus o právní úpravu kolektivního investování dopadl značně rozpačitě, což lze připsat zejména nezkušenosti tehdejších tvůrců zákona, jakož i nedůsledné kontrole nad kapitálovým trhem ze strany státu. Vzdor pokusům o nápravu zákona četnými novelizacemi (které sice zalátaly právní mezery, ale značně znepřehlednily celý zákon), bylo na přelomu tisíciletí zřejmé, že s blížícím se vstupem do Evropské unie bude nezbytné ZISIF 1992 nahradit novým zákonem odpovídajícím unijní legislativě.

ZISIF 1992 nevyhovující domácím ani evropským standardům pozbyl účinnosti ke dni 30. dubna 2004, den před vstupem České republiky do Evropské unie. Nahrazen byl již zmíněným ZKI, čímž zřejmě chtěl zákonodárce alespoň symbolicky vyjádřit jeho diskontinuitu s předchozím právním předpisem, který se pro nejednoho porevolučního finančního právníka stal symbolem z právního hlediska nedotažené ekonomické transformace tuzemského hospodářství. Dalo by se tak říct, že nedokonalosti ZISIF 1992 vedly k neplánovanému experimentu v podobě neregulovaného kapitalismu v oblasti kolektivního investování. Nehlídaná volná ruka trhu tak na několik let dopředu poznamenala důvěru veřejnosti v investování.

Dnes naopak slýcháváme z řad některých advokátů stesky nad mírou regulace v oblasti kapitálového trhu, která někdy až překračuje v porovnání s jinými právními obory míru únosnosti. Porovnáme-li ale dnešní silně regulovanou sféru finančního práva s divokými lety účinnosti ZISIF 1992, je zřejmé, že tato míra regulace má zásadní význam, kterým je ochrana investorů, jakož i celého kapitálového trhu.

Mgr. Arian Ebrahimi
Advokátní koncipient

Greats.

Greats advokáti, s.r.o.

Národní 973/41

110 00, Praha 1

e-mail: law@greats.cz

---

[1] BAKEŠ, Milan. Československé finanční právo: Učebnice pro právnické fakulty. Praha: Panorama, 1979, s. 18

[2] Důvodová zpráva k zákonu č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné z:>>> zde (online: 7.9.2023)

[3] Směrnice Rady ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů

[4] Důvodová zpráva k zákonu č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné >>> zde (online: 1.10.2023)

[5] Zápis ze společné schůze Sněmovny lidu a Sněmovny národů Federálního shromáždění ČSFR ze dne 21.4.1992. Dostupné >>> zde (online: 1.10.2023)

[6] Tamtéž

[7] ELIÁŠ, Karel. Kurs obchodního práva: právnické osoby jako podnikatelé. Praha: C.H. Beck, 1995, s. 199

[8] PELIKÁNOVÁ, Irena. Obchodní právo. Praha: Codex Bohemia, 1998. sv. 1, s. 497

[9] Tamtéž

[10] ŠOVAR, Jan. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 6-7

[11] Důvodová zpráva k zákonu č. 151/1996 Sb., změna zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné >>> zde (online: 2.10.2023)

[12] ŠOVAR, Jan. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 6-7

[13] BAKEŠ, Milan. Finanční právo. Praha: C.H. Beck, 1999, s. 29

[14] Důvodová zpráva k zákonu č. 15/1998 Sb. o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, č. 15/1998 Dz. Dostupné >>> zde (online: 2.10.2023)

[15] PELIKÁNOVÁ, Irena. Obchodní právo. Praha: Codex Bohemia, 1998. sv. 1, s. 534

[16] Důvodová zpráva k zákonu č. 151/1996 Sb., změna zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dostupné >>> zde (online: 2.10.2023)

[17] DĚDIČ, Jan, Libor VACEK a Daniel KŘETÍNSKÝ. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. V Praze: C.H. Beck, 2001, s. 2.

[18] PELIKÁNOVÁ, Irena. Obchodní právo. Praha: Codex Bohemia, 1998. sv. 1, s. 498

[19] PELIKÁNOVÁ, Irena. Obchodní právo. Praha: Codex Bohemia, 1998. sv. 1, s. 499

[20] ELIÁŠ, Karel. Kurs obchodního práva: právnické osoby jako podnikatelé. Praha: C.H. Beck, 1995, s. 201

[21] Tamtéž

[22] DĚDIČ, Jan, Libor VACEK a Daniel KŘETÍNSKÝ. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. V Praze: C.H. Beck, 2001, s. 116

[23] PELIKÁNOVÁ, Irena. Obchodní právo. Praha: Codex Bohemia, 1998. sv. 1, s. 500

[24] ELIÁŠ, Karel. Kurs obchodního práva: právnické osoby jako podnikatelé. Praha: C.H. Beck, 1995, s. 203

[25] DĚDIČ, Jan, Libor VACEK a Daniel KŘETÍNSKÝ. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. V Praze: C.H. Beck, 2001, s. 293

© EPRAVO.CZ – Sbírka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

Další články:

- Ústavní soud vymezil hranice závaznosti trestního rozsudku pro rozhodování správních soudů v daňových věcech
- Regulatorní posun v oblasti platebních služeb: Stanovisko ČNB k minimální uživatelské zkušenosti mění podmínky pro Open Banking
- Několik otázek k postavení podlimitních správců kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu v

českém právním řádu
- Využívání holdingových struktur a na co si dát pozor
- Možné důsledky nesprávného použití AI v procesních podáních
- Územní plán jako klíčový faktor při oceňování pozemků
- Když společník není dodavatel. NSS znovu řešil daňový „švarcsystém“ u společníků s.r.o.
- Zaměstnanecké akciové opční programy (ESOP)
- Nový režim pro dluhopisové financování
- Transfer Pricing: Na co si dát pozor s blížícím se koncem roku
- Souběh odepření nároku na odpočet daně a ručení za nezaplacenou daň dle rozsudku KONREO