4. 11. 2005

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

Realitní fondy jako nový impulz

Fondy nemovitostí vyvolávají již delší dobu zájem odborné veřejnosti. Není divu, protože zavedení tohoto typu fondů by znamenalo nový impulz pro rozvoj dvou ekonomických odvětví: kolektivního investování a realitního trhu. Naštěstí jde o oblast, kde lze čerpat z rozsáhlých a vesměs pozitivních zkušeností ze zahraničí.

Úvodem

Fondy nemovitostí vyvolávají již delší dobu zájem odborné veřejnosti. Není divu, protože zavedení tohoto typu fondů by znamenalo nový impulz pro rozvoj dvou ekonomických odvětví: kolektivního investování a realitního trhu. Naštěstí jde o oblast, kde lze čerpat z rozsáhlých a vesměs pozitivních zkušeností ze zahraničí.

Obecně existuje více typů "fondů", jejichž účelem jsou investice do nemovitostí. Na jednom konci stojí čistě soukromé společnosti podléhající stejným regulím jako jakékoliv jiné podnikatelské subjekty, na druhé stojí specializované typy kolektivního investování zaměřené na veřejnost. Podle zaměření investiční politiky můžeme rozlišovat mezi "pravými" fondy nemovitostí, které investují přímo do nemovitostí anebo do jednotlivých realitních projektů v podobě realitních společností, a nemovitostními akciovými fondy, které typově patří mezi sektorové fondy cenných papírů zaměřené na společnosti podnikající v realitním oboru. V tomto článku se budeme zabývat především fondy určenými pro veřejnost a zaměřenými na investice přímo do nemovitostí.

Zahraniční zkušenosti

Existují dvě principiální cesty, jak uspořádat právní prostředí tak, aby bylo příznivé pro vznik fondů nemovitostí. Realitní fondy známé z USA pod zkratkou REIT (Real Estate Investment Trusts) podléhají mírnější regulaci než fondy kolektivního investování, jak je známe z evropských zemí. Fondy REIT jsou fondy uzavřeného typu, požívají však daňového zvýhodnění, pokud alespoň 90% svých zisků vyplácejí jako dividendy. Tento systém zajišťuje spolu s veřejným obchodováním cenných papírů těchto fondů dostatečnou likviditu a také snadnější možnost cenné papíry ocenit.

Systémy známé z Evropy, a zejména z Německa, jsou postavené na modelu bližším našemu chápání podílového či investičního fondu. To znamená, že veřejné realitní fondy podléhají licencování a zákon podrobně upravuje řadu jistících mechanismů, např. dozor depozitáře. Jako určitou protiváhu těchto omezení poskytují státy obvykle těmto fondům daňová zvýhodnění, která jsou pro rozvoj tohoto sektoru podstatná.

V posledním desetiletí zaznamenaly oba systémy nevídaný rozvoj. Tak např. v Německu dosáhl celkový objem majetku shromážděného v nemovitostních fondech 88 miliard EUR, v USA asi 220 miliard EUR. K prudkému růstu objemu majetku došlo v návaznosti na boom realitního trhu v období let 2000 až 2003. V této době se hodnota majetku v německých fondech zvýšila téměř na dvojnásobek. Významné objemy majetku v realitních fondech vykazuje kromě USA a Německa také Austrálie, Francie či Nizozemí. Tyto údaje samy o sobě ukazují, že realitní fondy mohou být důležitými hráči v oblasti investování do nemovitostí.

Tento základní pozitivní obraz však neznamená, že by fondy nemovitostí byly imunní vůči problémům, které mohou přinést výkyvy trhu, selhání jednotlivců a následná ztráta důvěry veřejnosti. Jedním z nejnovějších a nejznámějších příkladů je případ německé investiční společnosti Deka Immobilien Investment GmbH. První problémy vyplývaly z oslabení realitního trhu v Německu v roce 2003, které mělo nepříznivý vliv na výkonnost fondů. Důsledkem byl odliv investorů z otevřeného fondu nemovitostí Deka-Immobilienfonds. Poté, co v 1. polovině roku 2004 z fondu takto odteklo 940 milionů Euro, vypukla aféra známá jako "frankfurtský realitní skandál". Skupiny Deka se z této dalekosáhlé aféry dotkl případ manažera jejího realitního fondu Michaela Kocha, který měl přijmout úplatek za to, že Deka odstoupila z tendru na nákup nemovitosti. V srpnu 2004 dostal Koch okamžitou výpověď, státní zastupitelství a regulátor BaFin zahájili šetření celé záležitosti. Později vyměnila mateřská Deka-Bank celé představenstvo Deka Immobilien.

Skandál přesto vyvolal další odliv investorů, který přerostl v krizi likvidity. V říjnu 2004 dohodla Deka-Bank se svými majiteli, kterými jsou německé spořitelny a zemské banky, že budou odkupovat v neomezené míře podíly realitního fondu, aby se zajistila dostatečná likvidita a předešlo se nutnosti pozastavit odkupování. V prosinci 2004 pak skupina Deka oznámila plánovaný prodej některých nemovitostí z majetku fondu. Za rok 2004 dosáhl celkový objem zpětných odkupů 1,7 miliardy Euro. "Frankfurtský realitní skandál" se mezitím rozrostl do téměř obludných rozměrů. Zprávy z podzimu 2004 hovoří o čtyřiceti vyšetřovaných podezřelých, zprávy z jara 2005 již o osmdesáti. Jednalo se o podezření z nekalých praktik při zadávání zakázek realitních fondů a při sjednávání obchodů s nemovitostmi. V březnu 2005 přiměl tlak související se skandálem k odstoupení i předsedu představenstva Deka-Bank Axela Webera.

Příklady podobných skandálů by bylo možné najít i v jiných zemích. I přes nepochybně velkou závažnost aféry Deka Immobilien a krize důvěry, kterou vyvolala, je třeba hodnotit fondy nemovitostí jako perspektivní odvětví. Je možné, že tyto skandály jsou daní za mimořádný rozmach sektoru po roce 1999, který mohl vést k oslabení pozornosti investorů, vrcholového managementu i dozoru. Zároveň však tyto skandály ukazují, že je nutné, aby právní prostředí účinně omezovalo prostor pro nekalé jednání a aby byla veřejnost co nejpřesněji informována o rizicích, která jsou s daným typem kolektivního investování spojena.

Právní prostředí a perspektivy rozvoje v České republice

Před 1. květnem 2004 byly možnosti rozvoje realitního sektoru kolektivního investování dosti omezené. S nákupy nemovitostí do portfolií počítal tehdy platný zákon o investičních společnostech a investičních fondech jenom v případě investičních fondů. Vzhledem k marginalizaci investičních fondů (na jaře tohoto roku působily jen 2 aktivní investiční fondy) však tato možnost neměla valný význam. U podílových fondů nepočítal zákon s investicemi do nemovitostí vůbec.

Tato situace se poněkud změnila s účinností nového zákona o kolektivním investování, který s fondy nemovitostí výslovně počítá. Tyto fondy mají mít možnost investovat přímo do nemovitostí, ale i do podílů v realitních společnostech. Typově patří fondy nemovitostí mezi tzv. speciální fondy, které neupravuje evropská směrnice o kolektivním investování. V důsledku toho nemohou být cenné papíry fondů nemovitostí nabízeny v ostatních státech EU ve zvýhodněném režimu (tzv. "evropský pas"). K jejich distribuci v cizině je proto třeba vždy získat povolení příslušného státu, které se řídí jen jeho vnitrostátním právem.

Právní úprava fondů nemovitostí v zákoně o kolektivním investování trpí různými nedostatky, které způsobují, že potenciál sektoru nebyl dosud využit. Zákon byl připravován pod časovým tlakem vstupu do EU a v posledním půl roce jeho přípravy převládl v části odborné veřejnosti názor, že zákon je především třeba urychleně prosadit, a to i přes jeho nedokonalosti, které byly již tehdy známé. S tím se pojila i rezignace na pokusy dořešit alespoň nejkřiklavější problémy zákona. V oblasti realitních fondů se tento blazeovaný přístup nevyplatil.

Poslaneckým pozměňovacím návrhem se v rozporu se stanoviskem Komise pro cenné papíry dostala do zákona minimální vstupní investice jednoho investora, která činí 2 000 000 Kč. Již tento požadavek podstatným způsobem omezuje možnost distribuovat cenné papíry fondů nemovitostí širší veřejnosti. Dalším problémem je nedořešený

vztah k institutu depozitáře. Dle zákona je depozitářem banka, která má držet majetek fondu kolektivního investování v úschově (tzv. custody funkce) a dále má v zákonem určeném rozsahu kontrolovat fungování fondu (tzv. kontrolní funkce). Ze zákona však není jasné, jak v případě nemovitostí realizovat custody funkci, protože právní vztahy k nemovitostem se řídí speciálními zákony s dlouhou tradicí, které s možností svěření nemovitosti do "úschovy" či "opatrování" depozitáře nepočítají. Drobnější, ale nepříjemné problémy nabízí zákon také v samotné pasáži upravující fungování realitních fondů. Tak např. fond smí investovat jen do podílů v realitních společnostech, jejichž předmětem podnikání je "výstavba budovy za účelem její správy". Není příliš jasné, proč by fond nemohl koupit též podíl ve společnosti, která drží již "hotovou" budovu získanou koupí nebo vkladem do základního kapitálu, nebo proč by cílem výstavby musela být pouze správa a nikoliv prodej. Možnosti zakládání českých realitních fondů proto zůstávají dosti omezené.

Zmíněné nedostatky se staly brzy po účinnosti zákona 1. května 2004 předmětem diskuzí a již během roku 2004 započalo Ministerstvo financí s přípravou rozsáhlé novely. Tato novela byla nedávno schválena vládou a lze proto očekávat její projednání Poslaneckou sněmovnou během podzimu 2005 a dokončení legislativního procesu na jaře 2006. V oblasti realitních fondů vychází novela z německého vzoru. Vzhledem k tomu, že německý systém kolektivního investování i legislativní styl je blízký našemu a zároveň nelze v globálním srovnání identifikovat nějaký zjevně nejúspěšnější model, jedná se zřejmě o racionální rozhodnutí. Novela by měla umožnit vznik dvou typů fondů nemovitostí. Jeden z nich by patřil do kategorie tzv. "fondů kvalifikovaných investorů", která podléhá snížené míře regulace a byl by určen pouze pro omezený okruh finančně silných nebo zkušených investorů.

Druhý typ, a ten nás v tomto článku zajímá především, by se nazýval "speciální fond nemovitostí" a byl by určen veřejnosti. Dle německého vzoru má mít tento fond formu otevřeného podílového fondu, investoři tedy mohou žádat investiční společnost, která fond obhospodařuje, o zpětný odkup podílových listů. Zákon má podstatně podrobněji upravit např. klíčovou problematiku oceňování majetku, kterou má řešit jednak povinnost oceňovat nemovitost dvěma nezávislými znalci před jejím pořízením, a jednak ustavení tzv. výboru odborníků. Tříčlenný výbor, který má minimálně jednou ročně stanovovat hodnotu nemovitostí a účastí na nemovitostních společnostech, má být složen z nezávislých odborníků se zkušenostmi v oblasti stanovování hodnoty nemovitostí. "Custody funkce" depozitáře má být zajištěna nutností souhlasu depozitáře k dispozicím s nemovitostmi, které jsou v majetku fondu nebo nemovitostní společnosti. Rozšiřují se také možnosti investování do nemovitostních společností, umožňuje se poskytování půjček nemovitostní společnosti fondem a řeší se podstatná otázka zajištění likvidity fondu.

I přesto, že novela znamená oproti současnému stavu určitý pokrok, je při podrobnějším čtení evidentní, že její text není dokonalý a že bude způsobovat výkladové problémy různé intenzity. Úsměvným lapsem, který je však charakteristický pro kvalitu navrženého textu, je například, že novela definuje nemovitostní společnost jako "společnost (...), jejíž předmět podnikání umožňuje pouze pořizování nemovitostí včetně příslušenství, jejich provozování a prodej za účelem dosažení zisku". Nemovitostní společností je tedy *každá* společnost, která má tyto charakteristiky. O *každé* takové společnosti pak novela stanoví například, že "účast na nemovitostní společnosti na základě smlouvy o tichém společenství není dovolena", ačkoliv toto pravidlo má zjevně platit jen, pokud má na této společnosti účast fond.

Za závažnější problém lze považovat opět nedořešené otázky týkající se custody funkce depozitáře. Novela sice říká, že souhlasu depozitáře podléhá pořizování nemovitostí do majetku nebo prodej nemovitostí z majetku nemovitostní společnosti (zřejmě pod sankcí neplatnosti) a že bez tohoto souhlasu nesmí být do katastru nemovitostí zapsáno jakékoliv právo k nemovitosti, je ale nejasné, jak se katastrální úřad dozví o tom, že určitá společnost je "nemovitostní společností" ve smyslu zákona o kolektivním investování. Negativním vedlejším důsledkem novely proto bude oslabení právní jistoty v oblasti právních vztahů k nemovitostem. Podobný problém existuje i v případ dispozic s podíly v nemovitostních společnostech, ke kterým se rovněž vyžaduje souhlas depozitáře. Určité nejasnosti panují i kolem klíčového výboru odborníků. Novela například říká, že výbor odborníků "sleduje hodnotu nemovitosti v majetku nemovitostní společnosti" a že "sleduje hodnotu účasti fondu na nemovitostní společnosti", je však nejasné, jaký má být účel a výsledek tohoto "sledování". Nejasné také může být, jaká je vazba ocenění výborem odborníků na hodnoty uváděné v účetnictví fondu.

I přes výše zmíněné problémy je však zřejmě připravovaná novela krokem správným směrem, který by měl umožnit navázání českého sektoru realitních fondů na vcelku osvědčený a fungující zahraniční model. Podaří-li se uvedené

problémy vyřešit, ať již legislativně nebo výkladem, můžeme se těšit na rozvoj dalšího významného produktu kolektivního investování v České republice.

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

Další články:

- Reálné rozdělení nemovité věci jako způsob vypořádání společného jmění
- Zveřejňování dopingových sankcí vs. GDPR ve světle stanoviska generálního advokáta SDEU
- Koupě silničního vozidla od neoprávněného a generální inhibitorium: aplikační praxe okresních a krajských soudů
- Spolupráce s influencery: na co si dát pozor?
- Usnadnění výpočtu výše přiměřené slevy z ceny
- Vzdání se práv z vad a hranice autonomie vůle: k rozsudku NS 33 Cdo 28/2025 s metodologickou výhradou
- GLP-1 v potravinářství: čekají nás v EU „GLP-1 friendly potraviny“?
- Flipování nemovitostí jako esence kapitalismu?
- Znepřístupnění evidence skutečných majitelů veřejnosti
- Byznys a paragrafy, díl 23.: Smluvní byznys modely v energetice: PPA, dynamické tarify, „sdílená energie“
- Evoluce italské judikatury v lyžařském právu