

K možnosti jednotek kolektivního investování dočasně překročit investiční limity (§ 24 odst. 7 zákona o investičních společnostech a investičních fondech)

Diverzifikace rizika je jedním z klíčových předpokladů ochrany investorů v oblasti kolektivního investování. Zákonné limity uvedené v § 24 zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o investičních společnostech a investičních fondech“) je nutno považovat za maximální a nelze vyloučit, že požadavek odborné péče povede v konkrétním případě k závěru, že investiční společnost nebo investiční fond by neměly maximální hranice plně využít. Přesto zákon upravuje výjimku z limitů, a to v § 24 odst. 7 zákona o investičních společnostech a investičních fondech, který stanoví, že „Při uplatnění výměnných a předkupních práv a při změnách kurzů cenných papírů, změnách ocenění nemovitostí a movitých věcí mohou být podíly uvedené v předchozích odstavcích překročeny nejdéle na dobu šesti měsíců, během kterých musí být zabezpečeno rozložení rizika podle předchozích ustanovení.“ Komise v této souvislosti obdržela několik dotazů, které se týkají možnosti analogické aplikace této výjimky i na jiné případy, než které zákon výslovně uvádí, a též na povahu šestiměsíční lhůty a povinnosti jednotky kolektivního investování v jejím průběhu.

I. Výjimky z investičních limitů a jejich meze

Zákonodárce slovy „nesmí“ v § 24 vyjádřil nepochybně obecnou povinnost investičních společností a investičních fondů obhospodařovat majetek v podílovém fondu či majetek investičního fondu tak, aby nedošlo k vzniku zakázaného stavu. Pokud k takovému stavu přesto dojde, poruší zpravidla investiční společnost nebo investiční fond svoji povinnost řádného obhospodařování majetku dle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Vzhledem k tomu, že správní delikty dle zákona o investičních společnostech a investičních fondech jsou konstruovány jako objektivní, tedy bez ohledu na zavinění, nemůže se investiční fond či investiční společnost zprostit své odpovědnosti poukazem na nedostatek zavinění na své straně.

V § 24 odst. 7 zákona o investičních společnostech a investičních fondech zákonodárce stanovil výjimku pro jisté důvody, pro které může dojít k překročení investičních limitů, aniž by to znamenalo porušení zákona. Jedná se typově o následující důvody:

- (i) okolnosti nezávislé na vůli investiční společnosti nebo investičního fondu, kdy nelze požadovat, aby investiční společnost nebo investiční fond takové okolnosti efektivně předvíдалy, anebo
- (ii) uplatnění práv na nabytí cenných papírů, kdy důvodem zvláštní úpravy budou nejspíše hospodářské ztráty pramenící z nevyužití těchto práv, které převáží nad požadavkem na omezení rizika.

Je zřejmé, že pokud by investiční společnost plně využila zákonného limitu, sebemenší pohyb kursu cenného papíru by mohl vést k porušení zákona. Přitom by nebylo důvodné požadovat, aby se zbavovala cenných papírů s potenciálem vysokého růstu ceny předtím, než k růstu dojde, anebo aby prodávala cenný papír krátce před výplatou dividendy. Po ní sice kurs na veřejném trhu předvídatelně klesne a jiná část portfolia tak náhle získá relativní podíl na majetku podílového fondu přesahující 10 %, ztráta z předčasného prodeje by byla vyšší než výhoda z udržení stanovené diverzifikace. Právě tyto případy zákonná výjimka pokrývá.

Otázkou však je, jak přistupovat k jiným nepředvídatelným událostem, typicky k odkupům většího množství podílových listů najednou (není výjimkou, že u menších fondů je i více než

polovina podílových listů v majetku jediného investora). Investiční společnost má na odkoupení podílového listu až jeden měsíc (§ 13 odst. 2 zákona o investičních společnostech a investičních fondech), ani tato poměrně dlouhá doba však nemusí postačovat k potřebnému zlikvidnění portfolia při současném dodržení pravidel pro diverzifikaci.

Pokud dojde k překročení investičních limitů v důsledku náhlého odkupování podílových listů, nelze je podřadit žádné z uvedených výjimek. To znamená, že takový způsob překročení investičních limitů bude nutné považovat za porušení zákona již v okamžiku jeho vzniku. Judikatura však ve výjimečných případech připouští liberační důvod, a to vnější objektivně neodvratitelnou náhodu (viz rozhodnutí Vrchního soudu v Praze sp. zn. 6A 12/94). Pokud dochází k odkupům kontinuálně, je investiční společnost povinna přizpůsobit této situaci investiční strategii a prodávat ty investiční instrumenty, u kterých hrozí, že by ve vztahu k nim byl investiční limit překročen. Pokud investiční společnost vytvoří takové portfolio, že standardními odkupy bude překročen určitý investiční limit, neodpovídá takový postup požadavkům zákona. Stejně tak bude zákon porušen v případě, kdy společnost z důvodu nepředvídaného (nepředvídatelného) rozsáhlého odkupu zlikvidní majetek ve fondu takovým způsobem, že dojde k překročení investičních limitů, ač se tomu bylo možné vhodnějším postupem vyhnout. **Mohou však nastat případy, kdy i při zlikvidnění portfolia s odbornou péčí směřující k dodržení závazků vůči podílníkům, nelze zachování limitů dosáhnout. To se týká zejména fondů zaměřených na české akcie, neboť na trhu s nimi nemusí být vždy potřebná likvidita k dispozici. Takové případy je podle Komise třeba posuzovat analogicky k výše popsaným zákonným výjimkám.**

Ohledně postupu při odstranění tohoto stavu lze podpůrně použít lhůtu šesti měsíců, která je dle zákonodávce (a) dostatečná k tomu, aby se investiční společnost zbavila nadlimitních aktiv bez nepřiměřených ekonomických ztrát a (b) natolik krátká, že, pokud bude dodržena, zřejmě nedojde k významnému ohrožení investorů, které by nebylo vyváжено hrozbou případných ztrát z „uspěchaného“ prodeje nadlimitních aktiv.

II. K postupu investiční společnosti nebo fondu v průběhu šestiměsíční lhůty pro uvedení portfolia do souladu se zákonnými limity

Vzhledem k tomu že zákon v uvedeném ustanovení stanoví, že investiční limity mohou být překročeny „nejdéle na dobu šesti měsíců“, je zjevné, že investiční společnosti nebo investiční fondu je tak stanoven nejzazší termín, do kterého jsou povinni splnit podmínky investičních limitů. Toto ustanovení lze považovat za ustanovení speciální k limitům uvedeným v § 24 odst. 1 až 5 a pokud jsou splněny podmínky § 24 odst. 7, nelze dovodit protiprávnost překročení limitů.

Současně však platí, že investiční společnost i investiční fond jsou povinny při obhospodařování majetku postupovat s odbornou péčí. Ve vztahu k investičním limitům je zřejmé, že obsahem odborné péče je nejen povinnost dodržovat zákonem stanovená maximální rizika (tj. diverzifikaci portfolia) – v uvedeném případě zákon od požadavku na diverzifikaci dočasně ustupuje –, ale i povinnost hospodařit v nejlepší zájmu podílníků či akcionářů. Přestože investiční společnost neporuší § 24 odst. 7 zákona o investičních společnostech a investičních fondech tím, že bude cenné papíry v množství přesahujícím zákonné limity držet po celých šest měsíců, může stejným jednáním porušit § 5a odst. 2 ve spojení s § 17, pokud bez dostatečného důvodu nevyužije možnosti cenný papír výhodně prodat (např. nevyužije výhodné nabídky převzetí apod.). Toto pravidlo je stejné, jako u cenných papírů, jejichž množství v portfoliu zákonné limity nepřesahuje.

Prezídium Komise schválilo dne 14. února 2003.
Kontaktní osoba: Vlastimil Pihera, 22109 6233.