

## **Nabývání cenných papírů osob majetkově nebo jinak propojených s poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu do obhospodařovaného portfolia**

---

### **I. Obecně**

Cílem tohoto stanoviska je odpovědět na otázku, zda a případně za jakých podmínek je přípustné, aby poskytovatel služeb na kapitálovém trhu nakupoval do jím obhospodařovaného majetku cenné papíry, emitované osobou, se kterou je majetkově nebo jinak propojen, popřípadě které emitoval sám. V praxi se může jednat zejména o následující případy:

- a) investiční společnost nakoupí do podílového fondu, který obhospodařuje, cenné papíry emitované osobou majetkově nebo jinak propojenou,
- b) obchodník s cennými papíry provádějící pro zákazníka službu spočívající v obhospodařování individuálních portfolií na základě volné úvahy nakoupí do portfolia zákazníka cenné papíry emitované osobou majetkově nebo jinak propojenou.

V dalším textu užíváme pojem „obhospodařované portfolio“ jako souhrnný pojem pro majetek *v podílovém fondu, zákaznický majetek obhospodařovaný obchodníkem s cennými papíry*, ale také majetek *investičního fondu a penzijního fondu*. Pojem „majetkově nebo jinak propojená osoba“, v dalším textu zkracovaný na „propojená osoba“ zahrnuje vždy osoby, které tvoří s poskytovatelem služeb koncern, osoby ovládající a osoby ovládané stejnou ovládající osobou. Tento pojem ovšem bude zahrnovat i další osoby, které jsou s poskytovatelem významně propojeny, např. významní akcionáři v situaci, kdy poskytovatel služeb nemá ovládající osobu a není členem koncernu, právnické osoby, jejichž orgány jsou z podstatné části obsazeny stejnými osobami jako orgány poskytovatele služeb, fyzické osoby, které jsou členy orgánů nebo vedoucími zaměstnanci poskytovatelů služeb, apod.

Nákup cenných papírů propojených osob do obhospodařovaných portfolií vyvolává zásadní problémy z hlediska odborné péče poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu. Především je zjevné, že nákupem takových cenných papírů do obhospodařovaného portfolia vyvolává poskytovatel služeb střet zájmů mezi zájmy svých zákazníků a svými vlastními zájmy. Nelze přijmout argument, že propojené osoby jsou samostatnými právními entitami, a že jejich zájmy proto nelze považovat za zájem samotného poskytovatele služeb. Je totiž zjevné, že poskytovatel služeb má zájem na prosperitě propojených osob, neboť tyto osoby mohou ovlivňovat jeho vlastní osud. Tento střet zájmů bude tím silnější, čím těsnější je sepětí poskytovatele služeb s propojenou osobou, naopak se bude snižovat v případě volnějšího propojení.

Dalším problémem je možnost vzniku tzv. autokontroly, a to na úkor investorů. Dojde-li k nákupu akcií ovládající osoby do portfolia obhospodařovaného ovládanou osobou, je evidentní, že ovládající osoba (potažmo její management) získává možnost ovlivňovat prostřednictvím práv spojených s těmito akciemi sama sebe. Použití prostředků investorů za účelem získání autokontroly by mohlo být jednáním nezákonným, neboť by se mohlo jednat o zneužití těchto prostředků pro soukromé zájmy jiných osob.

Komise zastává názor, že již ze samotného obecného požadavku odborné péče (§ 79 odst. 1 zákona o cenných papírech, § 17a odst. 2 zákona o investičních společnostech a investičních fondech, § 31 odst. 1 zákona o penzijním připojištění se státním příspěvkem) vyplývá, že

poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu jsou povinni předcházet střetu mezi svými vlastními zájmy a zájmy investorů, resp. zákazníků. Tento požadavek je dále výslovně konkretizován v § 47a odst. 1 písm. e) zákona o cenných papírech, v § 47b odst. 1 písm. g) téhož zákona, v § 5a odst. 3 a v § 24a odst. 3 a 4 zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

Z tohoto principu Komise dovozuje, že nabývání cenných papírů propojených osob do obhospodařovaných majetků je přípustné jen za situace, kdy výše popsaný střet zájmů vůbec nenastává nebo je zanedbatelný. **Při významnějším střetu zájmů** je nabývání cenných papírů propojených osob do obhospodařovaných portfolií **zcela nepřipustné**. Tento princip Komise považuje za jedno z pravidel odborné péče a jeho porušení může být sankcionováno jako porušení povinností příslušného poskytovatele služeb.

Při posuzování, zda je nebo není nabývání uvedených instrumentů přípustné, musí poskytovatel služeb zvážit následující kritéria:

a) **Intenzita střetu zájmů**. Střet zájmů je zanedbatelný zejména, pokud nakoupené množství cenných papírů je velmi malé ve srovnání s celkovým objemem emise, takže tímto nákupem nemůže dojít k významnějšímu ovlivnění ekonomických poměrů emitenta – propojené osoby, ani nemůže dojít k ovlivnění korporačních poměrů v dané skupině. Tak např. bude z hlediska odborné péče přípustné, aby investiční společnost nakoupila do podílového fondu cenné papíry emitované osobou, která ji zprostředkovane ovládá, pokud součet takových investic ve všech podílových fondech je jen zanedbatelným zlomkem celkového objemu emise (nejvýše v řádu několika málo procent), takže majetkové poměry ovládající osoby, ani poměry v dané skupině společností nejsou nákupem cenných papírů výrazněji ovlivněny. Jsou-li splněny tyto podmínky, může investiční společnost nakoupit cenné papíry do podílového fondu až do výše limitu pro rozložení rizika podle § 24 odst. 1 zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Obdobně je tomu v případě nákupu cenných papírů do portfolií jednotlivých zákazníků obchodníkem s cennými papíry.

Intenzita střetu zájmů bude tím menší, čím volnější je vazba mezi poskytovatelem služeb a propojenou osobou. Povahu vazby mezi poskytovatelem služeb a propojenou osobou je třeba posuzovat s ohledem na okolnosti každého případu. Např. u ovládání ve smyslu obchodního zákoníku je třeba vzít v úvahu zejména počet úrovní ovládání, existenci ovládací smlouvy, faktickou intenzitu výkonu ovládání atd.

Jako příklad nepřipustného chování lze uvést situaci, kdy poskytovatel služeb nákupem cenných papírů za prostředky investorů pomáhá řešit finanční problémy propojené osoby. V tomto případě by poskytovatel služeb závažným způsobem porušil povinnost předcházet střetu zájmů a tím i povinnost jednat s odbornou péčí.

b) **Kvalita cenného papíru**, tedy zejména bonita emitenta, likvidita cenného papíru a rizikovitost. Obecně platí, že u vysoce likvidních cenných papírů bonitních emitentů s nízkou rizikovitostí lze mírněji aplikovat kritéria pro zamezení střetu zájmů, uvedená v předchozím textu. Tak např. bude zpravidla přípustné, aby investiční společnost nakoupila do podílového fondu dluhopisy, emitované ovládající společností, která je z hlediska bonity prvotřídním emitentem a likvidita takového cenného papíru je dostatečně vysoká, a to až do výše zákonných limitů pro rozložení rizika. Zákaz takovýchto investic by vedl k neúměrnému zatížení a soutěžnímu znevýhodnění dané investiční společnosti. Komise ovšem upozorňuje, že významnější úleva od kritérií pro zamezení střetu zájmů je možná jen u instrumentů, které

lze přesvědčivě z výše uvedených hledisek označit za vysoce kvalitní, a jestliže jsou pořízeny za obvyklých podmínek.

c) **Limity pro rozložení rizika.** Poskytovatel služeb musí vždy dodržovat limity pro rozložení rizika stanovené zákonem, a pokud nejsou takové limity stanoveny, rozkládat riziko v souladu s obecně platnými zásadami diverzifikace rizika. Z hlediska odborné péče musí poskytovatel služeb dále dbát na to, aby investory neúměrně nevystavil riziku, které je spojeno s jedním podnikatelským seskupením. V opačném případě by opět mohl nastat střet zájmů mezi zájmy poskytovatele služeb a zájmy investorů, což je situace, které musí poskytovatel služeb předcházet.

V dalším textu se Komise zabývá konkrétními otázkami plynoucími ze současné právní úpravy nabývání vlastních cenných papírů či cenných papírů propojených osob do obhospodařovaného portfolia.

## **II. K výkladu § 24a odst. 4 písm. b) zákona o investičních společnostech a investičních fondech.**

Výše uvedené ustanovení zákona mimo jiné uvádí, že majetek v podílovém fondu nesmí být tvořen „akciemi akciových společností, které mají na hlasovacích právech nebo základním jmění investiční společnosti větší než 10 % podíl.“ Vůči zásadám odborné péče, které Komise dovodila v rámci bodu I. tohoto stanoviska se jedná o ustanovení zčásti speciální, které na rozdíl od zásad odborné péče *zcela zakazuje*, aby se v portfoliu podílového fondu nacházely určité cenné papíry. Zčásti je dosah tohoto ustanovení dokonce širší, neboť ne každá osoba, která má např. 15% podíl na hlasovacích právech investiční společnosti, bude vyhovovat pojmu propojené osoby ve smyslu bodu I. toho stanoviska.

V souvislosti s tímto ustanovením zákona se v praxi vyskytla otázka, zda se zákaz vztahuje též na osoby, které ovládají osoby, „které mají na hlasovacích právech nebo základním jmění investiční společnosti větší než 10% podíl“ (dále též „nepřímo propojené osoby“), jinak řečeno, zda se zákaz vztahuje též na osoby, které větší než 10 % podíl drží nepřímo. Podmnožinou těchto osob jsou též společnosti nepřímo ovládající investiční společnost.

Jazykový výklad tomuto závěru nenasvědčuje. Je evidentní, že nepřímo propojená osoba nemá na hlasovacích právech ani na základním kapitálu investiční společnosti podíl. To, že může ovlivňovat uplatňování práv s tímto podílem spojených, často i rozhodujícím způsobem, nemění nic na tom, že nepřímo propojená osoba nemá žádné akcie, ani žádná hlasovací práva, a tudíž na nich nemá ani žádný podíl.

Systematický výklad nenabízí jednoznačné řešení. Tak např. definice kvalifikované účasti v zákoně o cenných papírech výslovně hovoří o přímém či *nepřímém* podílu, který představuje 10 či více procent na základním kapitálu nebo hlasovacích právech (§ 45 odst. 6 zákona o cenných papírech). Rovněž § 183b obchodního zákoníku bez dalšího nepředpokládá, že se „podílem“ rozumí též podíl nepřímý, a proto obsahuje výslovný odkaz na § 183d obchodního zákoníku, které opět výslovně stanoví, že se k hlasovacím právům oznamovatele připočtou i některá další hlasovací práva. Nelze tedy tvrdit, že by se v českém právním řádu pod slovy „podíl na hlasovacích právech nebo základním kapitálu“ automaticky rozuměl i podíl nepřímý.

Jasnou odpověď nedává ani historický výklad. Předmětné ustanovení bylo přijato v době, kdy neplatil výše zmíněný § 183d obchodního zákoníku. Problematiky podílů na hlasovacích právech se tehdy dotýkal § 66a obchodního zákoníku, jehož účelem ovšem bylo definovat ovládající a ovládanou osobu a pro tyto účely se stanovilo, že se podíl na hlasovacích právech za určitých okolností zvyšuje nebo snižuje. V tomto ustanovení však nic nenasvědčuje, že by se jednalo o obecnou definici pojmu „podíl na hlasovacích právech.“ Nelze proto ani s jistotou říci, že v době přijetí § 24a bylo možné vykládat pojem podílu na hlasovacích právech též jako podíl nepřímý.

Odpověď nevyplývá ani z důvodové zprávy. Ta ohledně § 24b konstatuje, že „v zájmu posílení transparentnosti vazeb investičních společností a investičních fondů s jinými subjekty se zavádí povinnost oznamovat získání většího než 10 % podílu na hlasovacích právech nebo na základním jmění. Možnost získat tento významný podíl na investiční společnosti nebo investičním fondu jednou osobou, nebo osobami vzájemně ekonomicky propojenými je vázána na souhlas Komise.“ I když lze polemizovat o přesném obsahu termínu „osoby vzájemně ekonomicky propojené“, je možné, že zákonodárce zamýšlel postihnout v předmětném ustanovení i nepřímé nabytí hlasovacích práv v intencích tehdejší definice podílu na hlasovacích právech obsažené v § 66a obchodního zákoníku. Je však zajímavé, že k § 24a zákona o investičních společnostech a investičních fondech důvodová zpráva uvádí, že „do portfolia fondů nebude možné nabývat ani akcie společností, které se významně, t.j. více než 10 procenty podílí na základním jmění investiční společnosti nebo investičního fondu.“ Tato formulace hovoří pouze o společnostech podílejících se na základním jmění (resp. kapitálu), přičemž právní věda dosud nevytvořila žádnou konstrukci, dle které by se pod pojmem podíl na základním kapitálu rozuměl zároveň i nepřímý podíl na základním kapitálu. Uvedená skutečnost výrazně oslabuje možnost výkladu ratio legis ve prospěch širší definice.

Výše uvedené metody výkladu vedou tedy spíše k závěru, že podílem na základním kapitálu a hlasovacích právech je nutno rozumět pouze podíl přímý. Z hlediska účelu tohoto ustanovení vede tento výklad k některým poněkud nelogickým výsledkům. Účelem zmíněného ustanovení zjevně je bránit problémům, které byly zmíněny v bodu I. tohoto stanoviska. Z tohoto pohledu bude ustanovení § 24a odst. 4 při výše zmíněném výkladu značně oslabeno. Dalším nelogickým výsledkem je, že do podílového fondu nebude možné nakupovat akcie společností, které mají např. přímý podíl ve výši 15 %, naopak bude možné nakupovat akcie společností nepřímo ovládajících investiční společnost. Nelze ovšem zároveň ani vyloučit výklad v tom smyslu, že zákonodárce skutečně zamýšlel postihnout bezvýjimečným zákazem investice do akcií propojených osob pouze v některých kvalifikovaných případech, přičemž jiné případy ponechal na principu odborné péče.

Přes vědomí těchto nedostatků a nejasností je Komise toho názoru, že pojem „podíl na hlasovacích právech nebo základním kapitálu“ v § 24a odst. 4 písm. b) zákona o investičních společnostech a investičních fondech je třeba vykládat pouze jako podíl přímý. Pro opačný výklad není v současné právní úpravě dostatečná opora. Při výkladu právních předpisů je nutné respektovat názor Ústavního soudu (Pl. ÚS 1/96), že „v případě aplikace právního ustanovení nutno prvotně vycházet z jeho doslovného znění. Pouze za podmínky jeho nejasnosti a nesrozumitelnosti (umožňující např. více interpretací), jakož i rozporu doslovného znění daného ustanovení s jeho smyslem a účelem, o jejichž jednoznačnosti a výlučnosti není jakákoli pochybnost, lze upřednostnit výklad e ratione legis před výkladem jazykovým.“ Smysl a účel zákona je především třeba dovodit z autentických dokumentů, ze kterých lze zjistit záměr zákonodárce, tedy zejména z důvodové zprávy. V tomto případě není ustanovení zákona nejasné ani nesrozumitelné, neboť jazykový výklad vede přesvědčivě

k závěru, že se jedná o podíl přímý. Rovněž nelze tvrdit, že je v rozporu s jednoznačně zjištěným smyslem ustanovení, protože jak ukazují výše uvedené úvahy, nelze jednoznačně dovodit, že by účel ustanovení byl jiný než jaký vyplývá z jeho textu.

Závěrem výše uvedených úvah proto je, že zákaz v § 24a odst. 4 písm. b) zákona o investičních společnostech a investičních fondech se vztahuje jen na akcie osob, které mají přímý podíl na hlasovacích právech společnosti nebo na základním kapitálu. **Nákup akcií společností, které drží podíl na investiční společnosti zprostředkovaně, je proto v zásadě možný, ovšem pouze při dodržení podmínek odborné péče, které jsou uvedeny v bodu I. tohoto stanoviska.**

Na nabytí akcií osoby nepřímo ovládající investiční společnost do portfolia podílového fondu se ovšem vztahuje § 161f odst. 4 obchodního zákoníku, který stanoví, že hlasovací práva spojená s nabytými akciemi nelze vykonávat a že se tyto akcie započítávají do 10 % podílu na základním kapitálu podle § 161a odst. 1 písm. b) obchodního zákoníku. Investiční společnost obhospodařuje majetek v podílovém fondu svým jménem na účet majitelů podílových listů (§ 5 odst. 3 ZISIF). Nabývá-li tedy investiční společnost akcie své ovládající osoby, nabývá tyto akcie vlastním jménem, avšak na účet majitelů podílových listů. Tím je naplněna hypotéza § 161f odst. 3 písm. a) obchodního zákoníku, který stanoví, že se v takovém případě nepoužije obecných ustanovení o nabývání vlastních akcií. Investiční společnost proto nemá povinnost takto nabyté akcie zcizit, ani jí nehrozí sankce uvedené v § 161c odst. 2 obchodního zákoníku, atd. Je ovšem nutno vzít v úvahu výše citované zvláštní ustanovení § 161f odst. 4 obchodního zákoníku, které se uplatní, dokud budou akcie v obhospodařování dané investiční společnosti.

Uvedené závěry platí rovněž pro investiční fondy, s tím ovšem, že v případě nabývání akcií osob ovládajících musí investiční fond dodržovat v plném rozsahu podmínky uvedené v § 161f odst. 1 obchodního zákoníku, t.j. obdobně aplikovat na tyto případy tam uvedená ustanovení o nabývání vlastních akcií.

### **III. Nákup směnek do zákaznických portfolií obchodníkem s cennými papíry**

V praxi se vyskytly případy, kdy obchodník s cennými papíry nakoupil do portfolia zákazníků směnky, které sám emitoval, popřípadě směnky emitované ovládajícími osobami.

**Nákup (případně emise) směnky do zákaznického majetku, ze které je zavázán sám obchodník, bude však nutné posoudit poněkud odlišně od obecných zásad uvedených v bodu I.** Takové jednání má totiž povahu financování obchodníka s cennými papíry z prostředků zákazníka, přičemž směnka je pouze nástrojem, který financování zprostředkovává. Na tyto případy je nutno aplikovat § 46b odst. 1 písm. c) zákona o cenných papírech, které vyžaduje, aby k takovému financování dal zákazník písemný souhlas. Z principu odborné péče pak vyplývá, že tento souhlas musí být dán předem pro každý konkrétní případ využití prostředků zákazníka obchodníkem, a musí z něj být patrné:

- k jakému účelu lze prostředky zákazníka využít, přičemž tímto účelem mohou být jen obchody s investičními instrumenty,
- na jakou dobu se souhlas uděluje, přičemž tato doba by neměla přesáhnout 30 dnů od podepsání souhlasu zákazníkem,
- výše prostředků, kterou smí obchodník použít, nebo jednoznačný způsob jejího

určení.

O všech transakcích provedených na základě souhlasu uděleného zákazníkem a o jejich průběhu by zákazník měl být rovněž obchodníkem s cennými papíry informován v rámci (pravidelných) informací poskytovaných v rámci plnění povinnosti podle § 47b odst. 1 písm. e) in fine zákona o cenných papírech.

Komise považuje výše uvedené požadavky za minimum odborné péče při využívání prostředků zákazníků k obchodům na vlastní účet obchodníka s cennými papíry. Z hlediska čestnosti poskytování služeb na kapitálovém trhu a nutnosti respektovat zájmy zákazníků (§ 47b odst. 1 písm. a) zákona o cenných papírech) považuje Komise za nepřijatelné, aby obchodník pouze na základě obecného souhlasu zákazníka využíval jeho prostředky k obchodům na vlastní účet, a to způsobem, který je pro zákazníka nekontrolovatelný a nepředvídatelný. Komise počítá s tím, že výše uvedené zásady budou výslovně vtěleny i do připravovaného prováděcího předpisu k § 47a a § 47b zákona o cenných papírech.

Pro nabývání směnek společností propojených s obchodníkem s cennými papíry platí beze zbytku podmínky a omezení uvedená v bodu I. tohoto stanoviska.

#### IV. Závěr

Požizování cenných papírů majetkově nebo jinak propojených osob poskytovatelem služeb do obhospodařovaných portfolií je **jen omezeně přípustné**. Omezení vyplývají především z rizika střetu mezi zájmy poskytovatele služeb a zájmy investorů, kterým je poskytovatel služeb povinen předcházet. Při posuzování, zda je konkrétní investice přípustná, musí vzít poskytovatel služeb v úvahu následující kritéria:

- a) intenzitu možného střetu zájmů,
- b) kvalitu cenného papíru (zejména bonitu emitenta, likviditu a rizikovost),
- c) pravidla pro rozložení rizika, včetně nutnosti nevystavovat investory nadměrně riziku spojenému s konkrétním podnikatelským seskupením.

Nabývání akcií osob, které mají větší než 10 % přímý podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech investiční společnosti, do podílových fondů, obhospodařovaných touto investiční společností, **je nepřijatelné** podle § 24a odst. 4 písm. b) zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

Na nákup směnek, ze kterých je zavázán obchodník s cennými papíry, je nutné pohlížet obdobně jako na použití finančních prostředků zákazníka k obchodům na vlastní účet obchodníka s cennými papíry.

Prezidium Komise schválilo dne 12. září 2002.

Kontaktní osoba: Jan Hart, 2109 6217.