

Vydává ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha*

© ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vínohradská 49,  
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361  
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vínohradská 49,  
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Aleš BULÍŘ: Peníze, nebo úvěry? .....	49
Robert HOLMAN: Reálný devizový kurs, diferencované zboží a neobchodní zboží ...	58
Harvey E. BINES: Modelování investičních fondů: poučení z amerických zkušeností .....	65
Jitka PEKOVÁ: Reforma místních rozpočtů .....	85
Jan ZEMAN: Některé ekonomické nástroje ekologizace v ČSFR .....	92

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ:  
**Veřejné finance v teorii a praxi** (5. část):  
ss. 105—132

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

## CONTENTS

Aleš BULÍŘ: Money or Credit? .....	49
Robert HOLMAN: Real Exchange Rate, Product Differentiation, and Non-Traded Goods . . . . .	58
Harvey E. BINES: Investment Fund Modeling: Lessons from the American Experience	65
Jitka PEKOVÁ: Local Budget Reform .....	85
Jan ZEMAN: Some Economic Tools for Ecological Purpose in ČSFR .....	92

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part V):  
pp. 105—132

You can find all bibliographical data including **particulars on copyright** in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

Prosíme čtenáře, aby omluvili chybné zařazení textu překladu další části učebnice Musgraveových „Veřejné finance v teorii a praxi“ v čís. 1/93 tohoto časopisu. V čís. 2/93 tuto chybu napravujeme, přičemž opakování všech 16 chybné zařazených stran není na úkor normálního rozsahu čísla — čís. 2/93 má rozsah 80 stran místo běžných 64 stran.

Tiskárna

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., prof. Jan Švejnar, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

## Modelování investičních fondů: poučení z amerických zkušeností

Harvey E. BINES\*

Fondy, které kolektivně investují za své podílníky do cenných papírů, nemovitostí, komodit a přírodních zdrojů, jsou na současných amerických kapitálových trzích dominantními investory. Tyto investiční fondy jsou překvapivě úspěšné při získávání kapitálu, umožňují investorům výhodně ukládat jejich úspory a rozšiřují vlastnictví produktivních amerických aktiv na většinu amerických rodin.

Údaje o nejrozšířenějších fondech jsou působivé. K 31. srpnu 1991 spravovaly vzájemné fondy a veřejně obchodované investiční společnosti, které představují více než 61 mil. akcionářských účtů, 1,4 bil. USD. Ke konci roku 1990 spravovaly penzijní a sociální fondy, které zastupují přes 50 mil. zaměstnanců podniků, dobročinných organizací, státní a místní správy, 2,9 bil. USD. Koncem roku 1989 spravovaly bankovní společné fondy a kolektivní svěřenecké fondy, jež představují 1,67 mil. výnosových účtů, 415 mld. USD. Úplný obraz by měl také zahrnovat srovnatelná čísla za společnosti s ručením omezeným, společnosti s aktivy v cenných papírech, komoditní fondy a pooly, investiční fondy orientované na nemovitosti a ostatní kolektivní investiční subjekty. Statistiky jsou — pokud jde o hodnoty těchto držeb — nekompletní, zvláště u soukromých držeb; souhrnná aktiva těchto investičních fondů však — podle veřejné statistiky — přesahovala koncem roku 1990 1,2 bil. USD. Fondy životního pojištění — i když nejsou čistě investičními fondy — jsou důležitým typem sdružených investic. Koncem roku 1989 vykazaly životní pojišťovny pod svoji správou 394 mil. pojistných smluv, jež zahrnovaly 156 mil. osob a investice ve výši 1,3 bil. USD.

Americké investiční fondy dosáhly svého úspěchu na základě systému zákonů a regulace, který upravuje jejich činnost — a já bych dokonce řekl: především díky tomuto systému. Nevidím důvod, proč by americké zkušenosti nemohly využít i jiné země. V tomto článku se snažím dokázat, že východoevropské ekonomiky mohou urychlit tempo akumulace kapitálu, napomáhat tvorbě úspor a rozšířit vlastnictví na základě využití zkušeností amerického investičního práva.

Tím nechci říci, že systém regulace a předpisů, který se nyní objevuje ve východní Evropě, by měl napodobovat americký regulační aparát nebo přejímat

---

\* Prof. Harvey E. Bines, specialista v oblasti kapitálových trhů u firmy Sullivan & Worcester  
Redakce příspěvek publikuje se souhlasem autora.

specifika amerického práva. Americké investiční fondy se vyvíjely za okolností podstatně odlišných od těch, ve kterých se nacházejí východoevropské ekonomiky. Než v Americe investiční fondy vznikly, byly soukromé úspory dostatečně velké na to, aby vytvořily poptávku po investičních příležitostech, které zprostředkující finanční instituce jako banky a životní pojišťovny uspokojit nemohly, a trhy se vyvinuly tak, že byly schopny spolehlivě oceňovat cenné papíry a jiný majetek nabízený investorům.

Z počátku tyto podmínky přitahovaly většinou individuální investory k širším kapitálovým trhům. Individuální investoři, kteří se snažili umístit své úspory produktivněji, byli většinou v nevýhodě vůči finančním profesionálům, kteří měli lepší informace a snazší přístup k trhům než outsideri. Navíc jsou náklady rozdělení investičních příležitostí, sledování investic a vytváření diverzifikovaného portfolia podstatně horší pro malé společnosti než pro společnosti velké. Americké investiční fondy byly schopné dosahovat výnosů úměrných předpokládanému riziku efektivněji, než podílníci mohli očekávat při investování samostatně, tím, že nabízely expertní vedení, úspory z rozsahu a vyšší diverzifikaci; proto tyto fondy prosperovaly.

Ve východoevropských ekonomikách jsou národní úspory převážně v rukou státu a existující trhy jsou příliš primitivní na to, aby poskytovaly spolehlivé informace o cenách. Prostředky, kterými by se národní úspory přeměnily na soukromé úspory, jsou značně nejisté. Nelze ani předvídat proces, kterým by se vytvořily trhy schopné přizpůsobovat investování soukromým úsporám. Naopak, tvůrci legislativy a regulace, právníci a profesionální investoři musejí být ohromně bystří a chápaví, aby mohli vytvořit právní systém a smluvní nástroje, které se mohou přizpůsobit charakteristikám nově se objevujících trhů. V takovém prostředí by bylo naprostou náhodou, kdyby americké investiční právo detailně vyhovovalo momentálním potřebám. Většina z amerického systému regulace investičních fondů nebude relevantní a některé regulační techniky, které jsou účinné na amerických kapitálových trzích, by mohly ve skutečnosti potenciál vznikajících východoevropských trhů utlumit vnučováním pravidel, která by odřízla cesty růstu.

Co tedy mohou východoevropské ekonomiky, které se snaží vytvořit příhodné podmínky pro investiční fondy, z amerických zkušeností vytěžit? Podle mého názoru přínosem amerických zkušeností může být to, že pokud lidé, kteří jsou zodpovědní za vytváření právních norem pro řízení investic, regulaci investičních aktivit, pro vyjednávání a sepisování investičních smluv, rozumějí zásadám amerického investičního práva, potom mohou vytvořit mnohem efektivnější právní a regulační systém, jež by byl kompatibilní s akumulací kapitálu, s ochranou úspor a pomohl by rozšířit výnosné vlastnictví produktivních aktiv na široké segmenty společnosti.

Americké investiční právo, které se vyvíjelo v průběhu dlouhého období, bylo a je nuceno reagovat na nespočetné otázky týkající se práv a zájmů podílníků investičních fondů. Na základě řešení těchto otázek v mnoha soudních rozhodnutích, složitých předpisech a široké regulaci vykristalizovalo pět právních zásad, které jsou pro úspěch investičních fondů důležité:

- (1) investiční aktivity je nutné provádět s přiměřenou zkušeností a péčí;
- (2) první povinností manažerů investičních fondů je preferovat zájmy podílníků před svými vlastními;
- (3) investiční fondy musejí správně oceňovat podíly podílníků;
- (4) musí existovat stálý a spolehlivý systém nezávislého dohledu nad manažery investičních fondů;

- (5) manažeři investičních fondů musejí reálně riskovat osobní majetek, jestliže významně poruší své povinnosti, pokud jde o obezřetnou péči, loajalitu a správné oceňování.

Tento článek se zabývá pěti uvedenými zásadami amerického práva a doporučuje, aby východoevropské ekonomiky vytvářely svůj právní systém pomocí legislativních a regulačních technik a smluvních konvencí tak, aby bylo zajištěno, že domácí investiční fondy naplňují těchto pět zásad.

## A. Pět zásad z hlediska historie

Investiční fondy vznikly jako reakce na poptávku po profesionálních poradenských službách v oblasti investic. Banky v průběhu 19. století stále častěji pracovaly jako profesionální zmocněnci při správě majetku a fondů za poplatek. V první polovině 20. stol. se stalo zjevným, že náklady individuálního investování prostřednictvím skromných svěřeneckých účtů jsou vysoké a investiční příležitosti jsou pro tyto účty omezené. Poté získaly banky ze zákona povolení, aby investovaly v zájmu různých svěřeneckých účtů. Institut společných svěřeneckých fondů pomohl vytvořit koncepci, která — spolu s existencí dalších lidí ochotných vzdát se určité rozhodovací pravomoci — umožnila držitelům kapitálu, aby delegovali odpovědnost za společné investování na profesionální manažery, kteří všechny zastupují.

Protože společné svěřenecké fondy se primárně považovaly za efektivnější způsob investování aktiv držených na svěřeneckých účtech, byla investiční aktivity společných svěřeneckých fondů podřízena stejným právním normám, jako byly normy, které regulovaly investiční činnosti individuálních fondů. Správci majetku byli povinni investovat prozíravě a vyhnout se obchodování aktivity fondu ve svůj prospěch. Správci majetku, kteří nevyhověli těmto požadavkům, byli finančně postiženi v rozsahu ztrát, které podílníci utrpěli.

Společné svěřenecké fondy přišly s novými požadavky na investiční zákonodárství. Pro činnost společných svěřeneckých fondů je podstatné, aby existoval snadný vstup nebo výstup zúčastněných svěřeneckých účtů. Nové předpisy pro společné svěřenecké fondy požadují, aby jejich podíly byly spravedlivě oceněny v krátké době po vstupu do fondu nebo jeho opuštění z toho důvodu, aby účastníci nebyli vůči sobě zvýhodněni nebo znevýhodněni načasováním vstupu nebo odchodu. Spolehlivé ocenění umožnily dostatečně rozvinuté trhy cenných papírů. Společné svěřenecké fondy také vyžadovaly spolehlivý mechanismus dozoru, který by pomohl zjistit adekvátnost výkonu správy majetku, aniž by fondy zatěžovaly přílišnými náklady. Z toho důvodu založily nové předpisy nutnost periodicky předkládat do jednání správní rady účty, které se představitelům zúčastněných svěřeneckých účtů dávají na vědomí; ti se také těchto jednání mohou zúčastnit.

Mezitím přiměl rozvoj amerického průmyslu a vývoj amerických trhů s cennými papíry stále více jednotlivců k tomu, aby přímo investovali své úspory do obligací a akcií emitovaných americkými společnostmi a do domácích a zahraničních státních cenných papírů. Mnoho z těchto investorů nevyhnutelně hledalo profesionální radu a zvláště po druhé světové válce příslušníci finanční komunity rozpoznali sílu společného investování prostřednictvím sdružených investičních fondů. Aby se uspokojila poptávka investorů (převážně ze střední třídy) po investování do cenných papírů pod vedením expertů, uvedly investiční firmy do oběhu podíly na investičních fondech a akcie investičních korporací, které se staly před-

chůdci dnešních vzájemných fondů a veřejně obchodovaných investičních společností.

Naneštěstí byli promotéři a manažeři investičních trustů a korporací buď smluvně vázáni chovat se tak, jako by nepodléhali žádným právním normám, žádnému dozoru a možnostem postihu podle zákona o správě majetku, nebo se tak prostě chovali. K tomu došlo z části proto, že tyto investiční fondy představovaly úplně nový fenomén a byly patrně povzbuzeny všeobecně převažujícím přístupem *laissez-faire* v obchodu s cennými papíry v tomto období. V protikladu k manažerům individuálních poradenských účtů ti, kteří řídili investiční fondy, mohli přesouvat velké sumy peněz jednoduchým rozhodnutím a získat tak levný zdroj na financování svých vlastních investičních aktivit. Navíc — na rozdíl od osobního vztahu mezi správcem majetku a podílníkem nebo mezi ředitelem a zprostředkovatelem, který je základem správy individuálních fondů a poradenských účtů — podílníci investičního fondu jsou pro své manažery anonymní; výsledkem je, že se snadno přehlédnou i značné investiční ztráty. Když vezmeme v úvahu výstřelky doby, ukazuje se, že pro mnohé investiční manažery nebylo neobvyklé, že racionalizovali svůj postoj a podstupovali riziko zneužití svých povinností vůči podílníkům investičních fondů, které spravovali.

Krach na burze v roce 1929 a následující deprese byly více než dostatečnou připomínkou toho, že investiční fondy nedosáhnou záměrů svých podílníků, pokud jde o umístění jejich úspor, když manažeři nebudou obezřetně pečovat o investování a správné oceňování držeb fondu. Odhalení, která následovala po krachu z roku 1929, prokázala, že v podmínkách, kdy neexistuje adekvátní dozor, který by sledoval, zda jsou skutečně dodržovány zásady obezřetné péče, nejvyšší loajality a poctivého oceňování, a kdy neexistuje zřejmá možnost osobního postihu pro případ bezohledného investování, nelojality a nesprávného oceňování, je selhání prakticky nevyhnutelné.

## **B. Zákon o investičních společnostech z roku 1940**

V deseti letech po krachu z roku 1929 se provedly rozsáhlé právní úpravy na regulaci distribuce a obchodování s cennými papíry, na regulaci činnosti burz s cennými papíry a obchodování přes přepážku (*over-the-counter* — pozn. překl.). Právní úprava také vytvořila novou agenturu, Securities and Exchange Commission (Komise pro cenné papíry a burzy — SEC), která byla pověřena dozorem nad odvětvím cenných papírů a regulací mnoha jeho činností.

Poslední složkou složitého legislativního úsilí zaměřeného na reformu obchodu s cennými papíry byl zákon o investičních společnostech z roku 1940. Tento zákon byl výsledkem rozsáhlé studie SEC, která se zvláště zaměřila na fungování a činnosti investičních fondů a korporací. Zákon o investičních společnostech se týká všech veřejných investičních fondů, které investovaly do cenných papírů a které jsou ve svých statutech označeny jako investiční společnosti — s výjimkou bank, finančních společností a pojišťoven, které jsou regulovány samostatně, fondů zaměstnaneckých dávek, které později přešly pod samostatnou regulaci, a charitativních nadací. Uznání pěti zásad investičního práva lze nalézt ve statutu.

### *1. Regulace investičního rozhodování*

Zákon o investičních společnostech právní povinnost manažera investovat s obezřetenou péčí přímo nestanovuje. Namísto toho zákon vyžaduje, aby inves-

toři měli dostatek informací před provedením investice a po něm pro to, aby mohli sami posoudit, zda investiční cíle společnosti jsou v souladu s jejich cíli, pokud jde o úspory, a zda průprava a zkušenost společnosti, její poradci a ředitelé a výkon společnosti umožňují dosahovat těchto cílů s přijatelnou pravděpodobností. Navíc k zajištění toho, aby investiční společnost postupovala konzistentně při sledování svých investičních cílů, se každá tato společnost musí registrovat u SEC a stanovit, které zásady v oblasti diverzifikace a koncentrace, kapitalizace, půjčování a v dalších aspektech považuje za základní. Žádnou z těchto zásad nelze změnit bez odhlasování většinou akcionářů, což investorům umožňuje zabránit změnám nebo disponovat svými podily dříve, než změnu akcionáři schválí. Zákon o investičních společnostech dále obsahuje řadu opatření, která omezují samostatné rozhodování společnosti v případě nadměrného rizika; patří sem stropy na spekulace s vypůjčenými penězi, které společnost může provádět, limit na míru koncentrace rozhodovacích pravomocí a limit na rozsah závazků, které může společnost převzít vůči upisovatelům.

## *2. Regulace obchodování ve vlastní prospěch*

Zákon o investičních společnostech v podstatě zakazuje veškeré obchodování ve vlastní prospěch. Manažer sám za sebe nesmí kupovat aktiva od investiční společnosti, nesmí jí prodávat majetek, nesmí si od ní půjčovat a nesmí se angažovat ve společných transakcích; manažer nemůže získat odměnu za roli prostředníka při nákupu nebo prodeji majetku jinak než jako zprostředkovatel (broker) v obchodu s cennými papíry a v tomto případě si může účtovat pouze běžný poplatek. Investiční společnost může požádat SEC o schválení transakce nebo o dočasné opatření, které by teoreticky mohlo obsahovat obchodování ve vlastní prospěch ze strany jejího manažera, ale získání úředního rozhodnutí je nákladné a časově náročné a obecně se vydává jen tehdy, když společnost navrhne způsob, který zajistí, že bude spravována poctivě. Doplněk zákona o investičních společnostech výslovně zakazuje nekalé přístupy zmocněnce a stanoví, že povinnosti manažera — pokud jde o jeho zmocnění — jsou v souladu s jeho platem, který mu společnost vyplácí. Zákon o investičních společnostech navíc přísně omezuje vztahy, které by mohly ovlivnit nezávislost investičního úsudku manažera. K těmto vztahům patří například křížové vlastnictví mezi investiční společností a společnostmi z jejího portfolia, investice společností do firem obchodujících s cennými papíry a členství osob angažovaných v obchodu s cennými papíry v představenstvu společnosti.

## *3. Regulace oceňování*

Zákon o investičních společnostech řeší problém oceňování komplexně. Pravidelně kótované cenné papíry musejí být oceněny v tržní ceně. Za ocenění všech ostatních cenných papírů a majetku je přímo odpovědné představenstvo společnosti, které musí stanovit ocenění v „dobré víře“. Akcie do vzájemných fondů musejí být oceněny v ceně čistých aktiv (net asset value) a podléhají poplatkům z regulovaných převodů upisovatelů a zprostředkovatelů (brokerů). Investiční společnosti musejí pro akcionáře pravidelně vykazovat celkovou hodnotu portfolia jejich držeb a zvláště hodnotu držby každého cenného papíru.

#### 4. Dohled nad manažerem

Zákon o investičních společnostech provádí dohled nad manažery třemi způsoby. Protože existuje nutnost rozsáhlého pravidelného výkaznictví, mohou investoři realizovat svá práva akcionářů s plnou informovaností. Významnější je, že společnost musí vyplňovat formuláře a poskytovat další informace SEC, přičemž SEC pravidelně provádí inspekce účtů a záznamů společnosti na místě. Prvotní odpovědnost za dohled však spočívá na představenstvu společnosti. Kromě obecně zmocněnce povinnosti členů představenstva vyžaduje zákon o investičních společnostech, aby byla předkládána poradenská smlouva manažera, a to nejméně jednou ročně, a aby byla znovu schválena správní radou nebo valnou hromadou akcionářů a zvláště schválena většinou členů představenstva, kteří nejsou přidružení k manažerovi. Nezávislá účetní firma musí v investičních společnostech provést — nejméně jednou ročně — audit.

#### 5. Osobní ručení

Zákon o investičních společnostech ukládá trestní postihy za úmyslné porušení právních předpisů, zmocňuje SEC, aby vyšetřovala skutečné nebo domnělé porušení a získávala soudní příkazy, a tím předcházela, ukončila nebo napravila porušení právních předpisů. Poslední dodatky také umožňují, aby SEC ukládala značné občanské pokuty. Od samého počátku vylučoval zákon o investičních společnostech osoby, které byly usvědčeny nebo obviněny soudem z narušení zákonů o cenných papírech, z řad úředníků, ředitelů nebo poradců investičních společností a následně dodatky zmocňují SEC diskvalifikovat jednotlivce, kteří porušují zákony o cenných papírech. Osobní odpovědnost za porušení zákona o investičních společnostech sice mohou prosadit také akcionáři, nicméně z technických důvodů — s výjimkou případů týkajících se nadměrných odměn, špatného výkaznictví a špatného vyplňování formulářů nebo případů souvisejících s manipulací při nákupu nebo prodeji akcií společnosti — se musejí akcionáři obecně spoléhat na jiné předpisy o cenných papírech nebo na zákony upravující práva akcionářů vymáhat své pohledávky. V neposlední řadě zákon o investičních společnostech anuluje smlouvy, které porušují jeho předpisy, ruší nevynutitelné smlouvy, které ve skutečnosti porušují jeho předpisy, a ukládá postihy vůči osobám, které nutí své podřízené, aby porušovali jeho předpisy.

### C. Fondy pro poskytování penzí a sociálních dávek

Přestože fondy penzijního pojištění korporací existují v USA déle než jedno století, soukromé fondy penzijního pojištění začaly nabývat na významu teprve poté, co státní politika považuje příspěvky na tyto fondy za velmi cennou formu investic. Ve čtyřicátých letech a znovu během války v Koreji vedla regulace mezd ke zvýšení významu odložených dávek jakožto součásti plného odměňování zaměstnanců. Vláda také stimulovala růst fondů penzijních a sociálních dávek pomocí daňových zákonů, podle nichž se tyto příspěvky zaměstnancům nezdaňovaly až do doby, kdy se dávky realizovaly. Poté, co USA prožily v padesátých a šedesátých letech ekonomický rozmach, výrazně vzrostla účast zaměstnanců na fondech penzijního a sociálního pojištění a příspěvky od zaměstnavatelů a od zaměstnanců se podstatně zvýšily. V průběhu dvaceti let od roku 1950 se účast

v těchto fondech ztrojnásobila na téměř 30 mil. lidí a rezervy penzijních fondů se zvýšily téměř dvanásobně až na 137 mld. USD. Do roku 1970 se fondy penzijního a sociálního pojištění staly největším v podstatě neregulovaným druhem investičních fondů v USA.

Během období rychlého růstu spočívala ochrana zájmů zaměstnanců — v důsledku neexistence zvláštní regulace — na soukromých smlouvách, konvenčním obchodním právu a málo význačném federálním zákonodárství o informační povinnosti. Mnoho událostí však vedlo k potřebě rozsáhlejší regulace k zabezpečení zájmů zaměstnanců. Mnoho pojistných fondů bylo například fondově podhodnoceno, což vystavovalo příjemce dávek možnosti jejich neuskutečnění v případě, že sponzorující firma zbankrotovala. Navíc byly odhaleny případy zneužití fondů určených na tyto cíle, což zvětšilo obavy, že existující zákony nezabezpečují adekvátní regulaci a ještě méně mohou předcházet případům pochybného investování a obchodování sponzory fondů, odbory a správci fondů ve svůj prospěch. V reakci na tyto a další problémy Kongres odhlasoval v roce 1974 Employee Retirement Security Act (Zákon o důchodovém zabezpečení zaměstnanců — ERISA). Přestože ERISA vychází převážně z tradičních principů správy majetku, zajišťuje obezřetnou péči, loajalitu a správné ocenění mnohem přesněji než konvenční zákony o správě majetku a jeho předpisy o dohledu a ručení patří v americkém investičním právu mezi nejprísnejší.

### *1. Regulace investičního rozhodování*

ERISA požaduje, aby aktiva zaměstnaneckých fondů penzijního a sociálního pojištění byla držena v trustu. Aktiva fondu musejí být spravována buď nezávislými zmocněnci, nebo — pokud to fond umožňuje — kvalifikovanými nezávislými investičními manažery či pojišťovacími společnostmi. Protože v podstatě všechny fondy schvalují jmenování investičního manažera, ERISA považuje investiční manažery za zmocněnce na základě smlouvy, kteří mají v podstatě stejnou delegovanou pravomoc při spravování aktiv, jako by měli správci majetku fondu, kdyby odpovědnost za správu aktiv delegována nebyla. Od správců majetku a investičních manažerů se požaduje, aby investovali aktiva fondů prozřavě, aby diverzifikovali investice, za něž jsou odpovědní, a aby naplňovali podmínky zásad fondů. Navíc správci majetku a investiční manažeři nesmějí rozměňovat svou autoritu vyplývající ze smlouvy. ERISA anuluje ta ustanovení smlouvy, která se o to pokoušejí.

### *2. Regulace obchodování ve vlastní prospěch*

ERISA usiluje o předcházení obchodům ve vlastní prospěch tím, že považuje všechny potenciální konflikty zájmů v oblasti aktiv fondů za nezákonné s výjimkou těch transakcí nebo obchodů, které by sice mohly obsahovat takový konflikt, ale které jsou výslovně vyjmuty. ERISA znemožňuje konflikt zájmů čtyřmi způsoby. Za prvé, příkazuje zmocněncům fondů vykonávat své povinnosti „výhradně“ v zájmu podílníků a „výlučně“ s cílem poskytovat dávky podílníkům. Za druhé, ERISA zakazuje zmocněncům fondů nakládat s aktivy fondu ve svém vlastním zájmu, zastupovat strany, jejichž zájmy jsou v rozporu se zájmy fondů nebo jejich podílníků, dále zakazuje přijímat plat za služby při transakcích s jeho aktivy od kohokoli jiného než od fondu. Za třetí, zmocněncům se zakazuje, aby



umožnili fondu angažovat se v transakcích, na nichž mají zájem jiné osoby, jestliže tyto osoby také poskytují služby — které se netýkají dané transakce — fondu, zaměstnavateli nebo odborům sponzorujícím fond. Za čtvrté, ERISA omezuje investiční vztahy mezi fondy a jejich sponzory. Sponzoři nesmějí emitovat neobchodovatelný dluh vůči svým fondům a jejich fondy nesmějí investovat více než 10 % aktiv fondu do akcií nebo obchodovatelného dluhu emitovaného sponzorem nebo do nemovitostí vlastněných sponzorem, s výjimkou fondu zaměstnaneckých akcií a podílových fondů nebo fondů prémiových dividend.

ERISA uznává, že některé vztahy a transakce obsahující potenciální konflikt zájmů mohou být pro fond užitečné, a proto ze svých ustanovení o konfliktu zájmů některé obvyklé činnosti, např. poskytování právních, účetních, bankovních a pojišťovacích služeb, výslovně vyjímá. Navíc ERISA zmocňuje ministra práce, který je za regulaci činnosti fondů a prosazování regulačního systému ERISA primárně odpovědný, aby určité transakce a třídy transakcí vyjmul ze svých ustanovení o konfliktu zájmů, pokud shledá, že výjimka je v zájmu těchto fondů a chrání práva účastníků a podílníků fondů.

### *3. Regulace oceňování*

Správné ocenění aktiv fondů je významné, i kdyby mělo pouze informovat účastníky fondů o ceně toho, co si dali stranou pro svou penzi, a vyjít vstříc jiným potřebám krytým fondem. Oceňování však získává na zvláštním významu v souvislosti se zajištěním toho, aby fondy penzijního a sociálního pojištění byly adekvátně podloženy fondy při rozumné záruce, že přísliby dávek zaměstnancům budou dodrženy.

Z jednání Kongresu Spojených států, která předcházela odhlasování ERISA, vyplynulo, že mnoho fondů nemělo dostatečné zdroje na to, aby mohly dostát svým budoucím závazkům vůči zaměstnancům a podílníkům. V některých případech bylo plné financování fondů jen „na oko“, protože podstatná část závazků fondů byla kryta směnkami emitovanými sponzorem. To bylo samozřejmě pozitivnější, než kdyby sponzor svými směnkami nepřispěl; v každém případě však závisela schopnost fondu dodržet přísliby sponzora, pokud jde o budoucí dávky, na jeho budoucích výnosech. Problém nedostatečného finančního krytí existoval i v některých dalších případech, kde finanční krytí založené na účetní hodnotě aktiv vložených do fondu bylo sice dostatečné, avšak skutečná tržní hodnota aktiv fondu byla podstatně nižší než jejich hodnota účetní. ERISA proto požaduje, aby fond stanovil současnou hodnotu svých současných a budoucích závazků vůči podílníkům a také současnou hodnotu aktiv na základě jejich skutečné tržní hodnoty. V míře, v níž pasiva převyšují aktiva, musí sponzor upravit schodek podle odpisových standardů předepsaných statutem.

### *4. Dohled nad manažerem*

ERISA, stejně jako zákon o investičních společnostech, obsahuje opatření pro dohled podílníků, regulátorů a zmocněnců nad manažerem. Účastníci fondu mají právo na přístup ke všem dokumentům fondu a finančním výkazům, musejí mít k dispozici stručný souhrn a popis fondu, výroční finanční a investiční zprávu. Účastníkům a podílníkům musí být zaslána zejména ta část výroční zprávy fondu, která obsahuje podrobnou bilanci, včetně bilance aktiv a pasív v běžné hodnotě a jejich srovnání s předchozím rokem, výkaz příjmů a výplat fondu podle hlavních zdrojů a užití zdrojů. Ministerstvo práce eviduje úplnou výroční zprávu,

kteřá obsahuje podrobné informace týkající se investičních aktiv, určitá prodlení s půjčkami nebo leasingem a podstatné vázání aktiv fondu. Ministr práce je také oprávněn prověřovat činnost fondu a požadovat, aby fond předložil účetní knihy a záznamy k přezkoumání. Nejméně jednou za rok musí být proveden audit fondu nezávislou účetní firmou.

Primární odpovědnost za dohled spočívá na zmocněncích, kteří jsou speciálně jmenováni k tomu, aby řídili a spravovali fond, monitorovali činnost správců majetku, investičních manažerů, aktuárů a jiných odborníků. Protože zmocněnci jmenováni pro řízení a správu fondu vybírají a potvrzují osoby, včetně správců majetku a investičních manažerů, na něž musejí být delegovány povinnosti oprávněným způsobem, ERISA požaduje, aby zmocněnci při delegování odpovědnosti a určování těch, kteří tuto odpovědnost ponosou, postupovali obezřetně. Při delegování povinností musejí zmocněnci fondu ustanovit racionální postupy pro jmenování do funkcí a pro ukončení výkonu funkcí v případech, kdy je výkon určité funkce nezodpovědný. I když ERISA povoluje zmocněncům fondu investovat do vzájemných fondů a jiných investičních společností, jeho pravidla omezují samostatné rozhodování zmocněnců fondu při delegování rozhodovací pravomoci nad aktivy fondu na jiné investiční fondy, s výjimkou případů, kdy manažeři těchto fondů splňují předpisy ministra práce.

## 5. Osobní ručení

ERISA uplatňuje trestní postihy za úmyslné přestoupení svých předpisů, zmocňuje ministra práce k prošetřování skutečných nebo potenciálních přestupků a umožňuje ministrowi práce nebo účastníkům a podílníkům fondu získat soudní příkaz k prevenci, zamezení a nápravě přestupku. Ministr práce může také vyměřit občanské pokuty za porušení předpisů ERISA o konfliktu zájmů. Zmocněnci fondu jsou odpovědní nejenom za své vlastní činy a opominutí, ale také za taková porušení ERISA, která zmocněnec skrývá, umožňuje nebo nedostatečně odstraňuje, i kdyby prvotní porušení povinností spáchal někdo jiný, kdo konal výhradně ve svém zájmu. Trestní a občanské pokuty lze také uložit v případě násilného zasahování do výkonu práv, která zákon o důchodovém zabezpečení zaměstnanců poskytuje. ERISA zakazuje osobám usvědčeným ze závažných zločinů, včetně přestoupení zákonů o cenných papírech, vykonávat ve fondu jakoukoli zmocněneckou nebo agenturní funkci.

## D. Neregulované investiční fondy

Zákon o investičních společnostech a ERISA byly reakcí na sociální a ekonomické podmínky, jež vyžadovaly silnou regulaci těchto institutů. Bylo by nicméně chybou se domnívat, že úplná regulace vládou je jediný spolehlivý prostředek ochrany investorů, kteří investují do investičních fondů.

Na rozdíl od investičních společností a penzijních fondů jsou soukromé společnosti s ručením omezeným a fondy, do nichž institucionální investoři investují, regulovány jenom volně předpisy a administrativními pravidly. Institucionální investoři se spoléhají — s výjimkou některých ustanovení daňových zákonů, která mohou ovlivnit systém institucionálních investičních fondů — především na soukromé smlouvy a v menší míře na obecné principy zákona o obchodních společnostech, zákona o agenturách a zákona o fondech, dále na opatření proti zpronevěře v zákonech o cenných papírech, která regulují chování správců institucio-

nálních investičních fondů. Má se za to, že institucionální investoři jsou dostatečně rozumní, aby rozpoznali své vlastní potřeby, mají ekonomickou sílu se ochránit smlouvou a umějí rozlišit žádoucí a nežádoucí investice.

I když se předpokládá, že institucionální investoři mají schopnost se sami ochránit, neznamená to, že se dokáží ochránit vždy. Američtí institucionální investoři ztratili velké množství peněz, protože chybně uvažovali a dopustili se vyslovené hrubých chyb. Institucionální investiční fondy jsou pro své podílíky velmi často nejen důležitým zdrojem kapitálu pro nové nebo technicky složité myšlenky, ale i cenným nástrojem investování. Zvláště v posledních dvacetipěti letech napomohly peníze investované do institucionálních investičních fondů mimo jiné „nastartovat“ nové projekty, financovat velké restrukturalizace společností, budovat nemovitosti, těžit přírodní zdroje a zlepšovat efektivnosti trhů s cennými papíry.

Politika, která ponechává regulaci institucionálních investičních fondů primárně na zúčastněných stranách místo na vládě, odráží víc než jen přístup laissez-faire spočívající v tom, že instituce by se měly starat samy o sebe prostě proto, že toho jsou schopny. Jestliže by byly pro institucionální investiční fondy zavedeny systémy regulace srovnatelné se zákonem o investičních společnostech a ERISA, mnoho z ekonomických výnosů, kterých dosáhly, by se patrně vůbec neuskutečnilo. Přinejmenším šetří tyto fondy náklady zavedení a další náklady spojené s regulací u veřejně držených investičních fondů. V některých případech by v případě, že by nebylo soukromého kapitálu společně postupujících institucionálních investorů, investiční příležitosti neunesly tyto náklady a nedošlo by k jejich realizaci.

Ac co je důležitější, institucionální investiční fondy jsou často závislé na složitých schématech dělení ekonomických ztrát a zisků. Kdyby nebylo smluvních ustanovení pro tato schémata, instituce by neinvestovaly. Zvláště investiční partnerství obvykle dávají přednost společnostem s ručením omezeným a poskytují stimuly obyčejným partnerům, kteří tyto společnosti řídí. Tyto typy opatření vyžadují určitý stupeň pružnosti, který vládní regulace přijatá pro veškeré investiční fondy, jakožto veřejně obchodované investiční společnosti, neumožňuje. Zákon o investičních společnostech je například velmi restriktivní, pokud jde o strukturu kapitálu. Mnohá investiční partnerství, která jsou dnes běžná, jsou založena na značných spekulacích nebo na systémech, které umožňují různým investorům přistupovat na různou úroveň rizika vzhledem k jednotlivým prioritám a pohledávkám vůči aktivům partnerství a jejich výnosům. Kdyby partnerství institucionálních investorů byla subjektem regulace kapitálového systému srovnatelného s investičními společnostmi, nemohla by taková partnerství existovat.

I když regulace institucionálních investičních fondů je převážně ponechána na soukromých smlouvách, existuje pět zásad, které jsou pro investiční vztahy základem. Pokud se institucionální investoři nedomluví jinak, musejí manažeři fondů zacházet se svými investičními pravomocemi obezřetně. I když jsou institucionální investiční fondy méně rigidní, pokud jde o konflikty zájmů, než investiční společnosti a penzijní fondy, přesto všeobecně požadují předem souhlas s konflikty, které představují značné riziko obchodování ve svůj prospěch. Institucionální investiční fondy věnují zvláštní pozornost oceňování, protože ekonomické výnosy kriticky závisejí na hodnotách přisouzených aktivům fondů, zejména s ohledem na fondy, které investují do nelikvidních aktiv. Institucionální investoři si udržují přehled prostřednictvím přístupu k účetním knihám a záznamům, k podrobnému vykazování nebo k finančním a obchodním výsledkům a k auditu nezávislými účetnickými firmami. Stejně jako zmocněnci podle zákona o partnerství, zákona o agenturách a o svěřeneckých fondech ručí manažeři

fondů osobně, jestliže nezvládnou realizaci investičního programu s obezřetnou péčí, jsou nelояální vůči svým investorům nebo nesprávně oceňují aktiva fondu. Navíc jakékoliv vážné selhání při výkonu pravomocí podle podmínek smlouvy s investičním fondem představuje porušení smlouvy.

## E. Analýza pěti zásad

Dosud jsem ukazoval, že pět zásad se v americkém investičním právu aplikuje konzistentně, i když jejich uplatnění není u všech typů investičních fondů stejné. Podívejme se nyní na pět zásad podrobněji.

### 1. Povinnost obezřetné péče

Obezřetnou péčí se obvykle míní podnikání takovým způsobem, který významně přispívá k dosažení jeho cílů. To neznamená, že cíl podnikání musí být dosažen vždy nebo že jeho nedosažení dokazuje nedostatek obezřetnosti. Obezřetná péče pouze vyžaduje, aby se věnovala pozornost učení se na základě zkušenosti tak, aby bylo možné vyhnout se zbytečnému riziku. Pro řízení investičních fondů se obezřetná péče obvykle pojímá jako použití metod investování, oceňování, uplatnění technik, které berou v úvahu účetní principy, teorie, zvyky a konvence všeobecně dodržované komunitou profesionálních investičních manažerů.

Z toho nevyplývá, že je nezbytná všeobecná shoda v tom, co by se mělo dělat. Manažeri investičního fondu mají právo — jako kdokoliv jiný — nesouhlasit s různými typy činností. Nevyplývá z toho ani, že jsou prokázány nové metody a techniky. Obezřetná péče je péčí, která vychází jak ze zkušeností, tak z podnikavosti. Vyžaduje, aby jakýkoliv vybraný směr byl v souladu s tím, co je všeobecně známo.

I když to, co představuje obezřetnou péči, není teoreticky složité, aplikace v konkrétních případech být obtížná může. Protože investiční selhání jsou často okázalá a zdají se při zpětném pohledu zjevně špatná, považuje se někdy za užitečné, aby se předem zákonem stanovily ty typy investic, které vyhovují požadavkům obezřetné péče, a tudíž aby se zamezilo, aby investiční manažeri vyhodnocovali specifické investiční příležitosti podle vlastního úsudku. Je to pokušení, kterému při regulaci investičních pravomocí zmocněnců podléhá mnoho amerických států a které se opustilo teprve po století bojů. Je to pokušení, kterému je třeba odolat, protože poškozuje proces vytváření kapitálu a — co je horší — poškozují investory, které má údajně chránit.

V USA vznikli profesionální investiční manažeri z pracovníků ve vedení trustů. Krátce po občanské válce uzavřel odvolací soud v New Yorku případ *King v. Talbot*, 40 N.Y. 76 (1869) s tím, že obyčejné akcie jsou z pohledu práva nerozumnou investicí trustu. Trust byl ustanoven na ochranu dětí postupitele až do jejich zletilosti, kdy měla být dětem aktiva trustu předána. Obžalovaní — obchodní společníci postupitele — investovali do akcií a obligací, které se považovaly za uvážené, bezpečné a žádoucí. Soud došel k závěru, že zmocněnci byli povinni investovat během doby opatrování tak, aby získali úroky, „aniž by se vystavili nejistotám nebo dobrodružstvím jakéhokoliv druhu“, a že vystavení objemu prostředků trustu „hazardu ztráty nebo zisku“ předcházela opatrnost. Investování do akcií připravilo trust — podle názoru soudu — o výnosy z jeho prostředků, vedlo k tomu, že řízení fondu se ocitlo mimo kontrolu zmocněnců a likvidita obyčejných akcií na trhu se stala „nevyhnutelně nahodilou a nejistou“. Navíc na argument, že obliga-

ce trpí ztrátami ze znehodnocení a insolventnosti, soud odpověděl, že adekvátní zajištění brání vzniku závislosti na úspěchu podnikání.

Výsledek v případě King je možné vysvětlovat jako projev primitivního chápání investičních teorií soudem. Z dnešního pohledu jsou argumenty v případě King ve své prostoduchosti samozřejmě téměř odzbrojující. Za prvé, hypotéky na nemovitosti a cenné papíry s pevným výnosem, které soud považoval za rozumné pro správce fondu, podléhají cenovým výkyvům a lze je sotva uskutečnit „bez vystavení se nejistotám nebo dobrodružstvím jakéhokoli druhu.“ Jakýkoli prostředek investování, dokonce i hotovost, vystavuje aktiva „riziku ztráty nebo zisku“. Pouze v případě, že bychom spoléhali na skutečnost, že zajištěné úroky budou téměř vždy mít nějakou hodnotu — i kdyby to byl jenom penny za dolaru — nebo že v případě bankrotu mají obligace přednostní nárok na vyrovnání před akciemi, mohli bychom říci, že kontrolu nad fondy má vlastník obligací, a nikoli vlastník akcií. Výnos prostředků je v obou případech — když jsou půjčeny nebo když se investují do akcií — mimo kontrolu; v mnoha případech je likvidace akcií snazší než likvidace obligací.

Ve zjevném kontrastu k případu King je analýza případu Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830), ke kterému došlo o téměř 40 let dříve. Do tratu byl umístěn fond ve výši 50 000 USD, jehož výnos měl zajistit vdovu postupitele. Po její smrti byl zbytek darován Harvard College a Massachusettské všeobecné nemocnici. Poté, co jednání mezi zmocněncem a dvěma zbylými podílňiky o výnosu z majetku postupitele nevedla k řešení, zmocněnec investoval celý fond do akcií bankovního kapitálu, pojišťovacího kapitálu a kapitálu obchodní společnosti. Těmito investicemi byl zmocněnec schopen zabezpečit vyšší důchod pro vdovu, než byl fixní důchod dohodnutý v průběhu jednání. Ale když zmocněnec předložil svůj účet, tržní hodnota akcií klesla pod 50 000 USD a zbylí podílňici měli námitky. Rozhodnutí soudu — odmítnutí nároků zbylých podílňiků — je pozoruhodné pro svou prozíravost.

Soud prohlásil, že akcie v obezřetně vedených společnostech „mohly být správně kalkulovány jako bezpečný a stabilní kapitál“. Soud shledal, že ani státní obligace nejsou méně rizikové než ostatní investice, protože spolehlivost vlády nemusí být stoprocentní. Navíc v protikladu k smluvním a jiným právním prostředkům, které lze použít proti soukromým společnostem neplnícím své závazky nebo zneužívajícím své pravomoci vůči svým akcionářům, mohou být v případě nečestných závazků vlády investorům upřeny jakékoli možnosti právní nápravy u soudu. Soud na podporu svého tvrzení, že je chybou a priori zaujímat stanovisko ke způsobům investování, poukázal na to, že výkyvy cen některých státních dluhopisů jsou srovnatelné s pohyby cen akcií některých bank a že fluktuace cen akcií bank je srovnatelná s akciemi, které emitují některé pojišťovací nebo obchodní společnosti. Ve strážlivém, ale přesném hodnocení výběru investic soud řekl: „Ať děláte, co děláte, kapitál je hazard.“ Jednání soud uzavřel prohlášením, které bylo nakonec přijato jako přesné vyjádření principu obezřetné péče pro investice tratu: „Všechno, co lze požadovat na zmocněnci, který investuje, je, že by se měl chovat důvěryhodně a rozhodovat se zdravě. Má sledovat, jak prozíraví, samostatně uvažující a inteligentní lidé spravují své záležitosti; tito lidé je spravují nikoli spekulativně, ale s ohledem na permanentní rozmístění fondů a zvažují při tom pravděpodobný příjem, stejně jako pravděpodobnou bezpečnost investovaného kapitálu.“

Přístup k výběru investic v případě King nevyhnutelně trpěl dvěma nedostatky. Jeho restriktivní přístup vůči obyčejným akciím byl nejenom nezdůvodnitelný jakýmkoliv dobře informovaným odborným pramenem, byl dokonce zastaralý, a to i po modifikaci následnou legislativou. Když se komunita zmocněnců profesionalizovala, byly oba nedostatky stále zjevnější. Výsledkem případu King

bylo odříznutí zmocněnců od celé řady investičních příležitostí a portfolia trustů (omezovaná pravidly přijatými v důsledku případu King) tímto — občas dokonce značně — strádala, protože se nemohla podílet na ekonomickém růstu USA. V současné době se v USA postupuje podle případu Harvard College a v mírně modifikované podobě bylo toto pravidlo vtěleno do ERISA a jiných předpisů, které regulují investiční rozhodnutí.

Zkušenosti s přístupem podle případu Harvard College ukázaly, že pokud investiční manažeři mají mít rozhodovací pravomoc při realizaci svých nejlepších úsudků při investování jménem fondů, které spravují, potom je nutné chápat princip obezřetné péče především jako závazek, kterému se investiční manažeři při své činnosti podrobují. Pravděpodobně bude existovat dohoda mezi manažery investičního fondu a jeho podílníky, která se bude týkat investičních cílů fondu a způsobů, kterými manažeři fondu zamýšlejí těchto cílů dosáhnout. Úlohou manažerů fondu je vybrat a monitorovat investice, které — i když vezmeme v úvahu lidskou nespolehlivost v předvídání budoucnosti — pravděpodobně splní cíle fondu, a zbavit se takových investic, o nichž to, že by napomohly dosáhnout cíle fondu, nadále předpokládat nelze.

Způsob, jakým institucionální investoři investují do investičních partnerství, je názorný. Partnerství institucionálních investorů obsahují požadavek obezřetné péče ve dvou úrovních. Za prvé, instituce, která chce investovat, musí mít před svěřením peněz investičnímu partnerství jistotu, že partnerství je vhodná investice pro její podílníky. Za druhé, manažeři investičních partnerství musejí usku- tečnovat investiční program partnerství s obezřetnou péčí.

Protože jedním z podstatných faktů, které ospravedlňují pouze částečnou regulaci institucionálních investičních partnerství, je předpokládaná schopnost institucí posoudit své vlastní potřeby, vyžaduje americké právo, aby potenciální investoři obdrželi veškeré informace, které jsou pro hodnocení investice do partnerství důležité. Přesněji řečeno, ti, kteří se snaží kumulovat kapitál, musejí zveřejnit všechna věcná fakta a nesmějí činit věcně zavádějící prohlášení nebo nezveřejnit stanovisko, jehož neznalost by mohla potenciální investory zmást. Zveřejnění se obvykle provádí memorandem, které popisuje investiční cíle partnerství, způsoby, kterými manažeři partnerství zamýšlejí těchto cílů dosáhnout, priority a preference investorů s ohledem na výnosy a aktiva partnerství, riziko, které je vlastní pro činnost partnerství, a obecná rizika, poplatky, které si budou manažeři účtovat za své služby, průpravu a zkušenost osob, které budou spravovat partnerství, a další související informace.

Obezřetná péče pro instituce, které hodlají investovat, znamená, že zveřejněné informace musejí mít profesionální charakter. Tyto instituce by měly vyhodnotit investiční program partnerství a udělat si svůj vlastní úsudek o vyhlídkách partnerství na úspěch, analyzovat projektované ekonomické výnosy institucionálního partnera v průběhu životnosti investice do partnerství a vzít v úvahu míru rizika, která je s dosažením těchto výnosů nezbytně spjata. Jestliže partnerství navrhuje vložit prostředky shromážděné úpisem do jedné nebo více investic, manažeři partnerství by měli tyto investice přezkoumat a ocenit. Případní investoři musejí zkoumání zkontrolovat a do určité míry ho provést také. V případech partnerství, která navrhují investovat do investičních příležitostí, které ještě nebyly identifikovány a které by měly splňovat investiční kritéria stanoveným manažerem partnerství, neexistuje možnost prošetřit a vyhodnotit investici partnerství předem. Případní budoucí investoři musejí v těchto případech provádět velmi pečlivé vyhodnocení toho, zda jsou investiční kritéria obezřetná ve světle zvažovaných investičních aktivit partnerství a zda předpoklady managementu a jeho předchozí výkony při realizaci obdobného investičního programu jsou dostatečnou zárukou toho, aby se na ně dalo spoléhat při realizaci investičního pro-

gramu partnerství. Jestliže instituce na základě svého předběžného vyhodnocení dojde k závěru, že investice do partnerství je pro její podílňiky vhodná, pak lze konečnou smlouvu partnerství projednat.

Jakmile jsou prostředky svěřeny fondu, rozšiřuje se požadavek obezřetné péče i na manažera partnerství. Poté, co došlo k převodu odpovědnosti za investiční program na partnerství, musejí manažeri investovat kapitál složený partnery tak, jak je podrobně rozvedeno v opisovacím memorandu; dále musejí z důvodů uvedených ve smlouvě partnerství vždy dodržovat všechna omezení uložená na investování, které jsou obsahem jakéhokoli dokumentu. Musejí spravovat držby partnerství a v případech, kdy je obchodování nebo reinvestování zamýšlenou nebo přípustnou činností, racionálně měnit portfolio partnerství. Musejí prosazovat práva partnerství a plnit závazky partnerství s ohledem na portfolio držeb. Tyto a další operativní pravomoci manažerů partnerství vymezuje smlouva o partnerství.

Stejně důležité jako dodržování požadavku obezřetné péče je i to, aby úsudek dosažený na konci procesu byl ve světle okolností také obezřetný. Podle amerického práva například manažer penzijního fondu nesmí soustředit všechna aktiva fondu do jediného typu investice hlavně proto, aby proces vedoucí k investičnímu rozhodnutí byl důkladný. Od manažerů penzijních fondů se vyžaduje, aby diverzifikovali portfolio fondů s cílem snížit riziko možných velkých ztrát z jedné neúspěšné investice nebo ze skupiny blíže příbuzných investic. I když by tedy bylo výhodné, aby penzijní fond investoval do investičního partnerství s úzkým investičním programem, bylo by nesprávné, aby investoval do tohoto partnerství všechna svá aktiva.

Pravidlo diverzifikace je samo o sobě vynikající ilustrací toho, jak funguje princip obezřetné péče. Před sto lety posuzoval Nejvyšší soudní dvůr ve státě Massachusetts zásadu Harvard College v případě Dickinson, 152 Mass. 184 (1890), což byl případ dvou oddělených investic do obyčejných akcií železnice Union Pacific, které provedl zmocněnec. Soud došel k závěru, že taková investice byla vzhledem k obchodním okolnostem působícím na železnice na americkém Západě v té době riziková, nicméně konstatoval, že první koupě akcií Union Pacific nebyla proviněním. Druhá koupě, která následovala po té první, však vedla k tomu, že více než polovina aktiv trustu byla umístěna do jediné držby. Soud na základě svědectví, že prozíraví zmocněnci v té době portfolio takovým způsobem nekoncentrovali, shledal zmocněnce vinným za ztráty, které vyplynuly ze druhé koupě. Z případu Dickinson sice vyplynula povinnost diverzifikovat portfolio, ale také to, že pro stanovení, zda zmocněnec diverzifikoval s obezřetnou péčí, je nutné vzít v úvahu, jak si počínají jiní lidé s obdobnými investičními pravomocemi. Od případu Dickinson se požadavek, aby fondy diverzifikovaly (pokud podílňici netrvají na tom, že fond má svá aktiva koncentrovat), stal pevnou právní zásadou. Principy diverzifikace se však postupně přizpůsobovaly změnám v praxi manažerů fondů, aniž bylo potřeba dalších zásahů právními předpisy.

## *2. Regulace obchodování ve svůj prospěch*

I když je princip nedělitelné loajality nezpochybnitelný, dosažení ideálu nesobecké oddanosti zájmům někoho jiného je zcela jiná věc. Ve skutečnosti každá činnost obsahuje možnost volby, jak tuto činnost provádět, a volba — jakkoliv se míní vážně — ovlivňuje blahobyt zmocněnce.

Je důležité si uvědomit, že obchodní praktiky — tak důležité při aplikaci principu obezřetné péče — mají často při zjišťování, zda bylo dosaženo uspokojivého řešení konfliktu zájmů, význam jen malý. Trh služeb investičního managementu

ve značné míře usměrňuje manažery, aby investovali obezřetně, protože nedostatečný investiční výkon manažerů fondu by vedl ke ztrátě současných klientů a k tomu, že by fond nezískal klienty nové. Avšak v situacích konfliktu zájmů vedou praktiky oboru ke zhoršování nejmenšího společného čitatele, protože příležitost zisku přivábí další a může dokonce zvráceně přimět konkurenty, aby se přizpůsobili. Z toho vyplývá závěr, že pokud jsou praktiky porušením povinnosti loajality, americký právní systém odmítá obhajobu založenou na tom, že ostatní v daném oboru dělají totéž.

Existují čtyři způsoby, jimiž se americké investiční právo pokouší konflikt zájmů řešit:

- (a) zpřístupnění všech informací, které jsou relevantní pro konflikt zájmů manažera;
- (b) investiční management nesmí přijímat další služby nabízené manažerem;
- (c) získání specifické výjimky od regulující agentury provádějící dozor nebo od soudu;
- (d) přizpůsobení se statutárním nebo regulačním omezením platným pro transakce potenciálně výhodné pro investora, ale zahrnující možnost konfliktu zájmů.

Žádný z těchto způsobů řešení konfliktů zájmů nezajišťuje skutečnou loajalitu. Význam pokusu řešit konflikt zájmů jedním ze způsobů přijatých americkým právem je v tom, že omezuje riziko manažera v případě, že je obviněn z obchodování ve svůj prospěch. Pokud se konflikt zájmů nerozhodne, musí manažer proto, aby unikl postihu, prokázat, že podílníci fondu nebyli v důsledku konfliktu zájmů poškozeni; v některých případech se však musí vzdát všech zisků, které z konfliktu zájmů vplynuly, ve prospěch podílníků. Jestliže se na druhé straně konflikt zájmů konstatuje, musejí podílníci dokázat — aby mohli manažera postihnout za škody —, že získal z konfliktu zájmů nespravedlivou výhodu nebo nepřiměřený zisk. Prokázat neexistenci škody někomu jinému je mnohem obtížnější než bránit se proti tvrzení, že k poškození došlo.

Nejefektivnější metodou řešení konfliktu zájmů je zpřístupnění informací. V americkém právu je oprávněně zakotveno, že souhlas informovaných podílníků činí aktivity, které by jinak byly porušením povinnosti loajality, legitimními. Důvodem zpřístupnění informací je poskytnout podílníkům dostatek informací, aby si byli vědomi, že konflikt existuje, aby ocenili možné důsledky a aby se sami rozhodli, zda zabrání realizaci patrně výhodné transakce, nebo zda budou s transakcí souhlasit a budou na manažera přísně dohlížet, či si vyžádají pomoc nezávislého pozorovatele, nebo učiní cokoliv jiného včetně toho, že neučiní nic, co by podílníky o tom, že jejich zájmy jsou odpovídajícím způsobem chráněny, ubezpečilo.

Zpřístupnění informací může mít mnoho různých podob. Manažer obvykle v předstihu poskytuje informace o navrhovaném směru činnosti. V některých případech je přijatelný i souhlas ex post; je to však nebezpečná alternativa, protože k souhlasu nemusí dojít. Manažer může informace předat podílníkům, jako jsou partneři s ručením omezeným, v jakémkoliv investičním partnerství přímo nebo je může předat prostředníkovi, např. externím ředitelům investiční společnosti nebo kontrolnímu zmocněnci penzijního fondu, kteří dohled vykonají. Zda zveřejnění informací jakoukoli formou přispěje k vyřešení konfliktu zájmů, závisí na tom, zda manažer fondu podílníkům nebo jejich zástupcům k tomu, aby mohli uvážlivě jednat, zveřejnil dostatek informací. Jestliže investiční manažer ví, nebo by měl vědět, že podílníci nedoceňují plný význam směru činnosti navrhovaného manažerem a nemožou plně zhodnotit, co jim bylo řečeno, zveřejnění informací pak neslouží svému účelu, resp. nemůže obnovit rovnováhu vztahů.



Druhý způsob řešení konfliktů zájmů — způsob, který je užitečný v organizaci nabízející množství oddělených finančních služeb — je izolace jednotlivých manažerů portfolií od jiných odborů v organizaci. Jestliže např. úředníci trustu v bance nevědí, které zprostředkovatelské firmy udržují depozita v bance, určit na tomto základě zprostředkovatelskou firmu nebudou schopni, i kdyby chtěli. V nejlepším případě je oddělení odborů druhé nejlepší řešení. Insideré budou obvykle vědět, že jejich činy mohou prospět firmě i tehdy, když neznají přesný rozsah prospěchu.

Kromě zpřístupnění informací dohlížejícím zmocněncům podílníků mohou manažeré fondu — a za určitých okolností musejí — hledat útočiště u soudu nebo u vládních regulačních agentur. Určité transakce zmocněnců, které by se jinak mohly považovat za porušení požadavku loajality, mohou schvalovat soudy. Z podobného důvodu zmocňuje zákon o investičních společnostech obecně SEC k tomu, aby tato instituce poskytla výjimky u všech uplatnění zákona a aby poskytl specifické výjimky u transakcí mezi investiční společností a přidruženou firmou; ERISA zmocňuje ministra práce vyjimat transakce a třídy transakcí, které jsou obecně kvůli potenciálnímu konfliktu zájmů zakázané.

Konflikt zájmů může být nakonec rozřešen regulací. Výhody mohou být tak podstatné, že by zakázat zcela nebo zapovědět určitý druh transakce bylo neracionální, i kdyby transakce mohla vytvářet značnou příležitost k nenaplnění požadavku loajality. Legislativa může obsahovat opatření v předpisech a příslušný regulační orgán může přijmout pravidlo, které sice není bezchybnou obranou proti neložnému chování, ale omezuje riziko podílníků v případě porušení požadavku loajality proto, aby sjednotilo konkurující si aspekty transakcí, které se vyskytují dosti často na to, aby bylo užitečné vytvořit standardní postup. Americké předpisy a regulace například dovolují bance uložit fondy trustu ve své komerční divizi, pokud stanoví podmínky týkající se autorizace, bezpečnosti a úrokové sazby. Obdobně umožňuje pravidlo zákona o investičních společnostech a výjimka z ERISA investiční společností a fondům zaměstnaneckého sociálního pojištění dávek, aby se podílely na cenných papírech upsaných jejich manažery, ale regulace vymezuje rozsah účasti, velikost upisovacího poplatku a vhodnost emitenta.

### 3. Regulace oceňování

Správné ocenění podílů v investičním fondu je zásadní z mnoha důvodů. Vzájemné fondy a další investiční fondy, které pravidelně přibírají nové podílníky nebo vyplácejí podíly podílníkům dosavadním, by nemohly fungovat, kdyby aktiva fondů nebyla správně oceněna. V míře, v níž jsou aktiva fondů oceňována příliš nízko, by nové peníze získaly neproporcionální podíl na fondu a investořům by byla odepřena odpovídající hodnota jejich držby ve fondu. Kdyby naopak byla aktiva fondu oceněna příliš vysoko, část peněz vložených novými investory by byla ve skutečnosti převedena na dosavadní podílníky fondu a investoři by dostali větší než odpovídající podíl z hodnoty fondu. Ocenění může také ovlivnit poplatky managementu, protože ty se obvykle měří hodnotou aktiv fondu. V případě absence metodologie pro pravidelné zhodnocování a znehodnocování by manažeré fondu byli buď nízko placeni, nebo přeplaceni. A konečně, správné oceňování je důležité pro monitorování manažera fondu. Měření výkonu za určité období není možné bez oceňování aktiv, které je spolehlivé i metodicky konzistentní.

Podle amerického práva je obecně nutné, aby se aktiva, se kterými se nepřetržitě obchoduje na spolehlivém trhu, např. veřejně obchodované cenné papíry ne-

bo komoditní kontrakty, oceňovala v ceně udávané pro aktuální transakce. Jinak je nutné oceňovat aktiva rozumnou metodou přijatou manažerem fondu v dobré víře. Oceňování aktiv, která nejsou obchodována dostatečně pravidelně na to, aby se dalo spoléhat výlučně na ceny transakcí, zahrnuje jak požadavek obezřetné péče, tak povinnost loajality.

Z požadavku obezřetné péče vyplývá, že oceňovací metoda aplikovaná na konkrétní aktiva musí být ve finanční komunitě obecně přijímána. Ačkoliv například některé cenné papíry jsou obchodovány příliš zřídka na to, aby vedly ke spolehlivým transakčním cenám, jedna nebo více firem obchodujících s těmito cennými papíry může pravidelně kótovat nabídkovou cenu. Manažer fondu by obvykle takový cenný papír oceňoval s odvoláním na tuto kótovanou cenu. A když spolehlivé kótace cen nejsou k dispozici, aktiva mohou nicméně spadat do třídy, kterou ocenit lze. Některé obligace a preferenční akcie mohou například získat označení kvality od specializovaných agentur pro klasifikaci kvality (např. Standard & Poor's and Moody's), které provádějí ocenění na základě klasifikace; to bere v úvahu výnos nebo míru dividendy a datum splatnosti; neklasifikované obligace a preferenční akcie mohou být často zařazeny s odkazem na cenu podobného cenného papíru, který klasifikaci má.

Čím jsou aktiva méně likvidní, tím obtížnější je jejich oceňování. Aktiva, která produkují předvídatelné hotovostní toky, např. renty placené za vybavení leasingem či nemovitosti, mohou být oceněna na základě časování plateb, reziduální ceny příslušného majetku při splatnosti a riziku, že se platby nedodrží nebo budou menší než předpokládané. Fondy jako investiční partnerství ve společných podnicích, které při realizaci předpokládaného ekonomického výnosu závisí méně na hotovostním toku než na zhodnocení kapitálu v držení fondů, obvykle oceňují své držby v účetních cenách (tj. původně investované sumě), dokud prodej, refinancování, veřejný úpis nebo bankrot neumožní přecenění. Investiční fondy držící nelikvidní aktiva obecně nepřijímají nové investory a nevyplácejí podíly svým podílníkům, dokud nedokončí svůj investiční program nebo neprodají držby fondu.

Ačkoliv je ocenění držby v nelikvidní formě, a tudíž i ocenění fondů samotných obtížné, je nutné toto ocenění nějakým způsobem provést, aby se mohly vypočítat odměny managementu, měřit výkonnost a aby se mohlo ocenit portfolio. Protože oceňování fondu pro tyto účely je povinností manažera, otevírá se zde prostor pro obchodování v jeho prospěch v tom smyslu, že se ocenění upravuje podle inflace. Proto ve většině případů vychází ocenění nelikvidních fondů pro účely vypočtení odměn ze sumy peněz vložených podílníky do doby, než jsou držby prodány nebo refinancovány nebo oceněny na aktivním trhu, ačkoliv fond může čas od času své držby přecenit nezávislým hodnocením nebo smluvním oceněním podle vzorce svázaného s finanční výkonností držeb fondu. Jestliže je plynulě oceňování na základě jiné než účetní hodnoty nepraktické, podílníci často dávají přednost takovému rozdělení ekonomických výnosů fondu, které jim — v závislosti na časování a objemu hotovostních toků realizovaných fondem — zajistí, aby byli jejich požadavky první, a tedy aby získali hodnotu, kterou při investování do fondu očekávali.

#### 4. Dohled

Již dříve jsem v této stati mluvil o metodách, na jejichž základě lze činnost manažera investičního fondu monitorovat. Patří mezi ně přístup k účetnictví a záznamům fondu, pravidelné informování podílníků a regulačních agentur, dozor

nezávislých ředitelů nebo zmocněnců či jiných typů poradních orgánů a pravidelné auditu od nezávislých účetních firem.

Na první pohled by se mohlo zdát, že zajištění dohledu nad investičními fondy v míře obvyklé pro americké investiční právo je přehnané. Dohled samozřejmě stojí peníze, které by jinak mohly být investovány v investičním programu fondu, a svou úlohu zde tudíž hraje skutečnost, že dohled svými náklady snižuje výnos. Nutnost podrobného dohledu může vést k domněnce, že se nedá věřit, že by manažeři fondů mohli vykonávat své povinnosti odpovědně a čestně, nebo že manažeři fondů mají méně povinností u aktivit, které se nesledují tak podrobně.

Ze zkušeností USA vyplývá, že prospěch z řádného dohledu vysoko převažuje jeho náklady. Peníze se přesunují příliš snadno a finanční skandály jsou příliš časté na to, aby se mohlo předpokládat, že jenom proto, že většina investičních manažerů vykonává své povinnosti tak, jak vyžaduje zákon a smlouvy, se tak chovají všichni. Navíc samotný proces sběru dat a pravidelné podávání zpráv vedou k tomu, že se manažeři fondů zaměřují na svůj výkon, což by jinak nedělali. Ve skutečnosti vyúsťují pravidelné podrobné zprávy, důkladné monitorování a nezávislý audit do takové úrovně sebekontroly, která by jinak patrně nenastala.

Řádný dohled nemůže ochránit před novými způsoby defraudace nebo před vlivy změn tržní situace, které výkaznictví nebo monitorovací mechanismy neodrážejí. Proto musí být dohled nejen adaptabilní, ale také důkladný. Regulační agentury mohou být důležité při identifikování a standardizování nových oblastí vykazování, o které by se měli zajímat zmocněnci. Bylo by nicméně krátkozraké, aby se zmocněnci, kteří mají odpovědnost za dozor, spoléhali jenom na výkaznictví požadované regulačními agenturami; většina investičních fondů je sledována v mnohem větší hloubce, než je ta, která je nezbytná pro uspokojení požadavků veřejného výkaznictví. Navíc ti, kteří jsou odpovědní za monitorování činnosti manažerů investičních fondů, se snaží získat dostatečné informace o problémech, jež se čas od času objevují v souvislosti s managementem jiných podobných investičních fondů, a revidují odpovídajícím způsobem své vlastní postupy dohledu.

## 5. Osobní ručení

Veřejné a soukromé vynucování zákona je „lepidlem“, které drželo americké investiční právo pohromadě. Američtí investoři svěřují své úspory manažerům fondů, protože věří, že lidé se svěreneckou odpovědností budou investovat odpovědně, vyhnou se obchodování ve svůj prospěch a aktiva, která spravují, poctivě ocení, jinak že budou sankciováni.

V případě, že manažeři fondů, kterým byly svěřeny úspory, porušili právní povinnosti, spoléhá se americký právní systém na soudy, regulační agentury a individuální investory a jejich představitele a obecně na používání nástrojů právního systému při ochraně práv investora. V průběhu mnoha let a během mnoha případů vypracovalo americké právo pravidla, jejichž pomocí se mají měřit finanční škody, a dále pravidla, která umožňují vydávat příkazy k zastavení určitého chování nebo zákaz provádění určitých činností. Navíc při závažně škodlivém chování používá americké právo trestní sankce a v poslední době i občanské pokuty.

Americký právní systém také klade velkou váhu na vynucování smluvní ochrany, na které se investoři dohodnou, aby chránili své zájmy. Například zákon o partnerstvích umožňuje partnerům s ručením omezeným ukončit mandát obecných partnerů v případech vážného zneužití svěreneckých povinností nebo jejich porušení či v důsledku neschopnosti a nekompetentnosti. Podílníci často trvají

na tom, aby smlouva o partnerství stanovila volnější kritéria pro zrušení obecných partnerů a stanovila postupy pro jejich náhradu novými obecnými partnery v zájmu pokračování partnerství. Podobně zákon o partnerstvích zavádí osobní postizitelnost obecných partnerů za zneužití a porušení svěrečné povinnosti; partnerská smlouva nicméně často stanovuje specificky činy a opominutí, která sama o sobě neporušují povinnosti obecných partnerů, a zvláštní odškodnění pro tyto případy. Předvídatavá interpretace a neústupnost při vynucování smluvních závazků soudy napomohla dosáhnout této úrovně pružnosti a přizpůsobivosti.

## F. Závěry

Na začátku tohoto příspěvku jsem řekl, že americké investiční právo není na otázku, jak vytvořit úspěšné investiční fondy ve východní Evropě, odpovědí celou. Většina amerických rodin, jež mají úspory, které mohou investovat, ví alespoň něco o volbě mezi různými investičními příležitostmi a může spoléhat na trh, který je při oceňování investičních alternativ efektivní. Naproti tomu pro východoevropské ekonomiky je charakteristické, že domácí obyvatelstvo má s investiční volbou malou zkušenost, existují zde jen relativně malé sumy soukromých úspor, které jsou k dispozici pro investování, a trhy jsou pouze rudimentální, a tudíž poskytují jen malý výběr investic, které jsou navíc v každém případě oceněné nespolehlivě.

Ve světle těchto okolností by investiční fondy ve východní Evropě, které budou poprvé nabídnuty veřejnosti, měly mít jednoduché struktury a měla by existovat povinnost diverzifikace. Lidé pochopí myšlenku investovat část svých úspor do fondu, který dosáhne ekonomických výnosů srovnatelných s celou domácí ekonomikou, pokud jsou ve vyhlídkách ekonomiky optimisty. Dokud však nebudou s fungováním tržní ekonomiky spokojeni, nebudou rozumět velkým ztrátám, jež vyplývají z nadměrné koncentrace v několika společnostech fungujících v transformující se ekonomice. Jestliže první veřejně upisované fondy široce zklamou, přijímání investičních fondů ve veřejnosti by mohlo vrhnout vývoj těchto trhů o léta zpět.

Investiční fondy nabízené institucionálním investorům vyvolávají odlišné otázky. Zahraniční investoři nebudou investovat do velkého počtu konvenčních institucionálních investičních fondů ve východní Evropě, aniž by měly vyhlídku na velké výnosy. Investiční příležitosti v rozvinutých tržních ekonomikách Západu jsou transparentní jak z hlediska ekonomické stability, tak i po stránce právní — což není případ transformujících se východoevropských ekonomik. Pružnost při sestavování smlouvy může trochu pomoci, ale samu o sobě ji za adekvátní omezení investičního rizika, které je s transformací spojováno, pravděpodobně považovat nelze. Jako nezbytné se mohou ukázat takové stimuly nebo zvláštní záruky státu na zmírnění rizika, které na západních trzích neexistují.

Institucionální investiční fondy lze také strukturovat tak, aby přilákaly organizace, jako jsou odbory anebo profesní sdružení. Úspěch těchto fondů nicméně vyžaduje, aby kolektivní investování organizací v zastoupení svých členů bylo nejlepší alternativou pro použití kapitálu. Navíc se může z času na čas objevit požadavek stažení vkladů pro rozdělení členům. Při nelikvidnosti domácího trhu zde může vzniknout potřeba zvláštních pobídek a záruk státu ve spojitosti s těmito investičními fondy.

Investiční fondy budou svou funkci tvorby kapitálu plnit, jestliže investoři budou věřit, že úspory, které svěřili fondům, jsou chráněny proti ztrátě způsobené čímkoliv jiným než vnitřním rizikem investičního programu fondu. Investiční fondy také pomohou rozprostit podílníky na široké segmenty domácího obyva-

telstva, pokud ovšem budou považovány za účinný nástroj dosahování úsporných cílů lidí. Investiční fondy mohou být dostatečně pružné na to, aby prosperovaly za mnoha různých ekonomických podmínek, včetně mimořádného tlaku rozvíjející se tržní ekonomiky. Uspějí, pokud investoři nebudou pochybovat buď o kompetenci, nebo o nesobeckosti svých manažerů. Systém předpisů a regulace, který směřuje pozornost na požadavek obezřetné péče a loajality, na poctivé ocenění aktiv, na efektivní dozor a na osobní ručení za porušení povinnosti nebo smlouvy, takové pochyby rozptýlí.

*Přeložili: Ondřej Huslar  
Věra Kameníčková*

## SUMMARY

### **Investment Fund Modeling: Lessons from the American Experience**

This article is a translation of a paper written by H. E. Bines. It deals with operations of funds that invest collectively for their beneficial owners in securities, real estate, commodities, and natural resources. The main task of this paper is to make Eastern European countries familiar with the American experience concerning statutory and regulatory schemes of these investment funds and to draw lessons for the creation of successful investment funds in these countries even though conditions in Eastern Europe may be substantially different. The success of investment funds in Eastern Europe of course depends on the overall prospects for the domestic economy.