FINANCE A ÚVĚR 10/1998
ročník 48

Vydavá Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Fakulta sociálních věd UK Praha
Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2
Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171
Fax: (02) 22 25 04 62

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

OBSAH
Michal MEJSTŘÍK: Evoluční vývoj českého finančního trhu .......................... 597
Tomáš JEZEK: Komise pro cenné papíry – její vznik, první kroky a plány .............. 603
Jiří HAVEL: České kapitálové trhy – iluze a hořká skutečnost .............................. 608
Jiří B狒EC: Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR ............................................ 620
Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: Státní dluh a jeho aspekty ................. 627
Josef JILEK: Současnost a perspektivy derivátů v ČR a ve světě .......................... 639
Sdělení pro čtenáře .............................................. 668

CONTENTS
Michal MEJSTŘÍK: Evolutionary Development of the Czech Financial Market . . . . 597
Tomáš JEZEK: The Czech Securities Commission – Its Foundation, First Steps and Plans .................................................. 603
Jiří HAVEL: Czech Capital Markets – Illusions and Bitter Facts ............................. 608
Jiří B狒EC: Principles of Self-regulation of Union of Investment Companies of the CR and the Future of Collective Investment in the Czech Republic ......................................... 620
Miroslava DOSTÁLOVÁ – Luboš JANDA: State Debt and Its Aspects .................. 627
Josef JILEK: Derivatives in the CR and Abroad at Present and in Perspective .... . 639

Copyright © 2017, Fakulta sociálních věd UK Praha


Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR

Jiří BRABEC

Zatímco ve světě investiční1 a podílové fondy trvale rostou, v České republice procházejí obdobím krize. Přestože statistické údaje světa a ČR nejsou vždy přesně srovnatelné, je rozhodně zajímavé některá čísla uvést. Význam fondů pro umístění a zhodnocení úspor obyvatelstva ve světě zřetelně dokumentují čísla 
*tabulky 1* s údaji o průměrném vkladu občanů do podílových fondů v jednotlivých zemích. 
*Tabulka 2* pak uvádí celkový objem majetku spravovaného fondy v některých evropských zemích. Obdobný trend platí i pro ostatní vyspělé země světa. Na posledním setkání asi 350 manažerů investičních společností a fondů z celého světa „Fund Forum 98“ v červenci tohoto roku v Cann prezentoval profesor Zurstrassen z Lucemburska desetiletou statistickou řadu dat, podle níž za posledních 10 let rostl majetek spravovaný fondy ve sňovaných zemích (západní Evropa, USA, Kanada, některé státy Latinské Ameriky, Japonsko, Austrálie, některé státy jihovýchodní Asie) v průměru o 18 až 20 % ročně (v Evropě o 15,2 % ročně), tedy podstatně rychleji než bankovní depozita, která ve stejném období rostla v průměru jen o 7 až 8 %. Růst majetku fondů byl přitom z cca 75 % způsoben novými vklady investorů a z cca 25 % růstem cen na kapitálových trzích. V České republice celkový majetek spravovaný fondy v posledních třech letech nejen z nezvýšení, ale poklesl, přičemž tento pokles je dán nejen situací na našich kapitálových trzích, ale i zánikem řady fondů. Přestože u několika otevřených fondů dochází k růstu vkladů i celkového majetku ve správě, je tento nárůst překryt poklesem u ostatních. Jaké jsou příčiny tohoto neradostného stavu a co lze udělat pro jeho zlepšení?

Je nesporné, že v období po ukončení kuponové privatizace, zejména pak v době tzv. třetí vlny, výrazně poklesla důvěra v investiční a podílové fondy jako nástroj kolektivního investování. Autor shledává dva hlavní důvody:

1. První, podle autorova názoru méně významný, je nespokojenost investorů s výkonností fondů. Racionální část této nespokojenosti je vyvolána především dlouhodobým poklesem cen akcií na veřejných trzích, v menši míře

---

1 Ing. Jiří Brabec – předseda představenstva UNIS ČR a generální ředitel investiční společnosti ZB-TRUST.

1 Pajem „investiční fond“ zahrnuje ve světě všechny typy otevřených i uzavřených fondů umožňujících kolektivní investování do cenných papírů, prostředků peněžního trhu, nemovitostí apod. To je rozdíl proti české praxi, kde „investiční fond“ označuje zvláštní právní formu uzavřeného fondu, který má právní subjektivitu a je akciovou společností s veřejně obchodovatelnými akcemi na majiteli.
TABULKA 1 Průměrný vklad do otevřených podílových fondů v některých zemích v roce 1997 v DEM

<table>
<thead>
<tr>
<th>země</th>
<th>města</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>USA</td>
<td>21 130</td>
</tr>
<tr>
<td>Francie</td>
<td>14 238</td>
</tr>
<tr>
<td>Velká Británie</td>
<td>5 314</td>
</tr>
<tr>
<td>Německo</td>
<td>5 241</td>
</tr>
<tr>
<td>Španělsko</td>
<td>5 229</td>
</tr>
<tr>
<td>Itálie</td>
<td>3 503</td>
</tr>
<tr>
<td>Maďarsko</td>
<td>122</td>
</tr>
<tr>
<td>ČR</td>
<td>63</td>
</tr>
</tbody>
</table>

pramen: Zurstrassen, Fund Forum 98.  
FEFSI, 1997 Annual statistics.

TABULKA 2 Objem spravovaného majetku a meziroční růst otevřených podílových fondů ve vybraných evropských zemích v roce 1997

<table>
<thead>
<tr>
<th>země</th>
<th>majetek ve správě</th>
<th>1997/1996</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>[mld. DEM]</td>
<td>[%]</td>
</tr>
<tr>
<td>Francie</td>
<td>233,4</td>
<td>+6,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Lucembursko</td>
<td>176,0</td>
<td>+21,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Velká Británie</td>
<td>109,5</td>
<td>+33,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Itálie</td>
<td>93,8</td>
<td>+75,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Španělsko</td>
<td>83,0</td>
<td>+41,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Německo</td>
<td>68,7</td>
<td>+21,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Nizozemí</td>
<td>27,0</td>
<td>-2,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Švýcarsko</td>
<td>25,1</td>
<td>+27,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Švédsko</td>
<td>21,4</td>
<td>+47,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Rakousko</td>
<td>21,0</td>
<td>+28,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Belgie</td>
<td>15,7</td>
<td>+38,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Řecko</td>
<td>12,1</td>
<td>+86,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Portugalsko</td>
<td>7,2</td>
<td>+12,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Dánsko</td>
<td>6,1</td>
<td>+58,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Norsko</td>
<td>6,1</td>
<td>+43,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Finský</td>
<td>1,6</td>
<td>+59,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Maďarsko</td>
<td>0,4</td>
<td>-a</td>
</tr>
<tr>
<td>Česká republika</td>
<td>0,2</td>
<td>-12,6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

poznámka: * Údaj není k dispozici.

pak i dílčími chybami manažerů fondů. Méně racionální část této nespojenosti byla vyvolána nesplněnými nadměrnými očekáváními spojenými s kuponovou privatizací, očekáváními, která byla bohužel živena jak politiky, tak barnumskou reklamou některých nesériózních správců fondů. K poklesu důvěry přispělo samozřejmě i to, že k mimořádně dlouhému několikaletému negativnímu vývoji cen na kapitálových trzích v naší zemi došlo po počátečním krátkém období velmi rychlého spekulativního růstu cen, který dále posílil nerealistická očekávání investorů.

Druhý důvod je podstatnější. V důsledku některých „dér“ v zákonech, a zejména pak v důsledku nedostatečného dozoru nad kapitálovým trhem a vše-

Finance a úvěr, 48, 1998, č. 10  
621
obecně nedostatečné vynutilnosti práva došlo k řadě nepřípustných deformací, které vážné a dlouhodobě podmohly důvěru v kolektivní investování.

Jako příklady lze uvést zpronevěry majetku ve fondech, záměrně špatné hospodaření fondu, které přinášelo ztráty podílkům a akcionářům fondu a zisk subjektům spojeným se správcem fondu, změny fondů na finanční holdingy bez respektování zájmů minoritních akcionářů apod. Situaci dále zhoršovala skutečnost, že „špatné příklady táhnou“ a úsilí těch, kteří na tyto deformace poukazovali a navrhovali opatření ke zlepšení situace, dlouhodobě nenalézálo politickou podporu.

Je zřejmé, že v poslední době se tato neutěšená situace přece jen začala zlepšovat. Bylo přijato několik zákonných úprav, letos byla nakonec zřízena i Komise pro cenné papíry (byť ne zcela nezávislá, ne se všemi potřebnými pravomocemi a hlavně dosud stále s nekompletním předsednictvem) a ta postupně začíná řešit nahromažděné problémy. Ozdravové procesy však začaly i ve vlastním prostředí fondů. K postupné nápravě tam dochází dvěma paralelními procesy, jedním pasivním a druhým aktivním.

Podstatou prvního, pasivního procesu je odchod řady falešných hráčů a nepoctivých správců. Někteří odešli tím, že změnili fondy na finanční holdingy, aniž přitom poskytli akcionářům fondu možnost výstupu za spravodlivou cenu. To samo o sobě bylo jistě negativním jevem, který poškodil nejen akcionáře takto transformovaných fondů, ale i celé odvětví, tedy i poctivé investiční společnosti a fondy; nicméně tito falešní hráči jsou pryč a již se nevrátí. Další skupina odešla či odchází v důsledku špatného hospodaření (často záměrně špatného), které vedlo až k zániku jimi spravovaných fondů. I to samořežem poškodilo celé odvětví, současně však i to přispělo k pasivnímu čištění trhu.

Podstatou druhého, aktivního procesu je aktivní úsilí řady investičních společností přispět k očistě kapitálového trhu a obnovení důvěry v kolektivní investování. Toto úsilí je samořežem motivováno nejenom etickými principy, které tyto společnosti vyznávají, ale především jejich ekonomickými zájmy, tedy snahou dlouhodobě podnikat v tomto odvětví, což nutně znamená získat a udržet důvěru investorů. Tento ekonomický motiv není však nedostatkem jejich snahy, ale naopak její silou. Je také důvodem, proč jinak si na trhu vzájemně konkurující investiční společnosti se sdružují ke společným aktivitám, ve kterých společný zájem překrývá zájmy konkurenční.

Unie investičních společností České republiky (UNIS ČR) vznikla v červnu 1996 splněním tří do té doby existujících zájmových sdružení investičních společností a samosprávných investičních fondů. Ihned po svém zvuku se stala členskou organizací Evropské federace investičních společností (FEFSI), která dnes sdružuje národní asociace investičních společností 15 zemí Evropské unie a 5 dalších evropských zemí (Švýcarsko, Norsko, ČR, od roku 1997 Maďarsko a od června 1998 i Polsko). Obdobně jako podstatně zkušenější evropské národní asociace investičních společností se chce zaměřit na čtyři základní oblasti činnosti:

1. být partnerem státní správy v jednáních o úpravách zákonů a daňových předpisů ovlivňujících kolektivní investování,
2. řešit společné odborné problémy svých členů (odborné vzdělávání zaměstnanců, jednotné metodiky některých činností – např. klasifikace typů fondů,oceňování majetku, příprava a přechodu na euro a na legislativu kolektivního investování Evropské unie apod.),
3. ovlivňovat chování svých členů tak, aby přispívalo k růstu důvěry v odvětví fondů.
4. přispívat k lepší informovanosti investorů (obyvatelstva) o formách, výhodách a rizicích kolektivního investování.

V období od založení Unie zhruba do poloviny minulého roku bylo hlavní úsilí zaměřeno zejména na prvé dva z těchto bodů. Toto omezení bylo způsobeno jak kapacity omezením postupně vytvářených odborných pracovních komisí Unie, tak skutečností, že šlo o období přípravy velmi důležitých změn legislativy. Spolupráci s MF ČR a Parlamentem ČR na přípravě zákona o Komisi pro cenné papíry a rozsáhlé novely zákona o investičních společnostech a investičních fondech považovala Unie za významnou prioritu a tato spolupráce vyžadovala aktivní nasazení řady předních odborníků Unie. Přesto i v tomto období se zvažovaly možné společné aktivity členů Unie v oblasti informování a vzdělávání investorů a současně sililo přesvědčení, že v boji o znovuzískání důvěry investorů nelze spolechat jen na zdokonalování zákonů a činnost příslušných orgánů dozoru, ale je nutné přistoupit i k aktivní samoregulaci členů Unie.

Zde je nutné poznat, že již při založení Unie byla problematické profesionální etiky věnována značná pozornost, vyjadřená jednak přijetím Etického kodexu Unie, jednak tím, že jako jeden z orgánů Unie volených valnou hromadou byla ustavena etická komise. Jejími členy se stali nejen zástupci členů Unie, ale i externí, všeobecně uznávaní odborníci. Úkolem etické komise bylo postupně zdokonalovat Etický kodex Unie a řešit případy jeho porušování.

Nicméně se ukázalo, že problém je složitější, než jsme se původně domnivali. Etický kodex je jistě důležitý dokument, je však nutné si spíše deklaraci určitých zásad než přesným popisem správného řešení různých situací, které investiční společnost při obhospodařování fondů každodenně řeší. Problém však není jen v dokumentu, popisujícím správné či žádoucí chování; další dva problémy jsou podstatně složitější.

První z těchto problémů spočívá v tom, že přijetí každého závazku nad rámec požadavků platných zákonů znamená současně dodatečné náklady společnosti. Tyto náklady nemohou přinést výnos nejen v blízkém horizontu několika měsíců, ale pravděpodobné ani v horizontu jednoho až tři let. Jde tedy vlastně o dočasné znevýhodnění proti těm, které takovýto závazek nepřijmou. Navíc zavedení samoregulace nutně vyžaduje sjednocení některých postupů a organizačních pravidel u všech zúčastněných, což samo o sobě také není zcela jednoduché, neboť tyto společnosti mají různé technologické, znalostní a lidské zázemí. Úprava pak znamená různé dodatečné náklady u jednotlivých členů. Je proto pochopitelné, že dohoda všech členů Unie o tom, co vše a v jakém rozsahu do pravidel samoregulace zahrnout, nebyla úplně jednoduchá a dosažení konsenzu vyžadovalo určitý čas.

Druhým problémem je způsob kontroly dodržování přijatých pravidel a řešení případů, kdy došlo k jejich porušení. To má dva aspekty. Prvním jsou opět náklady – vybudování dozorového orgánu znamená zaplatit práci týmu dobrých odborníků a to není levné. Druhým aspektem je nebezpečí konfliktu zájmů. Prováděcí kontroly u jednoho člena týmem, který je jakoli ovlivnitelný jinými členy, hrozí samozřejmě konflikt zájmů. Ten se jistě dá omezit vytvořením různých mechanismů (rozhodčí soud, posuzování problému na plenárním zasedání apod.), řešení však nikdy nemůže vyloučit všechna nebezpečí a znamená navíc další náklady, minimálně v čase účastníků.
Společný zájem členů přispět k očištění prostředí, ve kterém podnikají, však překonal všechny tyto problémy. V červnu tohoto roku byla dostatečně podrobná a náročná pravidla samoregulace přijata a současně byly v tomto smyslu změněny stanovy Unie. Je pravda, že současně došlo k výraznému zmenšení počtu členů Unie (Unie měla v roce 1996 46 členů, nyní jich má 25), nicméně členy jsou všechny význačné investiční společnosti na našem trhu. Současně členové Unie obhospodařují všechny velké české fondy (mimo těch, které jsou v nucené správě) a naprostou většinu nových rostoucích otevřených fondů.

Jaké je tedy současně řešení shora naznačených problémů? Pro stručnost je uvedeme ve formě jednotlivých bodů:

- Samoregulace je povinná pro všechny členy Unie a je definována dvěma dokumenty: Stanovami Unie a takzvanými Závaznými pokyny. Paralelně existující Etický kodex definuje celkovou filozofii etického chování na trhu.
- Stanovy definují povinnost členů dodržovat Závazné pokyny a rozpracovat je do konkrétních vnitřních směrnic a pravidel podle specifických podmínek každé investiční společnosti. Dále definují i způsob projednávání a schvalování postupné novelizace Závazných pokynů, způsob kontroly jejich dodržování a postup při podezření z jejich porušení nebo při jeho zjištění.
- Závazné pokyny mají čtyři kapitoly, které podrobně definují rozsah samoregulace, tj. závazné pravidla a postupy v oblasti:
  a) odborné péče při obhospodařování fondů,
  b) marketingu, reklamy a prodeje podílových listů,
  c) přístupu k důvěrným informacím a obchodování na vlastní účet zaměstnanců a členů orgánů investičních společností,
  d) informačních povinností.
- Bylo rozhodnuto nevytvářet vlastní dozorový orgán pro aktivní kontrolu dodržování Závazných pokynů, ale uložit všem členům uzavřít se svými audity smlouvu, podle níž součástí auditu investiční společnosti budou nejenom finanční výsledky, ale i kontrola toho, jak vnitřní pravidla a směrnice společnosti odpovídají Závazným pokynům a jak jsou dodržovány. To samozřejmě znamená pro členy značný doplňkový náklad, je to však poměrně účinný a zcela nezávislý způsob kontroly.
- Pokud se objeví podezření z porušení Závazných pokynů (od auditora, klienta fondu, medií, konkurenční společnosti apod.), vyzve Etická komise příslušného člena k podání vysvětlení. Etická komise tedy není oprávněna provést u člena aktivní šetření, člen je však dle Stanov Unie povinen Etické komisi své jednání vysvětlit a doložit své vysvětlení příslušnými doklady. Projednání případu Etickou komisí může mít několik alternativních výstupů:
  a) Komise shledá, že k porušení nedošlo – výstupem je pouze informace o případu pro předsednictvo a následně pro plenární zasedání členů Unie.
  b) Komise shledá, že k porušení sice došlo, lze je však naproviz opatřením na straně člena. Výstupem je definice a termín opatření, které člen provede, a informace pro plenární zasedání členů Unie.
  c) Komise shledá, že na základě podkladů a argumentace člena není schopna posoudit, zda k porušení došlo. V tomto případě požádá předsednictvo, aby problém byl zařazen na plenární zasedání členů. To pak po novém projednání se členem buď rozhodne, že šetření se ukončuje, nebo rozhodne o předání podnětu Komisi pro cenné papíry.
d) Komise shledá, že došlo k vážnému porušení Závazných pokynů. Případ se předloží k projednání plenárnímu zasedání s dvěma možnými variantami doporučení: předat Komisi pro cenné papíry podnět na šetření u člena nebo totéž zesílené návrhem na vyloučení člena z Unie.

e) Člen odmítne předložit komisi průkazné podklady k projednávanému problému. Případ se předloží k projednání plenárnímu zasedání s doporučením předat Komisi pro cenné papíry podnět na šetření u člena.

– Přechodné období k vytvoření souladu mezi interními pravidly a směrnicemi každé členské investiční společnosti a Závaznými pokyny bylo stanoveno do 30. září 1998 s výjimkou informační povinnosti, která vstoupila v platnost okamžitě.

– Pravidla samoregulace a způsoby kontroly jejich dodržování budou postupně zpřesňovány. Pro zajištění maximální vnitřní demokracie při řešení této citlivé oblasti bylo rozhodnuto, že orgánem oprávněným přijímat změny Závazných pokynů je plenární zasedání členů, na němž každý z členů Unie disponuje při hlasování právě jedním hlasem, zatímco na valné hromadě je počet hlasů člena závislý na formě jeho členství, resp. velikosti příspěvku na společný rozpočet Unie.

Přijetí pravidel povinné samoregulace je výraznou změnou v dosavadních aktivitách Unie. Autor věří, že v nemalé míře přispěje nejenom ke znovuzískání důvěry občanů i institucionálních investorů v kolektivní investování, ale i etickému chování všech účastníků trhu, a těží i k postupnému zvýšování transparentnosti a důvěryhodnosti našich kapitálových trhů. Současně vytváří nezbytné předpoklady pro efektivnost čtvrté z klasických oblastí činnosti Unie – pro společné aktivity při propagování různých nástrojů kolektivního investování a při výchově investorů. To je oblast, na kterou se Unie chce soustředit zejména v příštím roce.

LITERATURA

Etický kodex UNIS 1998. (k dispozici v knihovně UNIS, Gorazdova 10, Praha 2)

FEFSI (Fédération Européenne des Fonds at Sociétés d’Investissement): Quarterly Statistics Publicly Offered Open-End Schemes, 31. 3. 1998. (k dispozici v knihovně UNIS, Gorazdova 10, Praha 2)


Stanovy UNIS 1998. (k dispozici v knihovně UNIS, Gorazdova 10, Praha 2)

Zákon č. 248/1992, o investičních společnostech a fondatech, ve znění pozdějších předpisů.

Závazné pokyny UNIS 1998. (k dispozici v knihovně UNIS, Gorazdova 10, Praha 2)
SUMMARY

Principles of Self-regulation of Union of Investment Companies of the CR and the Future of Collective Investment in the Czech Republic

Jiří BRABEC – chairman of Board of Union of Investment Companies of the Czech Republic; director general of investment company ŽB Trust

Despite the boom of investment funds all over the world, in the Czech Republic they face many problems. Some of these problems were caused by distortion during the post-voucher-privatization period. The Union of Investment Companies of the Czech Republic is trying to improve the funds' transparency and image by introducing self-regulatory principles. A brief overview of these principles is presented.