

Výjezdní seminář z obchodního práva
Obchodní právo pod Sněžkou i drobnohledem

21. – 23. dubna 2017

Akcie SICAV – vybrané otázky

Tomáš Janoušek

Režim uzavřeného studia, PF UK

Resumé

Zakladatelské a investiční akcie SICAV jsou povinně vydávány jako akcie kusové. Některá práva s nimi spojená jsou upravena zvlášť, avšak ve zbytku je zakládá obecná úprava ZOK. Akcionářská práva jsou podstatně ovlivněna povinným rozdělením jmění SICAV. Specifický charakter SICAV pak buď opodstatňuje zvláštní výklad některých ustanovení, nebo přímo nutnost jejich úpravy. Ukazuji to na vybraných příkladech.

Zaprvé na právech kvalifikované menšiny akcionářů. Ta jsou vázána na velikost podílu akcionáře, určeného dle poměru počtu kusových akcií ve vlastnictví akcionáře k počtu všech vydaných kusových akcií. U SICAV však není proporcionalita investičních a zakladatelských akcií k sobě navzájem ani k základnímu kapitálu zajištěna. Přikláním se proto k názoru, že za jistých okolností by měl být pojem základní kapitál v § 365 ZOK ve vztahu k SICAV vykládat úžeji.

Zadruhé, pro investiční akcie je omezeno právo podílet se na zisku toliko na zisk z hospodaření se jměním k investiční činnosti. Podobné omezení však ve vztahu k zakladatelským akciím ZISIF nestanoví, proto je třeba vyložit, vztahuje-li se na ně dle § 348 odst. 1 ZOK právo podílet se na zisku SICAV jakožto celku. Domnívám se, že nikoli. Ani výklad však vzhledem k procesní stránce věci neposkytuje vlastníkům investičních akcií dostatečnou ochranu, pročež navrhuji ZISIF odpovídajícím způsobem doplnit.

Zatřetí, dle mého názoru pravidla ZISIF pro výpočet aktuální hodnoty investiční akcie SICAV nevytvářející podfondy dostatečně nerespektují charakter SICAV. Do výpočtu dle § 191 odst. 2 ZISIF vstupuje jak celé jmění SICAV, tak všechny akcie, přičemž jejich proporcionalita není nijak zajištěna. Domnívám se tedy, že by jejich aktuální hodnota měla být vypočtena podílem hodnoty investičního jmění a počtu investičních akcií.

1. Úvod

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem¹ byla do českého právního řádu zařazena s účinností k 1. 1. 2014 o investičních společnostech a investičních fondech². Velmi rychle, za tři a čtvrt roku, získala mezi českými investičními fondy s právní osobností dominantní postavení, když dnes již více než tři čtvrtiny³ těchto fondů jsou právě SICAV.

Ačkoli je SICAV hojně využívána, nebylo o ní zatím v české odborné literatuře publikováno mnoho.⁴ A to i navzdory tomu, že zařazením její právní úpravy do kontextu českého akciového práva, postaveného na odlišných principech než ovládají SICAV, vznikají právně zajímavé otázky. Cílem této práce je v oblasti podílů na SICAV na některé z těchto otázek poukázat a zkusit navrhnout jejich řešení.

Vzhledem k omezenému rozsahu tohoto příspěvku nebudu podíly na SICAV rozebírat komplexně, nýbrž se zaměřím na popsání vybraných otázek. Nejprve ukážu na charakteristické rysy aktuální právní úpravy podílů na SICAV. Poté je popíšu jakožto akcie kusové, tak abych na těchto základech mohl označit místa, kde se v průniku specifik SICAV a obecných ustanovení ZOK mohou tvořit problémy. Ty pak ilustruji na dvou příkladech: na právech kvalifikovaných akcionářů a na právu podílet se na zisku. Po nich popíšu ještě třetí situaci, ve které není plně respektována povaha SICAV, týkající se výpočtu aktuální hodnoty investiční akcie.

2. SICAV a její akcie

SICAV je dle ZISIF otevřený investiční fond, česká akciová společnost, jejíž variabilní základní kapitál je rozvržen na zakladatelské a investiční akcie. SICAV není zvláštní právní formou jako takovou⁵, stále je akciovou společností, byť s výraznými odlišnostmi. Ustanovení ZOK upravující akciové společnosti se tak na SICAV použijí, nejsou-li v rozporu s ustanoveními v ZISIF, přičemž jádrem právní úpravy SICAV jsou § 154 až 169 ZISIF.

1 Dále v textu též jen „SICAV“. Jedná se o akronym francouzského výrazu „société d'investissement à capital variable“.

2 Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, dále v textu jen „ZISIF“.

3 Přesně 88 ze 114 subjektů. Investiční fondy s právní osobností (stav ke dni 30. 03. 2017) [online]. Česká národní banka [cit. 2017-03-30]. Dostupné z: <<http://bit.ly/2aYcXbe>>.

4 Zřejmě neobsáhlejším počinem na toto téma nalezu v komentáři k ZISIF, který se SICAV věnuje na souvislých 24 stranách. Kromě toho je SICAV předmětem zkoumání nemnoha článků a podkapitol několika knih, většinou však kusých, uvádějících na jedné, dvou stranách pouze její stručnou charakteristiku, uvozujících její základní prvky a výhody či nevýhody oproti jiným právním formám investičních fondů. O některých aspektech SICAV lze najít zmínky v článcích na jiná témata, znovu však uvedené spíše na okraj, třeba jako příklady výjimek z pravidla. Shrnující, delší práce na toto téma prozatím úplně chybí, a to i na poli diplomových, rigorózních či dizertačních prací.

Komentář: PIHERA. V. *Akciová společnost s proměnným základním kapitálem*. In: ŠOVAR, J., A. KRÁLÍK, J. BERAN, D. DOLEŽALOVÁ et al. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN: 9788074787836. s. 429-453.

5 Vyplývá to z její povahy, hovoří tak o ní i ZISIF (srov. § 100 a 101) i doktrína (např. KURKA, R., A. PAŘÍKOVÁ. *Subjekty finančního trhu: vybrané aspekty likvidace a insolvence*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2014. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-277-9. s. 16).

2.1. Podstata rozdělení akcií SICAV na zakladatelské a investiční akcie

SICAV vydává zakladatelské a investiční akcie. Pochopení rozdílných rolí a zájmů vlastníků těchto akcií, jakož i na ně navázaných dalších zvláštností SICAV, je pro správný výklad právních předpisů zásadní.

Slovy zákona: „*Zakladatelské akcie akciové společnosti s proměnným základním kapitálem jsou akcie, které upsali zakladatelé akciové společnosti*“⁶ a zůstávají jimi být, i pokud jsou převáděny, příp. se zakladatelskými akciemi stanou i ty akcie, které zakladatelé SICAV neupsali, ačkoli k tomu měli přednostní právo (§ 158 odst. 2, srov. § 160 a 161). Zakladatelské akcie mohou být pouze kmenové (§ 159 odst. 1). Všechny ostatní akcie SICAV jsou akciemi investičními (§ 158 odst. 4), přičemž lze vydat investiční akcie různých druhů (plyne z § 167 odst. 3, ZISIF to nezakazuje, na rozdíl od zakladatelských akcií). Důležité je, že investiční akcie mohou být akciemi bez hlasovacích práv (plyne z § 158 odst. 4, 162 odst. 2, v odborné literatuře o tom není sporu).

Absence hlasovacích práv spojených s investičními akciemi odpovídá podstatě účasti vlastníků investičních akcií na SICAV. Ti do SICAV vstupují v roli investorů, kteří jsou ochotni vzdát se současné hodnoty svých investic⁷ s cílem zhodnotit je.⁸ SICAV jakožto povinně investiční fond (§ 154 odst. 2 ZISIF) pak tyto prostředky shromažďuje, profesionálně spravuje (samosprávně nebo zprostředkovaně). V posledku tak je účelem poskytnout vlastníkům investičních akcií, kteří sami nemají čas nebo schopnosti věnovat se správě svých finančních prostředků, majetkový profit, pramenící z výhod kolektivního investování, jakými jsou diverzifikace, tzv. *scaling* nebo dostupnost lepších investičních příležitostí.⁹ Ve snížené angažovanosti investorů a vzdání se kontroly nad investicemi pramení i opodstatnění absence hlasovacích práv spojených s investičními akciemi. Účast vlastníků investičních akcií na SICAV je zpravidla čistě majetková, což odůvodňuje i zvýšenou právní ochranu jejich majetkových zájmů.

Tato ochrana je zakotvena již samotném jádru právní úpravy SICAV. Ta povinně „účetně a majetkově“ rozděluje své jmění. Jmění k investiční činnosti¹⁰ je důsledně odděleno od zbylého jmění (vytváří se tak zbytková kategorie, kterou označuji jako „zakladatelskou část jmění“). Jmění k investiční činnosti, tedy všechn majetek určený k investování snížený o dluhy s ním spojené, může být rozděleno v jednotlivých podfondech, anebo pouze odděleno od zakladatelské části jmění (v tom případě jej označuji jako „investiční jmění“). V obou případech platí, že jmění k investiční činnosti je výsledkem hospodaření s majetkem získaným při vydání investičních akcií. Podstatné přitom je, že k uspokojení pohledávky

6 Tato definice je však dle mého názoru nepřesná. Zakladatelé jistě mohou upsat i investiční akcie, ty se proto nestanou akciemi zakladatelskými. Správně by měla být definice zakladatelských akcií navázána na zapisovaný základní kapitál.

7 Slovy ZISIF peněz, v případě fondů kvalifikovaných investorů i penězi ocenitelných věcí (§ 93 odst. 1, 95 odst. 1 ZISIF).

8 VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007. ISBN: 9788073572976. s. 15

9 BENJAMIN, J. *Financial law*. Oxford: Oxford University Press, 2007. ISBN: 0199282935. s. 187-188.

10 Pojem investiční činnost SICAV v ZISIF definován není. Z povahy věci vyplývá, že jde o hospodaření s majetkem získaným jako protihodnotou při vydání investičních akcií.

věřitele, která vznikla v souvislosti s kteroukoli ze tří uvedených oddělených částí jmění (zakladatelskou částí jmění, jmění v podfondech nebo investičním jměním) lze užít *pouze* majetek v této části.¹¹ Současně, majetek v kterékoli z oddělených částí nelze použít ke splnění dluhu, který není dluhem „této části“ (srov. § 164 odst. 2 věta druhá § 165 odst. 2 a 4 ZISIF).

To se v posledku projeví i v zájmech akcionářů. Vlastníci zakladatelských akcií jsou „spojení“ pouze se zakladatelskou částí jmění a budou mít zájem na co nejlepších výsledcích hospodaření s ní. Zakladatelská část jmění přitom slouží jako majetkový základ SICAV, který není určen k investování, ale k zajištění její činnosti. Je-li SICAV samosprávná, bude zakladatelská část jmění využita např. na zabezpečení odpovídajícího řídicího a kontrolního systému (§ 20 ZISIF) nebo zajištění odpovídajícího personálního vybavení obhospodařovatele (§ 21 ZISIF). Slouží k dosažení specifického podnikatelského záměru spojeného se zakladatelskou částí jmění, kterým je poskytovat službu, obhospodařovat, příp. i provádět administraci podfondů nebo investičního jmění s cílem profitovat z odměny za obhospodařování, příp. i za provádění administrace. Pokud bude výsledek hospodaření kladný, budou si ho moci rozdělit sami vlastníci zakladatelských akcií, zřejmě tak budou mít zájem na co nejvyšších odměnách. Naopak vlastníci investičních akcií budou v tomto případě mít zájem zcela opačný. Obecně pak zase jen vlastníci investičních akcií by měli přímo profitovat z úspěšného investování majetku, který vložím do SICAV riskují.

2.2. Akcie SICAV povinně kusové

Variabilita základního kapitálu SICAV je promítnuta do požadavku, aby všechny akcie SICAV byly jen akciemi kusovými.

„Právní věda rozlišuje mezi pravými a nepravými kusovými akciemi. (...) Obě kategorie se liší tím, zda se podíl jejich vlastníků na společnosti odvozuje od podílu na základním kapitálu, anebo od pouhého ‚členství‘. Právě kusové akcie s institutem základního kapitálu nepracují; vyjadřují jednoduše podíl jejich vlastníka na společnosti (na členství).“¹² Kusové akcie v kontextu toliko ZOK budou kusovými akciemi nepravými, na klasickou akciovou společnost¹³ je vydávající se budou vztahovat povinnosti Druhé směrnice týkající se zejména koncepce reálné tvorby a udržení základního kapitálu. V tomto případě se kusové akcie vážou na neproměnlivý základní kapitál a s každou z nich je spojen stejný podíl na něm.

11 Povinnost oddělovat investiční jmění se svými důsledky byla zpřesněna až v zákoně č. 148/2016 Sb. Ze znění § 164 ZISIF do této novelizace vyplývala pouze ochrana majetku v investičním jmění, věřitelé pohledávek vzniklých v souvislosti s ním se však mohli uspokojit i z tehdy ještě důsledně neoddělené zakladatelské části jmění. Důsledné rozdělení jmění SICAV je tak od této doby jejím dalším charakteristickým znakem.

12 ČECH, Petr. *Akcie ve víru rekonstrukce aneb nevtělené, zaknihované a kusové akcie v návrhu zákona o obchodních korporacích*. Obchodněprávní revue. 2011, č. 10, s. 294-303.

13 „Klasickou akciovou společností“ v textu rozumím v protikladu oproti SICAV akciovou společnost s fixním základním kapitálem, podléhající primárně ZOK.

Oproti nim pravé kusové akcie vazbu na základní kapitál nemají, jsou výrazem jiného koncepčního přístupu k ochraně věřitelů a akcionářů společnosti, než jaký uplatňuje Druhá směrnice. „*Východiskem úpravy těchto kusových akcií je skeptický pohled na garanční funkci základního kapitálu a příklon ke koncepci adekvátní kapitalizace.*“¹⁴

Možnosti vyloučit z působnosti Druhé směrnice společnosti, které splňují znaky stanovené v jejím čl. 1 odst. 2, český zákonodárce využil právě při zavedení SICAV do ZISIF. Jiná akciová společnost v našem právu pravé kusové akcie vydávat nemůže. Jenže povaha všech zakladatelských a investičních akcií SICAV není jednotná, jejich koncepční základy se liší. Zatímco investiční akcie jsou učebnicovým příkladem pravých kusových akcií, zakladatelské akcie svou povahou a vazbou na zapisovaný základní kapitál představují kusové akcie nepravé.¹⁵

Slovy J. Lasáka pak: „*Kouzlo kusových akcií spočívá v tom, že jednotlivé akcie v konkrétní akciové společnosti představují stejný podíl na základním kapitálu společnosti.*“¹⁶ To platí v kontextu základní úpravy akciových společností v ZOK, ve kterém J. Lasák kusové akcie popisoval. Ve vztahu k SICAV však již koncept stejných podílů na základním kapitálu zcela „*kouzelně*“ nefunguje, a to právě kvůli rozdělení základního kapitálu SICAV na zakladatelskou část jmění a jmění k investiční činnosti. Z tohoto sváru mezi dvojím charakterem SICAV, ztělesněným v zakladatelských a investičních akciích, a jednotnou koncepcí úpravy práv v ZOK pak nastávají problematické situace.

2.3. Subsidiarita ZOK ve vztahu k akciím SICAV

Aby byla umožněna variabilita kapitálu, ZISIF ve vztahu k investičním akciím vylučuje použití některých ustanovení ZOK, zejména ustanovení týkajících se změn výše základního kapitálu (a contrario § 159 odst. 3) nebo upisování a nabývání vlastních akcií, jmenovité hodnoty, emisním kurzu a emisním áziu (§157 odst. 1). K tomu ZISIF pro SICAV stanoví odlišnosti. Tak základní kapitál SICAV se dle § 155 ZISIF rovná jejímu fondovému kapitálu. Fondovým kapitálem SICAV je dle § 16 odst. 5 věty druhé hodnota majetku SICAV snížená o hodnotu jejích dluhů (též jmění SICAV nebo tzv. NAV fondu, z anglického *net asset value*¹⁷). Tato částka tak jako souhrn všeho, co SICAV patří, snížený o její dluhy, je tak neustále proměnlivá. Naopak v ZOK se základním kapitálem rozumí souhrn všech vkladů do

14 ČERNÁ, Stanislava. *O nepravých a pravých kusových akciích*. Obchodněprávní revue. 2015, č. 5, s. 129-134

15 Ibid.

16 LASÁK, Jan. *Akciová společnost na prahu rekonstrukce: základní novinky*. Obchodněprávní revue. 2012, č. 2, s. 46-51

17 KRÁLÍK, A. § 12. *Předmět podnikání samosprávného investičního fondu (...)*. In: ŠOVAR, J., A. KRÁLÍK, J. BERAN, D. DOLEŽALOVÁ et al. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). ISBN 9788074787836 S. 47.

společnosti (§ 30 ZOK), částku rigidní, měnitelnou pouze za splnění daných podmínek. Jako od pevného bodu pak od ní ZOK odvíjí některá práva a povinnosti akcionářů.

Pro jejich výkon je pak zásadní velikost podílu na základním kapitálu připadající na jednu kusovou akcii, nebo vůbec poměr počtu kusových akcií ve vlastnictví akcionáře a počtu všech společností vydaných akcií.

ZISIF přitom pro SICAV stanoví jen nemnoho speciálních pravidel. Správné fungování společnosti tak stále závisí na úpravě v ZOK. Ta ovšem nemusí vzhledem ke specifikům SICAV vždy dobře fungovat. Ukážu to na dvou příkladech, na právech kvalifikované menšiny akcionářů a právu podílet se na zisku.

3. Práva kvalifikovaných akcionářů SICAV

Smysl práv kvalifikované menšiny akcionářů spočívá v poskytnutí dodatečné ochrany zájmům buď samotného kvalifikovaného akcionáře, nebo i společnosti.¹⁸ Mezi nejdůležitější práva kvalifikovaných akcionářů patří právo podat tzv. akcionářskou žalobu, zvláště pak o náhradu újmy proti členovi statutárního orgánu nebo dozorčí rady, nebo žádat svolání valné hromady či ji při splnění podmínek dokonce svolat a žádat o zařazení určené záležitosti na pořad valné hromady (§ 365 a násl. ZOK). ZISIF žádnou speciální úpravu nestanoví, na SICAV se však jistě vztahovat budou. Ustanovení je relativně kogentní (§ 365 odst. 4 ZOK), z čehož je patrný úmysl zákonodárce trvat na bezpodmínečném zachování alespoň této úrovně ochrany.

Tato práva přitom odvisí od dosažení určitých poměrů na základním kapitálu společnosti. Ten se za současné právní úpravy¹⁹ určí podle toho, dosahuje-li počet kusů 1 %, 3 % nebo 5 % základního kapitálu společnosti. Všechny kusové akcie představují stejné podíly na základním kapitálu (§ 257 odst. 1 ZOK), a tak se účast akcionáře vypočte podle počtu kusů akcií, které vlastní, poměřenému k počtu všech společností vydaných akcií.²⁰ Tou klasických

18 DVOŘÁK, T. *Akciová společnost*. Praha: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 9788074789618. s. 387.

19 S. Černá k tomu píše: „Hranice kvalifikované menšiny (3 %, 5 % či 1 %) se pro kusové akcie vypočítává jako podíl výše základního kapitálu a počtu kusů akcií, což je nesprávné, neboť základní kapitál má být poměřován nikoli s počtem kusových akcií, ale s jejich souhrnnou účetní hodnotou.“

ČERNÁ, Stanislava. *O nepravých a pravých kusových akciích*. Obchodněprávní revue. 2015, č. 5, s. 129-134

20 VYBÍRAL, P. § 257. *Kusové akcie*. In: LASÁK, J., J. POKORNÁ, Z. ČÁP, T. DOLEŽIL a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. I. Díl. Praha: Wolters Kluwer, 2014. s. 1294.

akciových společností v zásadě funguje. Zvážím nejprve důsledky obdobného výkladu pro SICAV.

Nejprve, takový výklad by neodpovídal povaze rozděleného základního kapitálu SICAV, když její jmění k investiční činnosti je odděleno od zakladatelské části jmění. Důsledkem je jejich absolutní majetková nepropojenost. Částky, za které budou vydávány zakladatelské a investiční akcie, jsou na sobě nezávislé.²¹ Počty vydávaných zakladatelských a investičních akcií budou na sobě také nezávislé, tedy i libovolné. Zatímco majetkovým důsledkům tohoto faktu věnuje ZISIF pozornost, ostatním už tolik ne. Např. zakladatelské akcie se budou jako jediné podílet na zisku z hospodaření se zakladatelskou částí jmění, vydáním nových se tak sníží podíl na tomto zisku všech dosavadních zakladatelských akcií. Ve sféře práv menšinových akcionářů však podobné „samoomezení“ nenastává. Čím více zakladatelských akcií bude vydáno, tím větší podíl na celkovém počtu akcií budou představovat (a *vice versa*), přičemž takové bujení není kontrolováno klasickými mechanismy akciového práva²².

ZOK dále pro určení dosažení hranic rozhodných pro určení práv kvalifikované menšiny nijak nezohledňuje, zda je s akciemi spojeno hlasovací právo.²³ Zatímco u klasických akciových společností budou akcie bez hlasovacích práv spíše výjimečné, u SICAV tomu je přímo naopak. Zatímco budou vlastníci zakladatelských akcií typicky jako jediní na valné hromadě rozhodovat o základních otázkách řízení společnosti, ani akcionáři s významnými podíly na hlasovacích právech nemusí dosáhnout na práva kvalifikovaných menšin.

Nadto budou tyto poměry stále proměnlivé. Pro určení, zda akcionář dosáhne na práva kvalifikované menšiny, je rozhodná doba, kdy návrh činí.²⁴ Investiční akcie však mohou být vydávány a musejí být odkupovány pružně.

Ilustruji nyní tyto situace na příkladech. Mohlo by dojít k praktickému znemožnění výkonu práv kvalifikované menšiny pro jakéhokoli vlastníka investičních akcií. Stačilo by,

21 Kdežto investiční akcie se budou řídit pravidly ZISIF pro vydávání podílových listů a investiční akcie tak budou vydávány za částku odpovídající aktuální hodnotě investiční akcie (§ 130 a odst. 1 ve spojení s § 163 odst. 2), vydávání zakladatelských akcií se bude řídit pravidly ZOK (za podmínek § 157 odst. 1 ZISIF). Ten navíc vylučuje aplikaci ustanovení ZOK o emisním ážiu a emisním kurzu pro všechny akcie SICAV, včetně zakladatelských. Mohou tedy být vydávány sub paru?

22 Např. ustanoveními týkajícími se emisního kursu. Specifickou roli hraje i právo vlastníků zakladatelských akcií na přednostní úpis nových zakladatelských akcií, jejichž hodnota je především nezávislá na hodnotě investičních akcií a tedy i na „celku“ akcií.

23 K tomu viz též FILIP, LASÁK. § 365. (*Kvalifikovaný akcionář*). LASÁK, J., J. POKORNÁ, Z. ČÁP, T. DOLEŽIL et al. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 9788074785375. s. 1656.

24 Ibid.

kdyby SICAV před přeměnou z klasické akciové společnosti určil, že rozštěpí dosavadní akcie se jmenovitou hodnotou na 100 mil. akcií a určil, že se všechny z nich stanou zakladatelskými akciemi, kromě jednoho tisíce akcií, které se stanou investičními akciemi. Pokud by její zapisovaný základní kapitál byl 4 mil. Kč a hodnota jmění v jediném podfondu 400 mil. Kč, každá zakladatelská akcie by se podílela na vytvoření zapisovaného základního kapitálu pouze v částce 0,04 Kč, hodnota investiční akcie by byla 400.000 Kč. Počet akcií odpovídající jednomu procentu na základním kapitálu pak je 1.000.010. Na to pravděpodobně nedosáhne žádný budoucí vlastník jejích investičních akcií, jejich hodnota by byla obrovská. Vlastníci zakladatelských akcií, jejichž zájmy jsou od zájmu vlastníků investičních akcií odlišné a mohou být i protichůdné, by si tak dopředu „pohlídali“, aby je vlastníci investičních akcií např. nemohli za společnost žalovat k náhradě škody, jsou-li členy představenstva SICAV.

V jiném případě by absurdně např. ani akcionář s 80% podílem na hlasovacích právech, vlastníci 8 zakladatelských akcií, přes vůli stávajícího představenstva nemohl prosadit na pořad jednání hlasování o odvolání jeho členů a jmenování nových. Zkrátka jenom proto, že bylo bez nutnosti souhlasu valné hromady vydáno více, třeba 900 investičních akcií, které „rozředily“ podíl zakladatelských akcií na celkovém počtu akcií SICAV.

Nakonec, vlastníci zakladatelských akcií, jejichž poměr se blíží rozhodné procentuální hranici, by museli sledovat tok vydávání a odkupování investičních akcií a čekat na příhodnou chvíli, aby svého práva kvalifikované menšiny akcionářů mohli užít.

Na příkladech je patrné, že takový výklad ustanovení o právech kvalifikovaných menšin by v propojení s ustanoveními upravujícími kusové akcie a s charakteristikou SICAV nezajišťoval dosažení jejich prvotního účelu. Lze argumentovat, že si tyto situace musejí hlídat samotní akcionáři – *caveat emptor*.²⁵ Je to vhodné, třeba v případě *retailových* fondů?

Jinou možností je vykládat pojem základní kapitál v § 365 ZOK v této souvislosti odlišně od § 155 ZISIF. Zkrátka s cílem ochrany práv akcionářů tento pojem ve vztahu k zakladatelským akciím vykládat jako zapisovaný základní kapitál, ve vztahu k investičním akciím jako fondový kapitál podfondu²⁶ nebo fondový kapitál odpovídající investičnímu

25 Skrze např. počty vydaných zakladatelských akcií povinně uváděné ve stanovách a v obchodním rejstříku a v perspektivě počtů vydaných investičních akcií, vypočteného např. z uveřejněného NAV fondu a aktuální hodnoty jedné investiční akcie.

26 To ostatně umožňuje § 633 ve spojení s § 16 odst. 5 ZISIF.

jmění. Přikláním se k této možnosti, jen tak se předejde závažným problémům, které by mohly nastat.

4. Právo podílet se na zisku

Nyní k výkladu práva podílet se na zisku. ZOK stanoví obecné pravidlo pro určení akcionářova práva na podíl na zisku v § 348 odst. 1. Neurčí-li stanovy jinak, určuje se podíl na zisku poměrem akcionářova podílu k základnímu kapitálu. Ten se pro SICAV určí podle *počtu* kusových akcií (§ 257 odst. 3 ZOK) k celkovému počtu akcií, tedy k součtu zakladatelských i investičních akcií.

ZISIF pak limituje právo podílet se na zisku spojené s investičními akciemi toliko na podíl na zisku z hospodaření se jměním k investiční činnosti (§ 164 odst. 3 a § 167 odst. 1 věta druhá ZISIF). Ve vztahu k podfondům bylo v ZISIF zařazeno od jeho počátku, ve vztahu k investičnímu jmění bylo doplněno novelou, zákonem č. 148/2016 Sb. Obdobné výslovné omezení u zakladatelských akcií, které by zúžilo právo podílet se na zisku spojené s nimi jen na zisk z hospodaření se zakladatelskou částí jmění, však již stanoveno není.

Z doslovného výkladu zákona by tak mohlo vyplynout, že se zakladatelskými akciemi je spojeno nejen právo na rozdělení celého zisku z hospodaření se zakladatelskou částí jmění (plynoucí z uvedeného omezení práv investičních akcií), nýbrž i na podíl na zisku z hospodaření se jměním v každém z podfondů nebo s investičním jměním v poměru určeném dle ZOK.

Tento poměr bude z důvodů uvedených výše téměř vždy neodpovídající. Nic nebrání tomu, aby zakladatelských akcií bylo vydáno mnohonásobně více než akcií investičních, třeba i po letech existence SICAV, a na základě pouhého zvýšení počtu tak nafouknout jejich podíl na tomto zisku.²⁷

27 Situaci mohu ilustrovat na příkladu. SICAV jakožto fond kvalifikovaných investorů se zapisovaným základním kapitálem 3 mil. Kč vydala 2700 zakladatelských akcií, z nichž 1500 náleží akcionáři A. Ke každému z dvěma podfondů pak SICAV vydala 300 investičních akcií, se kterými není spojeno hlasovací právo, každou za částku 1 mil. Kč, žádnou z nich nenabyl akcionář A. Z hospodaření se zakladatelskou částí jmění nevznikl po tři roky žádný zisk ani ztráta. Zisk z hospodaření se jměním v prvním z podfondů byl 30 mil. Kč a v druhém 60 mil. Kč. Valná hromada po třech letech poprvé rozhodla rozdělit zisk, a to z obou podfondů a výše uvedeným způsobem. Podíl akcionáře A na základním kapitálu je dle ZOK 50 %. Jeho podíl na zisku z prvního podfondu tak bude 15 mil. Kč a z druhého 30 mil. Kč. Zisk k rozdělení mezi vlastníky investičních akcií prvního podfondu je pouze 500 tis. Kč, druhého 1 mil. Kč.

Jsem přesvědčen, že výkladem zákona nutno dovodit zúžení práva spojeného se zakladatelskými akciemi podílet se pouze na zisku z hospodaření se zakladatelskou částí jmění. Plyne to z povahy důsledného rozdělení jmění SICAV popsaného výše a z omezení práv vlastníků investičních akcií podílet se toliko na zisku z hospodaření se jměním k investiční činnosti. Evidentní je to i na neakceptovatelných výsledcích příkladu. Ochrana práv vlastníků zakladatelských akcií tak musí ustoupit zvýšené ochraně majetkových práv vlastníků investičních akcií. To však vlastníky investičních akcií zcela neochrání.

O rozdělení zisku totiž rozhodne valná hromada. Akcionáři ale neví, jak bude statutární orgán zákon vykládat, neví tedy ani, jak zisk mezi akcionáře rozdělí. Samotné rozhodnutí o rozdělení zisku pak nebude odporovat zákonu, dobrým mravům ani stanovám, neprokáže-li se například, že vlastníci zakladatelských akcií věděli, že statutární orgán vyplatí podíl na zisku způsobem dle ZOK. O výplatě podílu na zisku pak bude rozhodovat statutární orgán SICAV. Ten sice podléhá zpřísněným požadavkům na standard jednání²⁸ i obecným požadavkům akciového práva a práva korporací²⁹, bude však také zpravidla volen pouze vlastníky zakladatelských akcií a tak i vystaven jejich tlaku. Dovolávat se neplatnosti rozhodnutí statutárního orgánu v tomto případě také nelze (§ 430 odst. 1, 45 odst. 3 ZOK). Je otázka, do jaké míry lze na tento případ aplikovat § 244 odst. 2 ZOK. Zkrátka, bez dalšího rozvíjení možných scénářů lze konstatovat, že pro domození se svých práv by investiční akcionáři museli vynaložit značné množství času a peněz.

Předpokládám, že stanovy určování podílu na zisku většinou upraví tak, aby se předešlo těmto komplikacím.³⁰ Přesto si lze představit, že kvůli opomenutí změny koncepce zavedené zákonem č. 148/2016 Sb., nebo třeba při přeměně klasické akciové společnosti jakožto investičního fondu na SICAV nebude ve stanovách zohledněna zvláštní povaha oddělenosti jmění SICAV. Vyloučit nelze ani riziko zneužití, zvláště u „retailových“ fondů

28 Např. dle § 18 a 22 odst. 1 písm. b) a c) ZISIF jednat s odbornou péčí, spravedlivě a v nejlepším zájmu společníků, u nesamosprávné SICAV její „správce“, investiční společnost, musí s investory zacházet spravedlivě dle čl. 23 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled („nařízení k AIFMD“) atd.

29 Zejm. platí zákaz bezdůvodně zvýhodňovat či znevýhodňovat člena korporace a povinnost šetřit jeho oprávněné zájmy z § 212 Odst. 1 OZ.

30 Dodám, že dle § 156 odst. 1 písm. d) je povinnou náležitostí stanov SICAV určení pravidel pro výplatu podílů na zisku. Co se tím rozumí, rozvíjí § 11 vyhlášky České národní banky č. 246/2013 Sb. o statutu fondu kolektivního investování v návaznosti na obdobnou povinnost stanovit pravidla pro výplatu podílů na zisku ve statutu fondu kolektivního investování dle § 220 odst. 1 písm. g). Dle § 11 odst. 3 vyhlášky musí být ve statutu uvedeny podrobné informace o výplatě podílů na zisku vyplývající z různých druhů akcií. Povinnost uvést podrobné informace však může být v praxi „vyřešena“ i zkopírováním ustanovení ZOK nebo předchozích stanov akciové společnosti, a problém nedůslednosti při psaní stanov tak ani stanovením této povinnosti vždy být vyřešen nemusí. Navíc by jistě měl zákon obecně nabízet pro všechny zúčastněné nejspravedlivější řešení.

kolektivního investování, jelikož veřejnosti jistě nemusí být tyto právní nuance zřejmé.³¹ Dle mého názoru tak je třeba kvůli předcházení těchto složitějších, nevhodných situací do ZISIF odpovídající zúžení doplnit, tak aby právní úprava SICAV lépe navazovala na obecná ustanovení ZOK o právu akcionáře podílet se na zisku, a korespondovala by tak se změnami zavedenými uvedenou novelou. Ta sice ustanovení o právu podílet se na zisku ZISIF posunula správným směrem, avšak chybí ji důsledné dotažení tohoto posunutí do konce.

5. Výpočet aktuální hodnoty investiční akcie SICAV nevytvářející podfondy

Posledním problematickým místem právní úpravy SICAV, které v této práci zmíním, je způsob výpočtu aktuální hodnoty investiční akcie SICAV nevytvářející podfondy. Ta je pro vlastníky investičních akcií zásadní, protože právě ona je rozhodná pro určení částky, za kterou administrátor investiční akcii na žádost vlastníka investiční akcie odkoupí (§ 131 ve spojení s § 163 odst. 2 ZISIF). Jedná se tedy o druhé ze zásadních majetkových práv spojených s investičními akciemi, v porovnání s právem podílet se na zisku ještě důležitější.³²

Nejprve k výpočtu aktuální hodnoty investiční akcie u SICAV vytvářející podfondy. Zde ZISIF výslovně omezuje základ pro tento výpočet na hodnotu fondového kapitálu podfondu (§ 191 odst. 3). Jejich aktuální hodnota se tak určí jako podíl majetku a dluhů v podfondu (§ 191 odst. 6 ZISIF) a počtu vydaných investičních akcií, výkladem třeba dovodit investičních akcií vydaných k tomuto podfondu. Tato hodnota tedy bude určena pouze na základě hodnoty odděleného jmění v podfondech, jehož výše závisí toliko na výsledcích hospodaření s částkou získanou vydáním investičních akcií k tomuto podfondu. Výpočet u SICAV vytvářející podfondy je nastaven správně.

Naproti tomu § 191 odst. 2 ZISIF stanoví pro výpočet aktuální hodnoty investiční akcie SICAV nevytvářející podfondy odlišný přístup. Aktuální hodnota „investiční akcie“ se v tomto případě určí jako hodnota fondového kapitálu dělená počtem vydaných „akcií“. Do výpočtu tedy ZISIF zahrnuje celé jmění SICAV jakožto součet zakladatelské části jmění i investičního jmění. Do dělitele pak k počtu vydaných investičních akcií přičítá i zakladatelské

31 K prevenci zneužití slouží řada dalších ustanovení ZISIF, např. povinnost samosprávné SICAV získat povolení k činnosti a s ní související přezkum stanov takové SICAV Českou národní bankou. Možné souvislosti s nimi však již dále rozvíjet nebudu.

32 Zatímco rozdělení zisku záleží na rozhodnutí valné hromady a obecně i strategii fondu, výsledky hospodaření se jměním k investiční činnosti se v hodnotě investičních akcií projevují vždy a s investičními akciemi bude právo na její odkoupení spojeno také vždy (§ 162 odst. 1 ZISIF).

akcie, soudě z dikce ustanovení v kontextu důsledného rozlišování pojmenování zakladatelských a investičních akcií na jiných místech zákona.³³ Toto rozšíření počtu akcií vstupujících do výpočtu o zakladatelské akcie má zřejmě korigovat zahrnutí zakladatelské části jmění do dělence výpočtu. Že je to záměrem zákonodárce dokládá i důvodová zpráva, kde se píše, že: „*Pokud podfondy vytvořeny nejsou, jsou s investiční akcií i se zakladatelskou akcií spojena stejná práva na podíl na majetku fondu, proto nemá smysl rozlišovat mezi tzv. provozním majetkem a majetkem investovaným.*“³⁴ To dle mého názoru neplatilo ani před Druhou novelou ZISIF, tím spíše to neplatí po zavedení povinnosti důsledně oddělovat zakladatelskou část jmění a investiční jmění.

Tento výpočet opět nezohledňuje důsledné oddělení částí jmění SICAV. Obdobně jako u výpočtu podílu na zisku je i výpočet aktuální hodnoty investiční akcie SICAV nevytvářející podfondy náchylný k poměru počtu vydaných zakladatelských a investičních akcií, když tento poměr není nijak regulován.³⁵

Hodnota investičních akcií tak může být podstatně zkreslena na hodnotu vyšší, což je z pohledu investorů nebezpečné při vydávání investičních akcií SICAV, nebo naopak snižována, což se projeví při odkupování investičních akcií. Výkladem ustanovení zákona přitom z důvodu jasného záměru k výpočtu na základě investičního jmění a počtu investičních akcií dojít nelze.³⁶ Opět nezbude než ve stanovách vždy důsledně upravit výpočet aktuální hodnoty odchylně od zákona.³⁷

33 Snad s výjimkou § 154 odst. 1, kde ZISIF samotnou SICAV definuje. Zde ale soudím, že půjde o snahu SICAV definovat bez použití pojmů uvedených dále v zákoně, tuto diskrepanci ZISIF sám v dalších ustanoveních uvádí na pravou míru (§ 159 odst. 1 a § 162 odst. 1)

34 *Důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech*. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky. Sněmovní tisk č. 896/0. Zákon vyhlášen pod číslem 240/2013 Sb. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=79188>. s. 395.

35 Příkladem může být situace, kdy SICAV vydává investiční akcie čtvrtý měsíc po zahájení jejich vydávání. Zakladatelská část jmění v této době odpovídá částce 250 tis. EUR, investiční jmění prozatím 750 tis. EUR. Bylo vydáno 50 zakladatelských akcií a 50 investičních akcií. Aktuální hodnota investiční akcie by se dle ZISIF určila jako podíl 1.000 tis. EUR a 10 vydaných akcií, jejich aktuální hodnota tak je 10 tis. EUR. Správně by však měla být 15 tis. EUR, této částce by za jinak stejných okolností odpovídala hodnota investičních akcií, pokud by SICAV vytvořila jediný podfond.

36 K zúžení pojmu hodnota fondového kapitálu na hodnotu investičního jmění lze dojít arg. per analogiam. Kde zákon hovoří o fondovém kapitálu, je dle mého názoru nutno v souvislosti s podfondy rozumět fondový kapitál podfondu (§ 633 ve spojení § 16 odst. 5, viz obdobný výklad fondového kapitálu podílového fondu v textu zákona, ke kterému lze dospět opět jen za použití těchto dvou ustanovení). Analogicky k úpravě podfondů bychom potom mohli argumentovat při výkladu pojmu fondový kapitál a dojít k závěru, že jeho hodnotu nutno posuzovat pouze jako hodnotu investičního jmění. Potíže by však spíše přineslo zúžení pojmu „akcie“ pouze na investiční akcie, když úmysl zákonodárce je zde zřejmý. Kýženého výsledku bychom tak dosahovali stěží.

37 § 156 odst. 1 písm. e) ZISIF stanoví povinnost upravit způsob určování aktuální hodnoty investičních akcií ve stanovách, k tomu však obdobně platí, co jsem uvedl v pozn. 30.

6. Závěr

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem se v České republice po zavedení rychle uchytila. Její přednosti, stavící na variabilitě základního kapitálu a specifických druzích podílů, jsou evidentně pro investory atraktivní.

Důsledkem zařazení SICAV do kontextu právní úpravy akciových společností stojící na zcela odlišných koncepčních základech však je určitá nekompatibilita. Aby SICAV jakožto akciová společnost správně fungovala, musí v lepším případě výkladem překonávat místy široké mezery mezi ZISIF a ZOK. V horších případech pak bude třeba některá ustanovení zákonů upravit. Některá další problematická místa právní úpravy SICAV dále nezohledňují její charakteristiky, zejména nenavazují na povinné rozdělení jmění SICAV. Snad i tento příspěvek pomůže k tomu, aby se právní úprava SICAV v České republice dále zdárně rozvíjela a v posledku tak plnila svůj úkol – poskytovat spolehlivý rámec základního nastavení vztahů uvnitř SICAV, na který se investoři mohou i bez jeho podrobné znalosti spolehnout.

Mnohé další zajímavé otázky týkající se zakladatelských a investičních akcií, neřku-li i SICAV jako takové, jsem v práci musel opomenout. Rád je však na semináři nabídnu k diskuzi.

11. Prameny

Odborná literatura:

BENJAMIN, J. *Financial law*. Oxford: Oxford University Press, 2007. ISBN: 0199282935.

ČECH, P. *Akcie ve víru rekodifikace aneb nevtělené, zaknihované a kusové akcie v návrhu zákona o obchodních korporacích*. Obchodněprávní revue. 2011, č. 10, s. 294-303.

ČERNÁ, S. *O nepravých a pravých kusových akciích*. Obchodněprávní revue. 2015, č. 5, s. 129-134

LASÁK, J. *Akciová společnost na prahu rekodifikace: základní novinky*. Obchodněprávní revue. 2012, č. 2, s. 46-51

DVOŘÁK, T. *Akciová společnost*. Praha: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 9788074789618.

KURKA, R., A. PAŘÍKOVÁ. *Subjekty finančního trhu: vybrané aspekty likvidace a insolvence*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2014. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-277-9.

LASÁK, J., J. POKORNÁ, Z. ČÁP, T. DOLEŽIL a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. I. Díl. Praha: Wolters Kluwer, 2014.

ŠOVAR, J., A. KRÁLÍK, J. BERAN, D. DOLEŽALOVÁ et al. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN: 9788074787836.

Normativní právní akty:

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Zákon č. 148/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled.

Další zdroje

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007. ISBN: 9788073572976.

Internetové zdroje:

Důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Poslanecká sněmovna Parlamentu České republiky. Sněmovní tisk č. 896/0. Zákon vyhlášen pod číslem 240/2013 Sb. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=79188>. s. 298-299.