

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

**Fondy kolektivního investování s nízkou
mírou regulace v kontextu české právní
úpravy**

Studentská vědecká odborná činnost

Kategorie: magisterské studium

autor: Milan Sýkora

rok odevzdání: 2011

Konzultant: PhDr. Mgr. Pavel Seknička, Ph.D.

IV. ročník

Vědecký seminář: Vybrané otázky kapitálového trhu

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem práci předkládanou do IV. ročníku Studentské vědecké a odborné činnosti (SVOČ) vypracoval samostatně za použití literatury a zdrojů v ní uvedených. Dále prohlašuji, že práce nebyla dříve publikována, nebyla vcelku ani částečně obhájena jako práce diplomová či bakalářská a nebyla přihlášena do předchozích ročníků SVOČ či jiné soutěže.

V Praze dne 11. 04. 2011

.....

Milan Sýkora

Anotace

Fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace v kontextu české právní úpravy

Práce pojednává o fondech kolektivního investování s nízkou mírou regulace. Právní regulaci těchto fondů v české republice konfrontuje se zahraniční úpravou i s úpravou ostatních fondů kolektivního investování v ČR. Kromě výkladu platné právní úpravy se také zabývá makroekonomickými souvislostmi kolektivního investování.

V úvodní kapitole jsou rozebrány záměry výzkumu, prameny a metody, které k němu byly využity.

Druhá kapitola práce pojednává o obecné nutnosti regulovat a dozorovat trh kolektivního investování. Kromě teoretického zdůvodnění regulace se zabývá makroekonomickými souvislostmi kolektivního investování s důrazem na investice fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace.

Třetí kapitola práce pojednává o regulaci a dozoru nad kolektivním investováním v praktické rovině. V první části se autor zabývá právní úpravou regulace a dohledu v České republice. Ve druhé části potom nastiňuje právní úpravu v České republice, USA a Velké Británii.

Předmětem čtvrté kapitoly je komparace speciálních fondů kolektivního investování, jako fondů s nejnižší mírou regulace v České republice, s ostatními fondy kolektivního investování dle české legislativy.

Závěrečná kapitola je hodnocením provedeného výzkumu, které mimo jiné shrnuje do několika stručných bodů.

Abstract

Collective Investment Funds with Low Regulation Level in the Context of Czech Legal System

The article deals with collective investment funds with low regulation level. The author compares the regulation of these funds in the Czech Republic with regulations in foreign legal systems and with legal regulation of other types of collective investment funds in the Czech Republic. Apart from the explanation of legal regulations, macroeconomics connections are dealt in the work.

The aims, sources and methods of the study are explained in the preliminary chapter.

The second chapter deals with the general necessity of regulation and supervision of collective investment market. In addition of theoretical justification of the regulation, the macroeconomics connections are explained here (with an emphasis on the low regulation collective investment funds).

The third chapter focuses on real regulation and supervision of collective investment. The author describes the Czech legal regulation in the first part. In the second part the Czech regulation is compared with the regulation in the United States and in the United Kingdom.

The subject of the fourth chapter are the “*speciální fondy kvalifikovaných investorů*” (special funds of qualified purchasers) as the collective investment funds with lowest regulation level in the Czech republic and their comparison with other forms of collective investment funds in the Czech legal system.

The final chapter evaluates the study and its conclusions. They are summarized in a few brief points.

I. Úvod.....	6
II. Obecná nutnost regulace a dohledu nad kolektivním investováním.....	7
Makroekonomické dopady investic fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace.....	8
III. Regulace a dozor nad subjekty kolektivního investování.....	9
Kolektivní investování v ČR.....	9
Investiční fondy.....	10
Investiční společnosti a podílové fondy.....	10
Regulace trhu kolektivního investování v ČR.....	11
Dozor nad trhem kolektivního investování v ČR.....	12
Obecně o regulaci fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace.....	14
Legislativa fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace v USA.....	14
Legislativa fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace ve Velké Británii	15
IV. Fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace v české právní úpravě v porovnání s běžnými fondy kolektivního investování.....	15
Směrnice fondy.....	16
Speciální fondy kolektivního investování shromažďující prostředky od veřejnosti.....	17
Úprava speciálních fondů kvalifikovaných investorů.....	18
Investoři speciálního fondu kvalifikovaných investorů.....	19
Statut speciálního fondu kvalifikovaných investorů.....	21
Majetek, do něhož investuje speciální fond kvalifikovaných investorů.....	21
Depozitář speciálního fondu kvalifikovaných investorů.....	22
Informační povinnost.....	23
V. Závěr.....	24
Pár slov k budoucnosti fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace.....	25
Prameny.....	26

Fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace v kontextu české právní úpravy

I. Úvod

Oblast kolektivního investování neboli činnost subjektů shromažďujících finanční prostředky od veřejnosti za účelem jejich další investice a výplaty výnosů závislých na úspěšnosti těchto investic, je rychle se rozvíjející obor podnikání na kapitálovém trhu. Přestože evropské právo významně harmonizovalo právní úpravu toho segmentu trhu, který je určen drobným investorům z řad široké investorské veřejnosti, jednotlivé národní ekonomiky nadále mohou samy vytvářet právní prostředí pro málo regulované fondy kolektivního investování.

Cílem této práce je přiblížit obecnou úlohu těchto fondů v makroekonomickém životě národního hospodářství, jejich regulaci a dozor nad těmito málo regulovanými fondy kolektivního investování v České republice. Metody regulace a dozoru potom porovnám ve dvou směrech. Prvním z nich je porovnání regulace v tuzemské úpravě s úpravou v zahraničí, hlavně Spojenými státy, které mají s regulací takzvaných hedgových fondů největší zkušenosti. V druhé rovině potom porovnám speciální fondy kvalifikovaných investorů, tedy nejméně regulované fondy kolektivního investování v České republice, s těmi, které podléhají evropské harmonizaci, a s těmi, které jsou určeny pro širší veřejnost a tudíž také jsou regulovány přísněji.

Vzhledem k povaze fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace je ovšem velmi obtížné provést výzkum tohoto druhu empiricky. Většinou se totiž jedná o velmi uzavřené entity. Ze zákona nesmějí být cenné papíry speciálních fondů kolektivního investování nabízeny veřejně, a tudíž ani statuty těchto fondů, ani jejich účetní závěrky se nezveřejňují. Podobně i většina případných sporů účastníků těchto fondů s depozitáři, či s představenstvem fondu jsou řešeny arbitrážními řízeními, jejichž nálezy jsou neveřejné. Ve valné většině práce jsem se proto zaměřil na teoretické komparaci dostupné literatury a právních předpisů, byť jsem v několika případech využil údajů vycházejících z rozhodovací praxe České národní banky.

V samém závěru práce bych rád shrnul v několika bodech, k jakému závěru takovýto výzkum vedl a zda je česká právní úprava v tomto odvětví adekvátní a zda reflektuje současný světový vývoj.

II. Obecná nutnost regulace a dohledu nad kolektivním investováním

Již ze samotné povahy institutu kolektivního investování vyplývá nutnost legislativně chránit investory, kterými jsou často neprofesionální investoři, často též domácnosti, hledající ve fondech kolektivního investování možnost k uložení svých úspor. Často dochází k velké informační asymetrii, která je i v tomto případě nejen nevyhnutelným doprovodným jevem, ale také hlavním důvodem ke vzniku úpravy kolektivního investování.¹ Nicméně je třeba ty negativní za pomoci regulace a dozoru co nejvíce omezit.²

Dalším důvodem k regulaci a dozoru nad činností jednotek kolektivního investování je expozice velkých objemů kapitálu vůči riziku. Vzhledem k tomu, že ve fondech kolektivního investování jsou nezřídka podílníky i velké banky, či popřípadě poskytují těmto fondům úvěry ve větším měřítku,³ nadměrná expozice vůči riziku by v případě výrazného investičního neúspěchu fondu mohla způsobit citelné ekonomické ztráty celému národnímu hospodářství. V případě, že do fondů kolektivního investování často investují své volné prostředky i místní samosprávy, je toto nebezpečí o to vážnější. Příkladem může být například pád fondu Long-Term Capital Management, jež se kvůli velkému „zapákování“ stal velkým nebezpečím pro celý bankovní sektor a jež, i přesto že se jednalo o hedgový fond, roku 1998 FED ve spolupráci s velkými bankovními domy z Wall Street sanoval.⁴

Nicméně praxe ve většině států připouští různé formy kolektivních investice, které nepodléhají přísné regulaci ani dozoru. Tyto fondy jsou většinou omezeny ve třech směrech:

¹ Informační asymetrie při obchodech na kapitálových trzích je jedním ze základních pilířů kolektivního investování. Má-li být jeho smyslem větší efektivita při investování, potom je nutno toto vztáhnout i na transakční náklady s tímto druhem obchodování spojeným. Fondy kolektivního investování totiž provádějí každodenní analýzu trhu, a tím svým investorům snižují transakční náklady.

² Zdá se mi na místě důsledně rozlišovat terminologii, jak to například J. Dědič, a to na *regulaci* (tvorba legislativních pravidel pro podnikání na kapitálovém trhu) a *dozor* (dohled nad subjekty podnikajícími na kapitálovém trhu, který má v ČR na starosti v současné době zejména Česká národní banka). Viz. Dědič, J.: *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*, PROSPEKTUM spol. s r.o., Praha 2000.

³ V případech, kdy to regulátoři povolují – např. hedgové fondy v USA nebo speciální fondy v ČR.

⁴ Viz. například Kovanda, L.: *Hedgové fondy – trn v oku regulátorů*, in *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*, Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha 2009, str. 75, nebo <http://www.investopedia.com/terms/l/longtermcapital.asp>

počtem investorů a vyššími požadavky na kvalifikaci investorů. Třetím omezením je *minimální možnost nabízet cenné papíry těchto fondů veřejnosti*. Tyto úpravy potom umožňují malým skupinám profesionálních investorů participovat na výhodách kolektivního investování, jako je například diverzifikace rizika.

Makroekonomické dopady investic fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace

Fondy kolektivního investování napříč legislativami dále plní důležitou makroekonomickou funkci, když stabilizují ceny v některých odvětvích a dodávají likviditu jinak nelikvidním trhům. Jednotliví investoři by ji v tak velkém množství dodali jen těžko, či jen s neúměrným rizikem. Tato likvidita bude potom na daném trhu přítomna pouze ve chvíli, kdy právní prostředí jí bude příznivé. V určitých ohledech potom mohou být tržní alternativou ke státním intervenčním fondům, například pokud tyto fondy investují na trzích se zemědělskými plodinami nebo na nemovitostním trhu. Často se také fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace podílejí na investicích do tzv. *rozvojového kapitálu*⁵.

Tyto investice jsou pro národní hospodářství velmi důležité, protože jsou jakousi efektivnější variantou k veřejným IPO začínajících středních a velkých podniků. Řada investic do inovace produkce se uskutečňuje právě přes investice fondů rizikového a rozvojového kapitálu.

Předmětem vleklé diskuse, která zatím není uzavřena, a pravděpodobně ani nikdy nebude, ovšem zůstává podíl, jaký mají velké investiční fondy spekulující na pokles aktiv, na pádech trhů. Někteří zastánci regulace vidí v takovémto jednání fondů příčinu ekonomických krizí a tedy důvod k jejich regulaci, či alespoň k zákazu takovýchto investičních strategií. Ovšem bylo by mylné předpokládat, že zákazem strategií krátkého prodeje je možné situaci na trhu nějak významně změnit. Ekonomická teorie říká, že realizace zisků investorů spekulujících na pokles naopak pád ceny aktiv zbrzdí, protože na druhé straně trhu se musí vždy nacházet jiný investor, který aktiva nakupuje a spekuluje na jejich růst.⁶

⁵ Viz. Dvořák, I. a Procházka, P.: *Rizikový a rozvojový kapitál – Venture Capital*, Management Press, Praha 1998, str. 28

⁶ Více např. Kovanda, L.: *Hedgové fondy – trn v oku regulátorů*, in *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*, Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha 2009

III. Regulace a dozor nad subjekty kolektivního investování

Kolektivní investování v ČR

Kolektivní investování je v současnosti v České republice vymezeno v § 2 odst. 1 písm. a) zákona č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování (dále jen „ZKI“). Jedná se o „podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku.“⁷ „Investováním na principu rozložení rizika“ se v tomto případě nepochybně myslí rozložení rizika ze ztráty v podnikání mezi více subjektů, resp. investorů. Ze své podstaty by úprava institutu „kolektivního investování“ nemohla být aplikována na jednotky kolektivního investování, které by tvořila jedna jediná osoba.

Právní úprava v současné době umožňuje podnikat na poli kolektivního investování pouze úzkému kruhu subjektů. „Kolektivní investování je činnost výlučná a nikdo jiný než řádně oprávněné investiční společnosti a investiční fondy, popř. obdobné zahraniční subjekty nesmějí shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti za účelem jejich investování, má-li být návratnost investice nebo zisk investora i jen zčásti závislý na hodnotě nebo výnosu aktiv, do kterých byly peněžní prostředky investovány“.⁸ Kolektivní investováním probíhá zásadně skrze účast v investičním fondu, nebo skrze nákup podílových listů fondů kolektivního investování (*uzavřené podílové fondy, otevřené podílové fondy*), které jsou obhospodařovány investičními společnostmi. Poněkud stranou zůstávají zatím českou legislativou zvláště neupraveny tzv. ETF fondy.⁹ Byť obecné znaky otevřených podílových fondů dle ZKI splňují, složité vztahy na moderních kapitálových trzích budou, dle mého názoru, brzy jistý *lex specialis* vyžadovat.

⁷ § 2 odst. 1 písm. a) zákona č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování ve znění poslední novely č. 281/2009; toto znění je rozhodné pro tuto práci.

⁸ Bakeš, Karfíková, Kotáb, Marková a kol: *Finanční právo*, 5. upravené vydání, C.H.Beck, Praha 2009, str. 457

⁹ *Exchange Traded Funds*: jde o podílové fondy, jejichž podílové listy jsou jako cenné papíry obchodovány burzovním způsobem. Protože je jejich cena dána tržně, není třeba určovat čistý majetek fondu tak často. Pověštinou jsou ETFs koncipovány jako indexové fondy, jejichž portfolio kopíruje komoditní nebo akciové indexy. Více k jejich právní povaze např. http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/exchange_traded_funds.pdf

Investiční fondy

Investiční fondy se do povědomí české veřejnosti dostaly začátkem devadesátých let díky své rozsáhlé činnosti během kupónové privatizace. Právně je investiční fond právnickou osobou, která shromažďuje prostředky od veřejnosti, předmětem jejího podnikání je kolektivní investování a která má povolení České národní banky. O povolení k činnosti mohou žádat pouze zakladatelé akciové společnosti, která zatím nevznikla a která nebyla založená na základě veřejné nabídky akcií. Obchodní firma investičního fondu musí obsahovat dovětek „uzavřený investiční fond“¹⁰. Jak vyplývá z rozhodovací praxe České národní banky, jsou nyní investiční fondy zakládány hlavně jako speciální fondy kvalifikovaných investorů (*viz níže*). Minimální základní kapitál investičního fondu je v současné době 50 milionů korun českých.

Investiční společnost a podílové fondy

Poněkud jiná právní úprava se týká fondů, jež jsou pod správou investičních společností, tedy dle § 14 ZKI právnické osoby, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování.¹¹ Zákon pro investiční společnost nepředepisuje žádnou určitou formu právnické osoby, nicméně dle údajů uvedených v Obchodním rejstříku se v praxi jedná o akciové společnosti a společnosti s ručením omezením.¹² K činnosti investiční společnosti je třeba povolení České národní banky, ke které má zároveň investiční společnost informační povinnost.

Fondy pod správou investičních společností se nazývají *podílové fondy*¹³ a jsou účelovými seskupeními majetku *bez* právní subjektivity. Jedná se o organizační složky investiční společnosti, jejich majetek je oddělen od majetku investiční společnosti a investiční společnost ho spravuje svým jménem na účet podílníků. Peněžní prostředky pro fond shromažďuje investiční společnost, a to vydáváním podílových listů. Během první roku od založení fondu je třeba, aby investoři upsali podílové listy za nejméně 50 milionů korun

¹⁰ § 4 ZKI

¹¹ Tento předmět podnikání potom musí spočívat buď ve vytváření a obhospodařování podílových fondů, nebo v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování. K smlouvě o obhospodařování viz. např. stanovisko Komise pro cenné papíry č. SK 21/1998

¹² K 20. 3. 2011 bylo v Obchodním rejstříku zapsáno 16 investičních společností, z nichž 11 bylo akciových společností a 5 společností s ručením omezením. Celkem 11 z těchto subjektů se nacházelo v likvidaci. Zdroj: www.justice.cz

¹³ Lze se také setkat s pojmem „vzájemný fond“, který je odvozen od anglického „*mutual fund*“.

českých. K vytvoření podílového fondu je též třeba souhlasu České národní banky. ZKI dále rozděluje podílové fondy na:

- 1) *Otevřené podílové fondy* s neomezeným počtem podílových listů, které investiční společnost investorům prodává a následně je od nich zpětně vykupuje s použitím prostředků fondu. Obě tyto transakce probíhají za aktuální hodnotu, která je dána poměrem vlastního kapitálu fondu k počtu vydaných podílových listů.
- 2) Druhým typem podílových fondů jsou *uzavřené podílové fondy* vytvářené na určitou dobu stanovenou ve statutu, po jejímž uplynutí fond musí povinně vstoupit do likvidace nebo se proměnit v otevřený podílový fond. Dle ustanovení § 13 odst. 1 ZKI nesmí zpětně odkupovat podílové listy od podílníků.

Výskyt uzavřených podílových fondů určitě není v národních legislativách pravidlem a v současné době ani není u investorů příliš oblíben. *„Zatímco fondy v otevřené podobě se těší velké oblibě investorů a jsou jednoznačně zcela převažující formou kolektivního investování ve světě, uzavřené fondy se vyskytují ve výrazné menšině, a to ještě pouze v některých zemích, kde legislativa jejich existenci připouští (např. USA, Velká Británie, Francie, ČR).“*¹⁴

Regulace trhu kolektivního investování v ČR

Základní normotvornou institucí pro oblast kolektivního investování, stejně jako obecně pro oblast kapitálových trhů, je v České republice ministerstvo financí. Je kompetentní v oblasti kompletní legislativy kapitálových trhů, nicméně v současné době nevykonává nad kolektivním investováním dozor, a to ani skrze odbor Státní kontroly a dozoru na finančním trhu.¹⁵

Dále je český trh kolektivního investování regulován evropskou legislativou. Zákon o kolektivním investování č. 189/2004 Sb., jak zákonodárce upozorňuje již v prvním paragrafu „... zpracovává příslušné předpisy Evropských společenství a upravuje kolektivní investování“. Předpisy evropských společenství je na tomto místě myšlena především směrnice 85/611/EHS z roku 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se

¹⁴ Veselá, J.: *Investování na kapitálových trzích*, ASPI Wolters Kluwer, Praha 2007, str. 643

¹⁵ Viz. http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/orgstru_29086.html

subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů ve znění pozdějších úprav.¹⁶ Jsou to právě směrnice 2001/107/ES a 2001/108/ES, které později tuto základní směrnici upravily, kdo dal vzniknout takzvanému jednotnému evropskému pasu umožňujícímu přeshraniční nabídku účasti ve fondech kolektivního investování splňujících dané požadavky. Tento systém byl podle těchto směrnic nazván systém UCTIS.¹⁷ V současné době Ministerstvo financí připravuje k implementaci již čtvrtou verzi této směrnice od roku 2000, a to pod pracovním názvem UCTIS IV. Konečný návrh zákona byl publikován 7. března 2011.¹⁸

Samotný zákon o kolektivním investování potom v řadě svých ustanovení poukazuje na řadu dalších zákonů, především potom na zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech a na zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu. Z úpravy jsou potom vyjmuty zvláštním zákonem penzijní fondy, a to zákonem č. 42/1994 Sb.

Prováděcí vyhlášky k zákonu o kolektivním investování byly až do roku 2006 v gesci Komise pro cenné papíry, nicméně od 31. března 2006 celou její agendu, včetně regulace kolektivního investování, přebrala Česká národní banka, která i nadále stanovuje především pravidla informační povinnosti subjektů kolektivního investování, ale také omezení instrumentů finančního trhu, do kterých mohou tyto subjekty investovat své prostředky.¹⁹

Dozor nad trhem kolektivního investování v ČR

Po skončení působení Komise pro cenné papíry (*viz. výše*) je vrchním dozоровým orgánem trhu s cennými papíry Česká národní banka. Dozor nad investičními fondy a investičními společnostmi probíhá především ve dvou fázích, a to před samotným vznikem subjektu a dále potom během činnosti, a případné likvidaci, subjektu. Z dozoru České národní banky jsou potom vyjmuty zahraniční subjekty kolektivního investování využívající takzvaný jednotný evropský pas (*viz. výše „UCTIS“*), které podléhají dozоровému orgánu ve své zemi.

Povolení České národní banky je vyžadováno u všech subjektů kolektivního investování, které jsou zakládány dle českého práva. Zároveň žádný jiný subjekt nesmí

¹⁶ Směrnice Rady 88/220/EHS, směrnice Evropského parlamentu a Rady 95/26/ES, 2000/64/ES, 2001/107/ES, 2001/108/ES, 2004/39/ES, 2005/1/ES a 2008/18/ES

¹⁷ *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives*; směrnice 2000/107/ES v plném znění <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2000:033:0015:0015:EN:PDF>

¹⁸ http://mfc.rz/cps/rde/xbcr/mfcr/Vladni_navrh_zakona_189_2004__vcetne_duvodove_zpravy_20110302.pdf

¹⁹ Viz. např. vyhlášky č. 603/2006 Sb. nebo č. 253/2009 Sb.

používat dovětek firmy příslušný k danému subjektu kolektivního investování.²⁰ V části sedmé ZKI je upraven celý proces udělení povolení subjektu k činnosti na trhu kolektivního investování včetně podmínek, které je třeba k udělení povolení splnit. Správní řád se použije pouze subsidiárně. Česká národní banka v této fázi zjišťuje především, zda-li žadatel správně podal žádost včetně všech povinných příloh, a zda-li statut fondu obsahuje všechny minimální náležitosti a zda-li tyto jsou v souladu s právními předpisy.²¹ O změnách skutečností, na jejichž základě bylo vydáno povolení, potom musí investiční společnost nebo investiční fond neprodleně Českou národní banku informovat dle § 91 ZKI.

Pro dozor nad subjekty kolektivního investování v průběhu jejich činnosti byl v České republice dle zahraničních vzorů zvolen dvouúrovňový model. V prvním stupni je vykonáván depozitářem fondu a v druhém potom Českou národní bankou.

Investiční společnosti a investiční fondy jsou dle § 20 ZKI povinni uzavřít depozitářskou smlouvu s kvalifikovaným subjektem.²² Tento depozitář má povinnost zajistit úschovu majetku fondu kolektivního investování, ale také kontroluje, zda je s majetkem zacházeno v souladu s tímto statutem. V případě, že zjistí pochybení na straně investiční společnosti nebo investičního fondu, je povinen toto zjištění s daným subjektem projednat. Jestliže nelze konstatovat, že došlo k nápravě, neprodleně potom informuje Českou národní banku, stejně jako v dalších taxativně stanovených případech dle § 23 ZKI. Česká národní banka potom může zahájit s daným subjektem správní řízení, ve kterém může odebrat povolení k činnosti.²³

Dozor, který Česká národní banka vykonává nad subjekty kolektivního investování, se dále zřetelně liší dle jednotlivých typů fondů, především v závislosti, zda se jedná o fondy podléhající režimu UCTIS, anebo se jedná o fondy, které se řídí pouze českou právní úpravou (*viz. níže*).

²⁰ Srovnej §§ 4, 6, 10 a 14 ZKI.

²¹ Především vyhláška č. 269/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a vyhlášky č. 482/2006 Sb, o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování.

²² Dle odst. 2 daného paragrafu takovým subjektem může být banka se sídlem v České republice nebo zahraniční banka, která má pobočku umístěnou na území České republiky.

²³ Toto řízení je dále podrobně upraveno v části jedenácté ZKI.

Obecně o regulaci fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace

Pokud mluvíme o fondech kolektivního investování s nízkou mírou regulace, většinou si tento pojem spojujeme hlavně s takzvanými hedgovými fondy. Nicméně realita je pestřejší. Většina evropských právních úprav umožňuje zakládání různých typů jednotek kolektivního investování s nižší mírou regulace, než jsou ty podřízené jednotnému evropskému systému UCTIS. Účelem těchto úprav je poskytnout zkušeným, popřípadě institucionálním investorům, alternativu k přísně regulovaným fondům kolektivního investování určeným pro širokou veřejnost. Mají být cestou realizace svobody podnikání jedinců na kapitálovém trhu, ale také jsou často využívány jako investiční příležitosti bankami, pojišťovny, jinými fondy kolektivního investování nebo také místními samosprávami pro uložení momentálně nepotřebných finančních prostředků. Obecně je úprava fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace pojata v každé legislativě jinak, nicméně cíl bývá vždy podobný: zabezpečit, aby se investory nástrojů kolektivního investování stávali pouze fundovaní investoři s dostatečnými zkušenostmi s obchodováním na kapitálových trzích.

Legislativa fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace v USA

Legislativa v USA se s tímto problémem vypořádala tak, že od běžných investorů odlišuje takzvané „kvalifikované investory“ (*Qualified purchaser*). Tito jsou potom definováni v Section 2 Subsection 52 zákona *Investment Company Act 1948* (dále též „ICA“)²⁴ na základě velikosti svého investičního majetku, investičních zkušeností a ročního příjmu.

Aby hedgové fondy nepodléhaly tak přísné regulaci jako investiční společnosti, definované v Section 3 Subsection a) ICA, musí ještě k požadavku na kvalifikaci svých investorů splnit kvantitativní požadavek omezující počet investorů na 99.²⁵ Nicméně i tyto fondy podléhají registraci u *U.S. Securities and Exchange Commission*. ICA dále zakazuje jednotkám kolektivního investování, které nespĺňují minimální počet 100 investorů veřejnou

²⁴K nahlédnutí například na stránkách U.S. Securities and Exchange Commission <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>

²⁵O hedgových fondech například také <http://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>

nabídku podílových lisů.²⁶ Hedgové fondy jsou v USA také zakládány často jako pouhá společenství (*partnership*), což česká legislativa zatím neumožňuje.

Dále se v legislativě USA často setkáváme s *closed-end* fondy.²⁷ Jedná se o jednotky kolektivního investování, které jsou svou povahou velmi podobné běžným společnostem (*corporation*), prostředky často získávají pomocí veřejné nabídky svých účastnických cenných papírů na regulovaném trhu (IPO) a zisky ze svého portfolia aktiv vyplácí jejich držitelům ve formě dividend.²⁸ Výhodou tohoto druhu fondů jsou o mnoho menší požadavky na likviditu, než tomu je v případě otevřených podílových fondů.

Legislativa fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace ve Velké Británii

Úprava používaná ve Velké Británii naopak zdůrazňuje omezení veřejné nabídky účasti v jednotkách kolektivního investování s nízkou mírou regulace. Obecně je sice ve Velké Británii vznik hedgových fondů možný, nicméně kvůli relativně přísnější regulaci ze strany *Financial Services Authority* je většina místních hedgových fondů založena v offshorových destinacích (často jde například o Kajmanské ostrovy) a ve Velké Británii se obchodují na základě výjimky udělené v souladu s Section 272 Subsection 1 *Financial Services and Markets Act* z roku 2000.²⁹

IV. Fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace v české právní úpravě v porovnání s běžnými fondy kolektivního investování

Pokud máme fondy kolektivního investování v ČR rozdělit dle míry regulace, potom se nabízí nejlogičtější trichotomické dělení – *standardní fondy* (směrnicové fondy), *speciální fondy shromažďující prostředky od veřejnosti* a *speciální fondy kvalifikovaných investorů* (nejméně regulované). Dále bych rád pojednal o úpravě speciálních fondů kvalifikovaných

²⁶ Viz. například Ratner, D. L.: *Securities Regulation*, West Group, St. Paul 1998, str. 215 a násl.

²⁷ Srovnej například definici dle U.S. Securities and Exchange Commission na <http://www.sec.gov/answers/mfclose.htm>

²⁸ Více například Ratner, D. L.: *Securities Regulation*, West Group, St. Paul 1998, str. 213 a násl.

²⁹ Více o výjimkách, které jsou udělovány zahraničním investičním společnostem a fondům dle FASMA např. v Blair, M. (a kol.): *Financial Services and Markets Act 2000*, Oxford University Press, Oxford 2001, str. 204

investorů, coby nejméně regulovaných fondů, v plně šíří úpravy kolektivního investování, a proto volím metodu komparace, tedy srovnáním všech tří typů fondů.

Směrnice fondy

Nejpřísněji regulované fondy kolektivního investování jsou dle platné právní úpravy v České republice *standardní fondy*, neboli směrnice fondy, podléhající evropskému režimu UCTIS (viz. výše). Mají v souladu s evropskými směnicemi „evropský pas“ a mohou být volně nabízeny ve všech zemích Evropské unie.

ZKI nařizuje těmto fondům vzít na sebe takzvanou bezsubjektivní formu podílového fondu. Formu tzv. „*investment company*“, tedy formu v českém právu nejvíce odpovídající pojmu „*investiční fond*“, sice směrnice UCTIS umožňují implementovat, ve svém důsledku se ovšem musí jednat o akciové společnosti s variabilním kapitálem, od čehož český zákonodárce opustil.³⁰

Standardní fondy jsou v ZKI upraveny v části páté, která stanovuje v §§ 26 – 35 skladbu majetku standardního fondu a možnosti nakládání s ním. Při porušení těchto pravidel je povinností depozitáře takovýto obchod nevypořádat, popřípadě uvědomit Českou národní banku, která může sjednat nápravu. Větší část této úpravy je kogentní, nicméně od některých minoritních ustanovení se lze ve statutu fondu odchýlit.

Seznam cenných papírů, do kterých může standardní fond investovat, je poměrně rozsáhlý, nicméně vždy by fondy měly dodržovat princip diverzifikace rizika, který je stanoven především v § 28 ZKI, a to, že standardní fond nesmí investovat více než 5 % svého majetku do cenných papírů vydaných jedním emitentem. Zákon ovšem může stanovit i výjimky z této hranice, například pokud se jedná o dluhopisy států Evropské unie, případě cenné papíry, za něž se tyto státy zaručily. Skladba majetku musí být dále v souladu se statutem fondu a musí být „*použity postupy, které mu umožňují kdykoliv sledovat míru rizika*

³⁰ Nicméně, jak uvádí například P. Čech a J. Dědič: „*Ze zhruba 1800 přeshraničně nabízených fondů v Evropské unii tvoří více než dvě třetiny právě investiční společnosti na variabilní kapitál. Nejčastěji se jedná o společnosti irské či lucemburské, tzv. SICAV (Société d'investissement á capital variable). K nim od 1. ledna 2004 přibyla také německá Investmentaktiengesellschaft mit verändlichen Kapital ... český koncept se v tomto světle jeví jako nedobrý a potvrzuje nezáměr o konkurenceschopnost českého právního prostředí.*“ in Dědič, J., Čech, P.: *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*, 2. doplněné a aktualizované vydání, Polygon, Praha 2005, str. 284

*pozic a jejich vliv na celkové riziko spojené s investováním.*³¹ Úvěr může standardní fond kolektivního investování přijmout, ale jen v případě, že souhrn všech přijatých půjček a úvěrů nepřesáhne 10 % hodnoty fondu, a v případě, že splatnost bude kratší než 6 měsíců.³²

Další omezení standardního fondu vychází z vyhlášky č. 235/2009 Sb.,³³ která je prováděcím předpisem § 28 odst. 11 ZKI a harmonizuje českou úpravu standardních fondů s evropským právem. Především potom určuje kvalitativní kritéria na instrumenty, do kterých mohou investovat fondy kolektivního investování s „evropským pasem“.

Nejdůležitější kvalitativní požadavky na cenné papíry v portfoliu směrnice fondu určuje § 2 vyhlášky o standardních fondech, a to je požadavek *likvidity*, snadné *ocenitelnosti* aktiva, *obchodovatelnosti*, *přiměřenosti* k rizikovému zaměření fondu a *konformitě* s investičními cíli a investiční politikou fondu uvedenými ve statutu fondu.

Další regulace je potom na standardní fondy, stejně jako na všechny druhy speciálních fondů shromažďujících prostředky od veřejnosti i od kvalifikovaných investorů, aplikována stran informační povinnosti dané vyhláškou č. 603/2006 Sb., stran statutu dle vyhlášky č. 482/2006 Sb., stran způsobu stanovování reálné hodnoty majetku dle vyhlášky č. 270/2004 Sb. a stran používání technik a nástrojů k efektivnímu obhospodařování majetku dle vyhlášky č. 604/2006 Sb., která se ovšem nevztahuje na speciální fondy kvalifikovaných investorů.

Speciální fondy kolektivního investování shromažďující prostředky od veřejnosti

Zatímco standardní fondy kolektivního investování mohou mít pouze formu otevřeného podílového fondu,³⁴ speciální fondy kolektivního investování na sebe mohou vzít formu investičního fondu, otevřeného podílového fondu nebo uzavřeného podílového fondu, tedy všech typů fondů, které v současnosti ZKI upravuje. Investiční fondy ovšem co do četnosti převažují. Dále se dělí na fondy shromažďující prostředky od veřejnosti a na fondy

³¹ § 27 ZKI

³² § 33 ZKI

³³ Vyhláška č. 235/2009 Sb., o investičních nástrojích, do kterých může investovat fond, dále též „vyhláška o standardních fondech“

³⁴ § 24 ZKI

shromažďující prostředky od kvalifikovaných investorů,³⁵ na které jsou logicky kladeny nejmenší regulatorní požadavky.

Majetek, do kterého může speciální fond investovat, je méně omezený, než tomu je u směrnice fondů, přesto se i zde uplatňuje silný princip ochrany neprofesionálních investorů. Druh majetku, do kterého speciální fond investuje, je dán zaměřením fondů, povinně uvedeným v statutu. Zákonodárce vypočítává taxativně – *speciální fond cenných papírů, speciální fond nemovitostí a speciální fond fondů*. U speciálního fondu nemovitostí je dále stanoveno omezení, že může mít formu pouze otevřeného podílového fondu.

Speciální fond může přijmout půjčku nebo úvěr, a to až do celkové výše 30 % hodnoty svého majetku, ale splatnost každého jednotlivého úvěru nebo půjčky nesmí přesáhnout šest měsíců. Zákonodárce nestanovil vyšší opt-out pro uzavřené podílové fondy a investiční fondy, přestože zde jsou možnosti využití pákového efektu mnohem větší, než u otevřených podílových fondů, které musí udržovat větší hotovostní pozice z důvodu nepřetržitého zpětného odkupu podílových listů od svých investorů.

Na speciální fondy se nevztahuje vyhláška č. 235/2009 Sb. o investičních nástrojích, do kterých může investovat standardní fond, a proto omezení pro speciální fondy stanoví přímo zákon. Kromě hlavních aktiv, která jsou určena odpovídajícími zvláštními ustanoveními pro každý druh speciálního fondu, může jakýkoliv speciální fond investovat doplňkově do doplňkového likvidního majetku specifikovaného v § 49a ZKI. Jde především o vklady a termínované vklady s krátkou dobou splatnosti. Udržování likvidity je z logiky věci nutné především pro otevřené podílové fondy, přičemž pro nemovitostní fondy je dále podrobně určen systém zajišťování likvidity ve speciálním ustanovení § 53j ZKI.³⁶

Obecně je majetek, do kterého může speciální fond investovat, specifikován v § 49b ZKI a další omezení jsou dány speciálními ustanoveními o jednotlivých druzích speciálních fondů. Nicméně, rád bych upozornil na § 49b odst. 4 a 6 ZKI, které upravují otevřené pozice fondu vůči derivátům. Ty nikdy nesmí přesáhnout vlastní kapitál speciálního fondu a smí být používány pouze za účelem efektivního obhospodařování majetku. Samostatné obchody s deriváty za účelem zisku jsou tedy pro speciální fondy shromažďující prostředky od veřejnosti zakázány. Derivátem se v tomto případě myslí i derivát nepřijatý k veřejnému

³⁵ § 49 ZKI

³⁶ Nicméně problematika nemovitostních fondů je natolik komplexní, že je zcela mimo ambice této práce ji obsáhnout, a proto se zvláštnostmi úpravy nemovitostních fondů nebudu dále zabývat.

obchodování (tzv. OTC derivát), a to ve spojení a za podmínek daných ustanovením § 26 odst. 1 písm. g) ZKI.

Úprava speciálních fondů kvalifikovaných investorů

Až technická novela ZKI pod č. 57/2006 Sb. umožnila v české právní úpravě vznik velmi málo regulovaných fondů, které se v mnoha ohledech podobají právě hedgovým fondům, jak je známe z právní úpravy v USA. Ekonomický význam možnosti zakládat speciální fondy kvalifikovaných investorů vyjádřili ve své stati z konce roku 2006 T. Pešek a J. David: *„Jestliže případná ambice vyniknout na poli směrnicových fondů UCTIS, jež jsou doménou např. Lucemburska nebo Irska, je spíše utopií, pak vhodný zákonný rámec speciálních fondů může stále ještě přitáhnout nejen tuzemské, ale i zahraniční investice a působit proti odlivu „českých“ úspor do zahraničí.“*³⁷

Na rozdíl od zahraničních úprav nepřijala všechny současné trendy, které můžeme nalézt v legislativách s delší tradicí fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace, nicméně vzhledem k tomu, že tato úprava byla pouze vtělena do již existujícího zákona, tedy ZKI, proběhla její implementace do českého právního řádu celkem bezproblémově. Některé otázky sice zatím zůstávají nedořešeny, např. ohledně povinné kvalifikace investorů fondů, ale především rozhodovací praxe ČNB v těchto ohledech může přinést jisté objasnění, až takové problémy nastanou v praxi.

Speciální fondy kvalifikovaných investorů se od standardních fondů a speciálních fondů shromažďujících prostředky od veřejnosti liší v mnoha ohledech. Nejdůležitějším z nich je zřejmě menší ochrana investora, který musí být náležitě kvalifikovaný, dále potom téměř nulová regulace druhu majetku, do kterého může speciální fond kvalifikovaných investorů vložit své prostředky.

Investoři speciálního fondu kvalifikovaných investorů

Regulaci investorů speciálního fondu kvalifikovaných investorů provedl zákonodárce prostřednictvím dvou rovin – *kvantitativní* a *kvalitativní*. Po vzoru zahraniční úpravy, především potom *Investment Company Act 1940* (viz. výše), je počet investorů speciálního fondu kvalifikovaných investorů omezen na 100, přičemž celkově musí být do fondu vloženo

³⁷ Pešek, T., David, J.: *Investiční fondy kvalifikovaných investorů*, Právní rádce 12/2006, Economia, Praha, str. 18

nejméně 50 milionů korun českých, stejně jako v případě jakéhokoliv jiného subjektu kolektivního investování. Dolní hranice není stanovena, nicméně z gramatického výkladu pojmu „kolektivní investování“ je jasné, že pouhý jeden subjekt by neměl tvořit speciální fond kvalifikovaných investorů, stejně jako žádný jiný fond kolektivního investování. Pokud počet investorů stoupne nad stanovenou hranici, musí fond požádat Českou národní banku o udělení výjimky, případně mu může být odejmuta licence. Z povahy věci ovšem můžeme předpokládat, že praxe udělování výjimky pro zvýšení počtu investorů bude spíše výjimkou, neboť jde přímo proti podstatě regulace speciálních fondů kvalifikovaných investorů.

Kvalitativně jsou požadavky na investory určeny ustanovením § 56 odst. 1 ZKI. Kromě institucionálních investorů především ustanovením písmene p), tedy „*právnícká nebo fyzická osoba, která písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry.*“ Zákon dále nestanovuje, jakým ona způsobilost má být kvalifikovaným investorem zjišťována. Vyhláška č. 482/2006 Sb.³⁸ deleguje stanovení podrobností o způsobu ověření zkušeností s investováním na samotné speciální fondy kvalifikovaných investorů s jedinou podmínkou, a to uvést tento způsob ověření ve statutu. Pešek a David k tomuto dodávají: „*Domníváme se, že povinnost zjistit zkušenost investorů by měla být splněna již tehdy, když investor vůči fondu prohlásí ..., že požadované zkušenosti má.*“³⁹ Zvláště nejasná je potom situace u právnických osob, kde není jasné, zda tyto požadavky musí např. za obchodní společnost splňovat zaměstnanci, nebo postačí, že společnost dříve obchody s cennými papíry prováděla, což by ovšem nebylo příliš nelogické. Můžeme uzavřít, že takovéto prohlášení může učinit kdokoli a v případě stížností to bude jen rozhodovací praxe České národní banky, co určí, kdo kvalifikovaným investorem je a kdo jím není. Odpovědnost za špatné rozhodnutí ohledně kvalifikace investorů potom nesou samotné fondy, proto je v jejich zájmu ověření kvalifikace ve svém statutu náležitě upravit.

Druhým požadavkem na kvalifikovaného investora, který musí být splněn kumulativně, je minimální investice odpovídající 1 milionu korun českých. Statut fondu může ovšem stanovit ještě vyšší hranici.

Dalším opatřením proti retailovému rozšíření speciálních fondů kvalifikovaných investorů je dále ustanovení § 56 odst. 5 ZKI, které říká, že cenné papíry vydávané takovýmto

³⁸ Vyhláška č. 482/2006 Sb. o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování. Dále jen „vyhláška o statutu“.

³⁹ Pešek, T., David, J.: *Investiční fondy kvalifikovaných investorů*, Právní rádce 12/2006, Economia, Praha 2006, str. 19

fondem nesmějí být veřejně nabízeny ani propagovány s výjimkou zakládání fondu, kdy může být uveřejněna propagační upoutávka. Zákon na tomto místě neříká, v jaké podobě může upoutávka být uveřejněna, a její přiměřenost je tedy třeba, dle mého názoru, odvodit od obecných principů institut speciálního fondu kvalifikovaných investorů.

Statut speciálního fondu kvalifikovaných investorů

Statut speciálního fondu kvalifikovaných investorů je specifikován v §§ 19 a 20 statutové vyhlášky. Zákonodárce zde zakladatelům promíjí některé obecné povinnosti stanovené vyhláškou, a to především povinnosti zveřejnit informace o své historické výkonnosti. Vychází se zde z předpokladu, že kvalifikovaný investor má dostatek zkušeností, aby o své investici rozhodl na základě informací o skladbě portfolia a informací o rizikovém profilu fondu.

Na rozdíl od statutů ostatních fondů kolektivního investování statut speciálního fondu kvalifikovaných investorů obsahuje především informace o převoditelnosti cenných papírů vydaných fondem. Vzhledem k požadavku na kvalifikaci investorů je totiž jejich převoditelnost omezena. Dále se jedná o informace ohledně požadavků na kvalifikaci investorů, které by měly být obecné a, jak uvádí T. Pešek a J. David, nesmějí být tak úzké, aby je splnil pouze jediný subjekt: „*Není však přípustné, aby statutem stanovená kritéria byla natolik omezující, že by je fakticky mohla splnit jediná osoba.*“⁴⁰

Statut speciálního fondu kvalifikovaných investorů je ale zároveň jedním z nejdůležitějších regulativních norem pro každý jednotlivý fond. Zákonná úprava je v případě fondů kvalifikovaných investorů totiž mnohem více dispozitivní, než je tomu u ostatních fondů kolektivního investování. Je zcela na investorech, jaká omezení a pravidla pro správu majetku fondu si ve statutu určí. Jedno z mále kogentních opatření, ze kterého se nelze prostřednictvím statutu vyvázat, je povinnost spravovat majetek fondu s *odbornou péčí*.⁴¹

⁴⁰ Pešek, T., David, J.: *Investiční fondy kvalifikovaných investorů*, Právní rádce 12/2006, Economia, Praha 2006, str. 19

⁴¹ K pojmu odborná péče řádného hospodáře viz.

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/kolektivni_investovani/download/metodika_odbp_20041015.pdf

Majetek, do něhož investuje speciální fond kvalifikovaných investorů

Na rozdíl od všech ostatních fondů kolektivního investování není speciální fond kvalifikovaných investorů zákonem nijak omezen, co se týče druhů aktiv, do kterých investuje svůj investiční majetek. Jediné zákonné omezení potom vyplývá z toho, že cílem investice musí být realizace zisku, a dále z požadavku na specifikování druhu majetku, do kterého speciální fond kvalifikovaných investorů vkládá své prostředky, ve statutu fondu.⁴²

Jak vyplývá z rozhodovací praxe ČNB, nejvíce speciálních fondů kvalifikovaných investorů bylo zatím založeno za účelem investice do nemovitostí. Jiné fondy investují své prostředky na kapitálovém trhu nebo například na méně tradičních trzích, jako například Orion Mediální investiční fond a.s., který investuje na mediálním trhu. Jedním z největších přínosů speciálních fondů kvalifikovaných investorů, které mohou celkem liberálně investovat na trzích odlišných od kapitálového trhu, jako je například nemovitostní trh (ale i na jiných, například na trhu s rizikovým a rozvojovým kapitálem, na trhu s uměním nebo na trhu zemědělských plodin), pro domácí ekonomiku, je potom právě dodávání likvidity těmto trhům. Tento aspekt, zdá se, zákonodárce vzal v potaz, a proto investiční možnosti speciálních fondů kvalifikovaných investorů nijak neomezil.

Ani vznik fondů spekulujících na pokles ceny aktiv samozřejmě nelze vyloučit, byť, pokud je mi známo, v České republice zatím žádný takový speciální fond kvalifikovaných investorů nevznikl. V zahraničí jsou takovéto fondy často podrobovány silné kritice z pozice etiky. Nicméně nutno podotknout, že na český kapitálový trh by byl přeci snad pro fond využívající takovéto strategie poněkud těsný.

Je též na příslušném ustanovení statutu, zda a do jaké míry může speciální fond kvalifikovaných investorů přijmout půjčku nebo úvěr. Maximální podíl vypůjčených prostředků k hodnotě majetku fondu není nijak zákonem určen a je tedy jen na zakladatelích fondu, jakou určí. Nicméně je zřejmě na místě podotknout, že velké zadlužení fondu vyvolávající pákový efekt nepochybně zvyšuje požadavky na zákonnou odbornou péči při obhospodařování takového fondu.

Depozitář speciálního fondu kvalifikovaných investorů

⁴² § 56 odst. 7 ZKI

Obecná činnost depozitáře fondu kolektivního investování je definována v §§ 20 až 23 a dále potom ve vyhlášce č. 115/2007 Sb. o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování. Depozitář plní pro fond standardně úkony spojené s úschovou majetku, vypořádáváním obchodů na regulovaných trzích a včasným prováděním plateb.

Vztah mezi depozitářem a fondem je upraven depozitářskou smlouvou, která by ovšem v případě speciálních fondů kolektivního investování měla být co nejpodrobnější, jistě podrobnější než u jiných fondů kolektivního investování. Smluvně totiž například speciální fond kvalifikovaných investorů může vyloučit povinnost depozitáře vyplývající z § 21 odst. 1 písm. e), který, vyložen *a contrario*, říká, že depozitář neprovede pokyn fondu, pokud bude v rozporu s ZKI nebo statutem fondu. Lze tedy v tomto případě vyloučit odpovědnost depozitáře za provedení obchodů, které nebyly v souladu se statutem, což se významně dotýká ochrany práv investorů. Kvalifikovaný investor vstupující do speciálního fondu kvalifikovaných investorů by ovšem měl mít značné zkušenosti s investováním na kapitálových trzích, a proto je tedy možné, aby mu byla poskytnuta v souladu se statutem menší ochrana jeho práv, a dohled depozitáře nad transakcemi prováděnými fondem byl omezen.

Podobně lze smluvně omezit i povinnost kontrolovat, že vydávání a odkup cenných papírů je v souladu se statutem, výnos z majetku je používán způsobem v souladu se statutem a je správně oceňován. Je tedy přímo na majiteli cenných papírů takového fondu, aby kontroloval řádné dodržování odpovídajících ustanovení statutu.

Informační povinnost

Vyhláška stanovující informační povinnost fondů kolektivního investování⁴³ se v případě speciálních fondů kvalifikovaných investorů nepoužije a tyto plní pouze zákonem dané povinnosti vůči České národní bance, tedy předepsaným způsobem ji zasílá výroční a pololetní zprávy o své činnosti.

Statuty speciálních fondů kolektivního investování nemusí být ze zákona zveřejňovány na internetu a v praxi se tomu ani tak neděje z důvodu uzavřenosti okruhu investorů. Podobně je omezena i povinnost vypracovat a uveřejnit pololetní zprávu.

⁴³ Vyhláška č. 603/2006 Sb. o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti.

V. Závěr

Současná právní úprava fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace poměrně věrně reflektuje celosvětový vývoj, který je dán z jedné strany nátlakem na zvýšení regulace a dohledu nad všemi institucemi kapitálového trhu a na druhé straně přirozenou potřebou těchto kvalifikovaných institucí efektivně investovat své volné prostředky.

Po pěti letech aplikace právní úpravy speciálních fondů kvalifikovaných investorů se zdá, že nastavené mechanismy nízké úrovně regulace i dohledu nad investicemi kvalifikovaných investorů fungují dobře a pružně a umožňují kvalifikovaným investorům využívat výhod kolektivního investování i mimo méně pružnou oblast kolektivního investování určenou pro širokou veřejnost, jakou představují především fondy podléhající systému UCTIS.

Fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace by se nikdy neměly stát produktem pro širokou investorskou veřejnost. Zákonodárcem kladený požadavek na kvalifikaci investorů není sice příliš jasný a v praxi může způsobit jistě celou řadu problémů, nicméně je v zájmu investorů i samotných fondů, aby si obstarali dostatek informací o druhé straně.

Jisté problémy může přinášet vyloučení odpovědnosti depozitáře za to, zda je nakládáno s prostředky speciálního fondu kolektivního investování v souladu se statutem fondu. Současná úprava, dle mého názoru, klade vysoké požadavky na preciznost depozitářských smluv, které jsou sjednávány mezi investičními fondy, popř. investičními společnostmi a bankami, a jejich pevnost bude jistě časem prověřena. Nicméně, tento právní stav poměrně věrně odráží samotnou podstatu existence fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace, a to velkou smluvní autonomii subjektů. Hlavním prostředkem regulace speciálních fondů kvalifikovaných investorů v České republice jsou právě omezení dané smluvně statutem fondu. Je to právě relativně malý počet movitých investorů, co ze statutu činí poměrně pružný a variabilní prostředek regulace.

Ekonomický přínos právní regulace speciálních fondů kolektivního investování jistě můžeme spatřovat především v přesunu peněžních prostředků do méně konzervativních

oblastí než je kapitálový trh, například na trh nemovitostní nebo trh rizikového a rozvojového kapitálu. Legislativa umožňující snadnou investici zkušených investorů na tomto trhu, která umožní navíc efektivní rozložení rizika, může pomoci k významnému rozvoji těchto trhů.

Závěry, ke kterým tento výzkum vedl, mohu shrnout v několika bodech:

- Nastavené prostředky regulace fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace odráží celosvětový vývoj a kladou důraz na malý počet kvalifikovaných investorů, kteří se mohou do těchto fondů zapojit.
- Bezpečnou alternativou uložení prostředků pro širokou investorskou veřejnost zůstávají směrnice UCTIS fondy podléhající přísné regulaci. Současná právní úprava neumožňuje využití speciálních fondů kvalifikovaných investorů v retailovém bankovníctví na úkor UCTIS fondů.
- Zodpovědnost leží na investorech speciálního fondu kvalifikovaných investorů, aby si ve statutu fondu smluvně nastavili pro ně přijatelná pravidla pro rozložení rizika a pro regulaci nakládání s majetkem fondu.
- Investice speciálních fondů kvalifikovaných investorů mohou motivovat institucionální investory k investicím mimo kapitálový, jako je například trh nemovitostní nebo trh rizikového a rozvojového kapitálu.

Pár slov k budoucnosti fondů kolektivního investování s nízkou mírou regulace

Snad ještě zbývá říci, že umožněním vzniku speciálních fondů kvalifikovaných investorů v českém právním prostředí se přibližujeme liberalizovaným kapitálovým trhům, které jistě do budoucna budou terčem snahy o regulace hned z několika úrovní (světové, evropské i národní). Bude velmi zajímavé sledovat diskusi, která byla zahájena po propuknutí finanční krize z roku 2007, ve které byla právě na fondy kolektivního investování s nízkou mírou regulace vedena silná kritika kvůli jejich expozici vůči riziku, která není řízena z pozice regulátora, či dozorce, trhu, ale ze samotných jejich vnitřních procesů. Na evropské úrovni je již připravována harmonizace právní úpravy alternativních investičních fondů, která by měla být projednána do poloviny roku 2011. Harmonizace by tím dopadla právě i na speciální fondy kvalifikovaných investorů, nicméně dle názoru České národní banky, která se

k regulaci těchto fondů kolektivního investování staví velmi rezervovaně, nebude znamenat velké změny v české úpravě.⁴⁴

Milan Sýkora, únor-duben 2011

Prameny

Bakeš, Karfíková, Kotáb, Marková a kol.: *Finanční právo*, 5. upravené vydání, C.H.Beck, Praha 2009

Bejček, J.: *Regulace a trh*, in: *Regulace, deregulace, autoregulace*, Masarykova univerzita, Brno 2007

Blair, M. (a kol.): *Financial Services and Markets Act 2000*, Oxford University Press, Oxford 2001

Dědič, J.: *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*, PROSPEKTUM, Praha 2000

Dědič, J., Čech, P.: *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*, 2. doplněné a aktualizované vydání, Polygon, Praha 2005

Dvořák, I. a Procházka, P.: *Rizikový a rozvojový kapitál – Venture Capital*, Management Press, Praha 1998

Kovanda, L.: *Hedgové fondy – trh v oku regulátorů*, in *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*, Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha 2009

Kysilka, P.: *Regulační iluze – spolupříčina finančních a hospodářských krizí*, in *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*, Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha 2009

Pešek, T., David, J.: *Investiční fondy kvalifikovaných investorů*, Právní rádce 12/2006, Economia, Praha

Hernández, F.: *La integración de los mercados financieros en la Unión Europea: el plan de acción de servicios financieros desde la experiencia española*, in: *La realización del mercado único europeo: experiencias hispano-checas*, Univerzita Karlova, Právnická fakulta, Praha 2006

Ratner, D. L.: *Securities Regulation*, West Group, St. Paul 1998

Veselá, J.: *Investování na kapitálových trzích*, ASPI Wolters Kluwer, Praha 2007

Cenné papíry, Kapitálový trh, edice Úplné znění, Sagit, Praha 2009

www.mfcr.cz

⁴⁴ Analýza ČNB k připravované směrnici k nahlédnutí na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_clanek_IV.pdf

www.investopedia.com

www.cnb.cz

eur-lex.europa.eu

www.justice.cz

www.sec.gov