

**Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta**

**RIGORÓZNÍ PRÁCE**

**Fondy kvalifikovaných investorů a ich  
právní úprava v ČR**

Jméno konzultanta: JUDr. Petr Kotáb

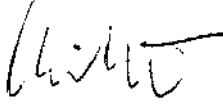
Jméno zpracovatele: Mgr. Ing. Matej Milata

Říjen, 2007

**Čestné prohlášení:**

Prohlašuji, že jsem tuto rigorózní práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal, způsobem ve vědecké práci obvyklým.

v...Praha.....dne...22. 10. 2007

  
podpis

**Pod'akovanie:**

Na tomto mieste by som rád pod'akoval JUDr. Petrovi Kotábovi za jeho ochotu byť odborným konzultantom mojej rigoróznej práce a za jeho cenné rady a pripomienky, ktoré mi pomohli pri vypracovaní tejto práce.

# Obsah

<b>OBSAH</b> .....	4
<b>ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK</b> .....	7
<b>ÚVOD</b> .....	8
<b>1. HISTORICKÝ, EKONOMICKÝ A PRÁVNE KOMPARATISTICKÝ POHLED NA ŠPECIÁLNE FONDY KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV</b> .....	11
1.1. HISTORICKÁ REMINISCENCIA V SVETLE SÚČASNEJ PRÁVNEJ ÚPRAVY KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA.....	11
1.1.1. <i>Zákon o investičných spoločnostiach a investičných fondoch</i> .....	11
1.1.2. <i>Zákon o kolektívnom investovaní</i> .....	16
1.1.2.1. Terminológia zákona o kolektívnom investovaní.....	16
1.1.2.2. Otvorený investičný fond .....	17
1.1.2.3. Obhospodarovanie majetku investičného fondu.....	20
1.1.2.4. Špeciálne fondy kolektívneho investovania.....	23
1.1.2.5. Verejné ponúkanie cenných papierov zahraničných špeciálnych fondov .....	27
1.1.2.6. Technická novela zákona o kolektívnom investovaní.....	30
1.2. EKONOMICKÉ ASPEKTY ŠPECIÁLNYCH FONDOV KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV .....	33
1.2.1. <i>Štruktúra úspor domácností</i> .....	34
1.2.2. <i>Alternatívne investície</i> .....	36
1.2.3. <i>Špeciálne fondy kolektívneho investovania v Českej republike</i> .....	38
1.3. PRÁVNE KOMPARATISTICKÝ POHLED NA ŠPECIÁLNE FONDY KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV.....	40
1.3.1. <i>Systémy fungovania kolektívneho investovania vo svete</i> .....	41
1.3.1.1. Systém americký .....	41
1.3.1.2. Systém európsky .....	41
1.3.1.3. Systém trustov .....	42
1.3.1.4. Systém japonský a kórejský .....	42
1.3.2. <i>Zahraničná právna úprava entít obdobných špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov</i> .....	43
1.3.2.1. Spojené štáty americké .....	45
1.3.2.2. Európska únia .....	47
<b>2. OBECNÁ DEFINÍCIA KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA A JEJ APLIKÁCIA NA ŠPECIÁLNE FONDY KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV</b> .....	54
2.1. PRVOK KOLEKTIVIZMU.....	56
2.2. PRVOK PODNIKANIA .....	58
2.3. PRVOK PREDMETU PODNIKANIA .....	59

2.3.1. Zhromažďovanie peňažných prostriedkov.....	59
2.3.1.1. Vymedzenie okruhu investorov špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov .....	60
2.3.1.2. Prípustnosť zhromažďovania nepeňažitých prostriedkov .....	65
2.3.2. Investovanie na princípe rozkladania rizika .....	66
2.3.3. Ďalšie obhospodarovanie majetku.....	68
<b>3. PRÁVNA ÚPRAVA ŠPECIÁLNYCH FONDOV KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV V ZÁKONE O KOLEKTIVNÍM INVESTOVANÍ.....</b>	<b>70</b>
3.1. ZALOŽENIE A VZNIK ŠPECIÁLNEHO FONDU KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV .....	71
3.1.1. Založenie akciovej spoločnosti.....	71
3.1.2. Povolenie k činnosti investičného fondu.....	72
3.1.2.1. Základný kapitál a vlastný kapitál.....	74
3.1.2.2. Vedúce osoby.....	76
3.1.2.3. Zvláštne spôsoby vzniku investičného fondu.....	77
3.1.3. Zahájenie výkonu podnikateľskej činnosti investičného fondu.....	78
3.2. DEPOZITÁR ŠPECIÁLNEHO FONDU KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV .....	79
3.2.1. Prípustné druhy majetku špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov.....	79
3.2.2. Nejasnosti v úprave depozitára vo vzťahu k špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov .....	80
3.2.2.1. Iné opatrovanie majetku fondu .....	80
3.2.2.2. Zodpovednosť depozitára .....	82
3.2.3. Opodstatnenosť existencie depozitára špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov.....	83
3.3. NADOBÚDANIE CENNÝCH PAPIEROV ŠPECIÁLNEHO FONDU KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV.....	84
3.3.1. Prevod a prechod cenných papierov .....	85
3.3.2. Schvaľovanie účasti na špeciálnom fonde kvalifikovaných investorov.....	86
3.3.3. Odkupovanie podielových listov špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov.....	88
3.4. INFORMAČNÁ POVINNOSŤ ŠPECIÁLNEHO FONDU KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV.....	89
3.5. ZRUŠENIE A ZÁNİK ŠPECIÁLNEHO FONDU KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV .....	92
3.5.1. Zrušenie investičného fondu s likvidáciou .....	92
3.5.2. Zrušenie podielového fondu .....	93
<b>4. ÚČTOVNÉ A DAŇOVÉ ASPEKTY PODNIKANIA ŠPECIÁLNYCH FONDOV KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV.....</b>	<b>95</b>
4.1. ÚČTOVNÉ ASPEKTY.....	95
4.1.1. Oceňovanie majetku a záväzkov .....	96
4.1.1.1. Kategorizácia cenných papierov .....	98
4.1.1.2. Reálna hodnota majetku a záväzkov fondu.....	100
4.1.2. Účtovná závierka.....	102
4.2. DAŇOVÉ ASPEKTY .....	103
4.2.1. Zdanenie subjektov kolektívneho investovania .....	103

4.2.2. Zdanenie investorov fondov kolektívneho investovania .....	105
4.2.2.1. Pripravovaná daňová reforma a jej dopad na sektor kolektívneho investovania.....	107
<b>ZÁVER.....</b>	<b>109</b>
<b>ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY A ĎALŠÍCH PRAMEŇOV.....</b>	<b>112</b>
<b>ZOZNAM TABULIEK A GRAFOV .....</b>	<b>117</b>

## Zoznam použitých skratiek

### 1. Skratky právnych predpisov

ObchZ	- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
ObčZ	- zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
ZCP	- zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
ZDP	- zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů
ZISIF	- zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZKI	- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
Zučet	- zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů

### 2. Další skratky

ČNB	- Česká národní banka
EU	- Európska únia
ETF	- Exchange traded funds
KCP	- Komise pro cenné papíry
REIT	- Real estate investment trust
SICAV	- Société d'investissement á capital variable
SFKI	- Špeciálne fondy kvalifikovaných investorov
UCITS	- Undertakings for collective investment in transferable securities

## Úvod

Imanentnou funkciou finančného systému je alokácia finančných prostriedkov od prebytkových k deficitným subjektom. Tento tok môže prebiehať priamo alebo medzi potenciálnych dlžníkov a veriteľov vstupuje samostatná entita, ktorá finančný transfer sprostredkuje. Medzi finančných sprostredkovateľov radíme aj subjekty kolektívneho investovania, ktoré vytvárajú jedno z najdynamickejších odvetví na finančných trhoch. Výhody kolektívneho investovania potvrdzuje ako rastúci objem aktív zverených do správy subjektom kolektívneho investovania, tak zvyšujúci sa podiel obyvateľov, ktorí časť svojich prebytočných finančných prostriedkov ich prostredníctvom investujú. Český finančný trh napriek svojej obmedzenej veľkosti a nie úplne nepoškvrnenej minulosti poskytuje široký priestor pre implementáciu nových inovatívnych finančných nástrojov, produkty a služby kolektívneho investovania nevynímajúc.

So vstupom Českej republiky do Európskej menovej únie (EMU) sa s veľkou pravdepodobnosťou správa subjektov kolektívneho investovania premiestni do tradičných finančných centier Európy. Bolo by asi veľmi nerozumné sa domnievať, že české subjekty by boli schopné konkurovať zavedeným, kapitálovo lepšie vybaveným, spravidla v luxembursku domicilovaným subjektom kolektívneho investovania. Pre využitie potenciálu fondového priemyslu v podmienkach Českej republiky sa naskytajú dve základné možnosti. Buďto sa vydať cestou Luxemburska alebo Írska, ktoré sa výrazne presadzujú v sektore štandardných fondov alebo využiť príležitosť v tzv. alternatívnych investíciách, teda v sektore špeciálnych fondov. Práve táto dichotómia a zvyšujúci sa akcent na tzv. alternatívne investície zo strany normotvorcov ako i investorov sú dôvody, prečo som si zvolil rigoróznou prácu s názvom „Fondy kvalifikovaných investorov a ich právna úprava v ČR“.

V svojej práci sa budem snažiť poskytnúť komplexný pohľad na materiálne pramene právnej úpravy špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov (ďalej tiež SFKI), ktoré ako súčasť pozitívneho práva prirodzene chápem ako odraz konkrétnych spoločenských a ekonomických determinantov. Zavedenie tejto jednotky kolektívneho investovania do českého právneho poriadku je nesporne potvrdením tézy, že normatívny právny systém napreduje v dôsledku reálnych spoločenských požiadaviek. Zároveň je to argumentom, prečo považujem za potrebné na niektorých miestach v tejto práci bližšie objasniť ekonomické resp. finančné súvzťahnosti reglementované právnymi normami.



Správne pochopenie legislatívneho stavu *de lege lata* ako i *de lege ferenda* predpokladá znalosť historického vývoja právnej úpravy, ale tiež znalosť právnej regulácie danej oblasti práva v zahraničných jurisdikciách. S týmto zámerom koncipujem úvodnú kapitolu predkladanej práce, ktorej obsahom bude historická reminiscencia právnej úpravy kolektívneho investovania v Českej republike, pohľad na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov pro futuro v svetle progresie finančných trhov a naznačenie právnych úprav analogických k úprave SFKI v ČR vo vybraných krajinách .

Nasledovať bude časť venovaná definícií kolektívneho investovania, ktorá doznela koncepčných zmien, pričom jej dôsledné pochopenie je potrebné k detailnému a erudovanému výkladu ustanovení týkajúcich sa špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov.

Svojou materiálou najviac relevantnou časťou mojej práce bude rozbor ustanovení, ktoré svojim normatívnym obsahom určujú charakter špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov. Rád by som priblížil jednotlivé aspekty založenia, vzniku, procesu licencovania a činnosti špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov vrátane variant praktického uplatnenia rôznych foriem kolektívneho investovania ako i problémov, ktoré sa môžu vyskytnúť. V tejto súvislosti by som sa nechcel zamerať len na prevažne odbornou verejnosťou diskutovanú problematiku využitia SFKI ako inštrumentu sprostredkujúceho investíciu do nehnuteľností (či už priamo nákupom nehnuteľností, alebo nepriamo investovaním do akcií nehnuteľnostných spoločností, otvorených podielových fondov (sektorovo zameraných na nehnuteľnosti), tzv. REITs, ETF, investičných certifikátov ale i špeciálnych fondov nehnuteľností), čo samozrejme považujem pri súčasnom vývoji realitného trhu v ČR za opodstatnené<sup>1</sup>, ale rovnako sa dajú identifikovať nemenej atraktívne investičné zamerania SFKI napr. fond rizikového kapitálu (venture fund), fond pohľadávkový, fond komoditný, fond derivátový (hedge fund) alebo ďalšie podľa uváženia správcu takého fondu<sup>2</sup>. V závislosti na forme fondu kvalifikovaných investorov sa akcionárom resp. podielnikom naskytá hneď niekoľko možností ako v nich ukončiť svoju účasť a realizovať tak zisk/stratu. Okrem týchto

---

<sup>1</sup> Údaje potvrdzujúce stúpajúci trend stavebnej výroby v ČR sú dostupné napríklad na WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta_cr)>. [cit. 13. mája 2007]

<sup>2</sup> Zaradenie jednotlivých fondov kolektívneho investovania do kategórií podľa definíčného znaku – riziko trhu. V prípade SFKI sa jedná o bližšiu špecifikáciu na základe prevažujúcich aktív v portfóliu fondu. Metodika klasifikácie fondů závazná pro členy AFAM ČR. [cit. 13. mája 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.afamcr.cz/download/53-metodika\\_klasifikace\\_20060613.pdf](http://www.afamcr.cz/download/53-metodika_klasifikace_20060613.pdf)>.

„exitov“ z investície do SFKI v svojej práci neopomeniem ani zrušenie a premenu investičného fondu a zrušenie podielového fondu, ako dvoch prípustných foriem špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov. Za nesporné pozitívum organizácie kolektívneho investovania ako takej, teda i špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov, sa považuje daňová optimalizácia, čo priamo evokuje potrebu oboznámiť sa s účtovnými a daňovými hľadiskami tohto predmetu podnikania.

Za cieľ svojej rigoróznejšej práce som si stanovil celkovú právnu analýzu právnej úpravy špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov v Českej republike s poukazom na možné interpretačné a aplikačné nejasnosti, z čoho by mohli potenciálne prameniť odporúčenia pre i tak očakávanú novelizáciu súčasného právneho stavu. V neposlednom rade by som rád zhodnotil českú právnu úpravu v svetle harmonizujúcich európskych smerníc a načrtnol trendy rozvoja špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov. K tomu mi bude slúžiť niekoľko odborných článkov uverejnených na danú tému u nás ako i cudzojazyčné odborné texty, ktoré budem vždy v svojej práci riadne citovať a vlastná práca s relevantnými právnymi predpismi.

# **1. Historický, ekonomický a právne komparatistický pohľad na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov**

## **1.1. Historická reminiscencia v svetle súčasnej právnej úpravy kolektívneho investovania**

Genéza kolektívneho investovania v Českej republike nebola ani zďaleka taká prirodzená a relatívne pokojná ako tomu bolo v iných rozvinutých krajinách. Po páde komunistického režimu sa začal vytvárať kapitálový trh i v koexistencii s trhom kolektívneho investovania. Mohutnú expanziu a najmä dôležitý formujúci element na začiatku 90. rokov minulého storočia predstavoval spôsob prevodu majetku v štátnom vlastníctve do vlastníctva súkromného. Prechod k tržnej ekonomike evokoval proces deetatizácie, ktorý sa uskutočňoval predovšetkým formou kupónovej privatizácie, čo malo za následok vznik a rozvoj subjektov kolektívneho investovania. Je nutné podotknúť, že toto ranné štádium polovice 90. rokov bolo doprevádzané vážnymi nedostatkami v legislatívnej oblasti a deformované neefektívnym výkonom štátneho dozoru<sup>3</sup> a tržnými zlyhaniami, na druhej strane však približovalo kolektívne investovanie európskym štandardom.

### **1.1.1. Zákon o investičných spoločnostiach a investičných fondoch**

So subjektami kolektívneho investovania sa stretávame ešte pred zahájením prvej vlny kupónovej privatizácie, kedy tieto vznikali na základe § 14 odst. 2, zákona 158/1992 Sb., o bankách a spožitelnách a povolenia Štátnej banky československej. Jednalo sa o investičné spoločnosti zriaďované postupne štyrmi najväčšími bankami<sup>4</sup> ako svojimi dcérinými spoločnosťami, ktoré zakladali fondy určené verejnosti. Reguláciu prvej vlny kupónovej privatizácie zabezpečoval zákon<sup>5</sup> č. 92/1991 Sb., o

---

<sup>3</sup> O úlohách samoregulácie účastníkov trhu ani nehovoriac – vznik UNIS 12. júna 1996.

<sup>4</sup> Investiční banka resp. Investiční a poštovní banka, Československá obchodní banka, Komerční banka, Česká spožitelna.

<sup>5</sup> Tiež známi ako „Zákon o veľkej privatizácii“.

prevedu majetku štátu na jiné osoby<sup>6</sup>. Kupónová privatizácia pokračovala vo svojom druhom kole už len v Českej republike. Zmena oproti prvej vlne bola v prijatí nového zákona č. 248/1992 Sb., o investičných spoločnostiach a investičných fondoch (ďalej tiež ZISIF), ktorý bol schválený 28.apríla 1992 a účinnosť nadobudol 29. mája 1992 a doplnil tak sériu nových zákonov z oblasti korporátneho práva (obchodní zákoník; zákon č. 513/1991 Sb.) a regulácie finančného trhu (zákon č. 21/1992 Sb., o bankách; zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papierů). Táto úprava umožňovala alokovať investičné body nie len do investičných fondov, ale i do fondov podielových. Očakávaná, že investori ocenia výhody likvidity otvorených podielových fondov sa nepotvrdili. Príčina by sa dala hľadať v ustanovení novelizovaného zákona č. 92/1991 Sb. obmedzujúceho odkúp podielových listov investičnými spoločnosťami až na jeden rok od predania akcií nakúpených za investičné body podielovému fondu<sup>7</sup>.

Zákon o investičných spoločnostiach a investičných fondoch po prvý krát definoval subjekty kolektívneho investovania, a to investičnú spoločnosť vytvárajúcu podielové fondy a investičný fond. Obe základné právne formy musia byť vždy právnickou osobou s poukazom na §18 odst. 2 písm. d) zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník a §56 odst. 1 zákona č.513/1991 Sb., obchodní zákoník (ďalej tiež ObchZ), obchodnou spoločnosťou.<sup>8</sup> Obchodná spoločnosť je právnickou osobou založenou za účelom podnikania, ak právo Európskych spoločenstiev alebo zákon nestanoví inak. V dôsledku označenia oboch právnych foriem kolektívneho investovania ako obchodných spoločností, ktoré sa obligatórne zapisujú do obchodného registra (§3 odst. 1 ObchZ<sup>9</sup>) majú tieto tiež právne postavenie podnikateľa (§2 odst. 2 písm. a) ObchZ). Vzhľadom k tomu, že ZISIF je lex specialis k obchodnému zákonníku, použijú sa obecné ustanovenia o akciovej spoločnosti, ak ZISIF nestanoví inak, na investičnú spoločnosť i investičný fond. Predmetom podnikania investičnej spoločnosti a investičného fondu je podľa §1 odst. 1 ZISIF kolektívne investovanie a inú činnosť, pokiaľ nie je v zákone uvedené, nemôžu vykonávať (§3 odst. 1), čo je fundamentálnym odlišujúcim znakom od obecnej úpravy v obchodnom zákonníku. Toto obmedzenie malo opodstatnenie u čisto výrobných a obchodných činností, kde by reálne mohlo dôjsť ku konfliktu záujmov, no

<sup>6</sup> V tomto zákone nájdeme i vymedzenie investičného kupónu ako cenného papiera na meno, ktorý oprávňuje ku kúpe akcií určených k predaji za kupóny – viz. §22 zákona.

<sup>7</sup> Viz. zákon č. 92/1991 Sb. § 24 odst. 6.

<sup>8</sup> Dědič, J., Křetínský, D., Vacek, L.: Zákon o investičných spoločnostiach a investičných fondoch. Komentář. 1. vydání. Praha: C.H.Beck, 2001, str.2.

<sup>9</sup> Podľa súčasnej právnej úpravy §34 odst. 1 písm. a) ObchZ.

rovnaké sa nedá tvrdiť v prípade poskytovania finančných služieb. Toto pravidlo sa ukázalo byť neefektívne z ekonomického hľadiska jak pre finančných sprostredkovateľov, tak pre investorov. Finančné „supermarkety“ boli nútené vynakladať vyššie náklady z dôvodu vytvorenia samostatných subjektov pre kolektívne investovania a jednak pre poskytovanie ostatných finančných služieb. Pre investora to implikovalo potrebu rozdeliť svoje portfólio medzi investície do fondov kolektívneho investovania a do ostatných inštrumentov finančného trhu, čo predstavovalo zvýšenie ich transakčných nákladov. Prelom nastal až prijatím novely európskej direktívy o tzv. UCITS subjektoch kolektívneho investovania<sup>10</sup> a jej implementovaním do harmonizovaného zákona č.189/2004 o kolektivním investování (ďalej tiež ZKI), ktorá umožnila integráciu investičných spoločností a oddelení správy aktív vo finančných inštitúciách, čo nesporne prispelo k skvalitneniu služieb poskytovaných investorom.

Následný vývoj po skončení druhej vlny kupónovej privatizácie sa v súvislosti s deformovaným prostredím kolektívneho investovania podpísal pod prijatím novely ZISIF<sup>11</sup>, ktorá okrem iného priniesla striktné obmedzenie činnosti investičných spoločností a investičných fondov len na kolektívne investovanie, stanovila presnejšie podmienky pre obhospodarovateľské zmluvy, obmedzovala poskytovanie úverov a pôžičiek, stanovila prísnejšie informačné povinnosti, posilnila funkciu depozitára, štátneho dozoru a zaviedla nútenú správu. Obdobie medzi prípravou novely a jej účinnosťou využili investičné fondy na premenu na akciové spoločnosti<sup>12</sup> nepodliehajúce štátnemu dozoru, informačnej povinnosti ani diverzifikácií aktív. Počet fondov, ktoré sa transformovali, sa v závislosti od zdroja pohybuje okolo čísla sto.<sup>13</sup>

Priehľadový bol rok 1998, kedy začala vykonávať činnosť Komise pro cenné papíry (ďalej tiež KCP) – regulačný orgán kapitálového trhu. V tom istom roku sa znovu novelizoval zákon o investičných spoločnostech a investičných fondoch<sup>14</sup> obsahujúci nové limity umiestnenia prostriedkov z portfólia fondov a pre diverzifikáciu. Novela

---

<sup>10</sup> Smernica Rady z 20. decembra 1985 č. 85/611/EHS novelizovaná smernicou z 21. januára 2002 č. 2001/107/ES.

<sup>11</sup> Novelizácia prevedená zákonom č. 151/1996 zo dňa 26. apríla 1996.

<sup>12</sup> K premene potrebovali schválenie na valnej hromade a zápis do Obchodného registra.

<sup>13</sup> Chcel by som navyše spomenúť neerudovaný (nekvalifikovaný) krok ministerstva financií, ktoré transformovaným fondom, ktoré sa premenili do 1. júla 1996, odobrala verejnú obchodovateľnosť, s odvolaním sa na §7 odst. 4 ZISIF, i keď tieto verejnú obchodovateľnosť získali na základe §72 zákona č.591/1992 Sb., o cenných papíroch, v dôsledku čoho boli narušené práva drobných akcionárov.

<sup>14</sup> Novelizovaný zákonom č. 124/1998 zo dňa 13. mája 1998.

priniesla i obmedzenie pre investičné spoločnosti a fondy vykonávať operácie s cennými papiermi v spravovanom portfóliu prostredníctvom majetkovo alebo personálne spriaznených osôb a rozšírila informačnú povinnosť. Novela umožnila vznik tzv. fondov fondov, keď dovolila podielovým fondom (resp. ich obhospodarujúcich investičným spoločnostiam) a investičným fondom nakupovať do portfólia i podielové listy otvorených podielových fondov. Hlavným pozitívom však bolo stanovenie povinnej premeny investičných fondov a uzavretých podielových fondov na otvorené podielové fondy. Iným, ale komplementárnym krokom vpred identifikujem prelicencovávajúce subjekty kolektívneho investovania prevádzané KCP.<sup>15</sup>

V roku 2001 bola zavedená regulácia<sup>16</sup> zahraničných subjektov kolektívneho investovania z členských krajín Európskej únie ponúkajúcich svoje služby v ČR a recipročne podnikanie domácich subjektov splňujúcich požiadavky v iných členských štátoch.

Pred účinnosťou nového zákona o kolektívnom investovaní sa dostali do povedomia investorskej verejnosti ešte minimálne dve zmeny v právnej úprave. Obe sa týkali predovšetkým tzv. výnosových fondov, teda fondov určených najmä firemnej klientele, ktorú by sme mohli v dnešnej terminológii označiť za súčasť kvalifikovaných investorov. Výnosové (alebo tiež rastové) fondy využívali komparatívnu výhodu oproti napríklad bankovému uloženiu voľných peňažných prostriedkov vo forme nižšieho daňového zaťaženia (15% zrážková daň oproti 31% sadzby dane z príjmu), ale tiež profitovali z možnosti priebežného vyplácania výnosov. Tento druhý benefit fakticky odstránila novela ZISIF<sup>17</sup>, ktorá podmienila výplatu podielu na zisku z hospodárenia podielového fondu až po schválení účtovnej závierky podielového fondu valnou hromadou investičnej spoločnosti. Situácia mi príde o to tristnejšia, že akcionárom investičnej spoločnosti takáto právomoc síce právne vecne prísluší, ale vzhľadom k tomu, že rozhodujú o majetku podielnikov im značne limituje ich investičnú slobodu. Ďalšiu ránu, opäť najmä rastovým fondom, priniesla novela zákona o dani z pridanej hodnoty, ktorá de facto znemožnila nefinančným inštitúciám väčšie investície do podielových fondov, pretože inak by museli krátiť nárok na odpočet DPH na vstupe.

---

<sup>15</sup> Výsledkom bolo výrazné zníženie počtu subjektov na trhu. Zo 112 investičných spoločností v roku 1998 ostalo v roku 1999 len 31.

<sup>16</sup> Novela ZISIF-u zákonom č. 362/2000 Sb., zo dňa 23. októbra 2000.

<sup>17</sup> Zákomom č. 438/2003 Sb., zo dňa 18. decembra 2003.

Obdobie deväťdesiatych rokov a začiatku nového tisícročia môžeme označiť za obdobie formujúce celý kapitálový trh v Českej republike a ako také tiež obdobie, v ktorom sa vytvárali predpoklady na zavedenie úpravy špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov. Okrem naposledy spomenutých noviel zákonov ovplyvňujúcich rozhodovanie o alokácii voľných peňažných prostriedkov firemnej klientely, by som chcel pripomenúť diskutabilné stanovisko Komise pro cenné papíry v súvislosti s problémom verejnej obchodovateľnosti akcií investičných fondov, ktorým bolo bránené sa otvoriť. Komisia nepovolila obchodovanie investičných fondov na trhu s odôvodnením, že by akcionári mohli podľahnúť rôznym manipulativným praktikám alebo sa stať obeťou využitia vnútorných informácií, čo by mohlo spôsobiť „vážné škody na straně zejména nekvalifikovaných investorů“<sup>18</sup>. Pravdou je, že Komisia takto mohla zabrániť neuváženým a stratovým predajom drobných investorov, na druhej strane konzervovala negatívnu skutočnosť nízkej kvalifikácie investorov. Otázkou, riešenou i na príslušnom mieste v tejto práci, potom ostáva, či drobný investor vôbec môže byť niekedy investorom kvalifikovaným. Pri sledovaní podobností so špeciálnymi fondmi kvalifikovaných investorov pred ich zavedením do českého právneho poriadku sa nedá opomenúť existencia otvorených podielových fondov určených výhradne právnickým osobám, a to nadáciám a nadačným fondom zriadených podľa zákona č. 227/1997 Sb., o nadaciách a nadačných fondoch.<sup>19</sup> Dôvodom, ktorý umožňoval vznik fondov, do ktorých mohli investovať len vybrané subjekty t.j. obmedzený okruh osôb bola definícia kolektívneho investovania v ZISIF, pretože neobsahovala pojmový znak „zhromažďovanie peňažných prostriedkov od verejnosti“. Prvok analógie so SFKI spočíva v charakteristike typického investora obsiahnutej v štatútoch fondov, ktorá koreluje s požiadavkou ZKI (§56 odst. 2 písm. a)) na stanovenie okruhu investorov, pre ktorých je SFKI určený, a to rovnako v jeho štatúte. Naopak štatúty otvorených podielových fondov určených nadáciám a nadačným fondom nepredpokladajú ich

---

<sup>18</sup> Komise pro cenné papíry: K aktuální situaci v procesu otevírání investičních fondů, 11.4.2001, [cit. 24. februára 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.cz/>>.

<sup>19</sup> V súčasnej dobe na trhu v Českej republike aktívne pôsobia ČSOB nadační, ČSOB Investiční společnost, a.s., člen skupiny ČSOB, otevřený podílový fond, BALANCOVANÝ FOND NADACÍ, Pioneer investiční společnost, a.s., otevřený podílový fond, RŮSTOVÝ FOND NADACÍ, Pioneer investiční společnost, a.s., otevřený podílový fond, podľa Seznam speciálních otevřených podílových fondů, [cit. 8. mája 2007]. Dostupný na WWW : <[http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy\\_a\\_prehledy/Seznam\\_rolí.page](http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Seznam_rolí.page)>.

kvalifikovanosť, ale len priemernú znalosť kapitálových trhov,<sup>20</sup> i keď v prípade fondov Pioneer investiční společnosti sú kritéria kladené na investora umocnené relatívne vysokou vstupnou investíciou vo výške 100 000 Kč.

### 1.1.2. Zákon o kolektívnom investovaní

Na niektoré nedostatky úpravy kolektívneho investovania v ZISIF som upozornil v predchádzajúcom texte, ale nespomenul som kruciálny nedostatok vedúci k prijatiu úplne nového zákona č. 189/2004 Sb., o kolektívnom investovaní zo dňa 1. apríla 2004 s účinnosťou od 1. mája 2004. Vzhľadom na vstup Českej republiky do Európskej únie bolo treba okrem iných harmonizovať právnu úpravu oblasti kolektívneho investovania s európskymi smernicami. Tiež sa ponúkal priestor na dovtedy striktne regulované možnosti alokácie aktív fondov kolektívneho investovania, čím by sa rozšírili investičné možnosti retailových i inštitucionálnych klientov. Naskytala sa napríklad možnosť úpravy hlavne v Nemecku obľúbených nehnuteľnostných fondov alebo fondov rizikového kapitálu a pod. Zákonodárca mal možnosť zachytiť vývoj na vyspelých kapitálových trhoch, či už v oblasti alternatívnych investícií alebo procesu integrácie finančných služieb.

#### 1.1.2.1. Terminológia zákona o kolektívnom investovaní

Pri príprave návrhu zákona o kolektívnom investovaní vyvstalo niekoľko zaujímavých a podnetných otázok. Vo vecnom zámere zákona predloženom vláde sa napríklad počítalo so zavedením novej terminológie.<sup>21</sup> Ta mala odrážať terminológiu používanú v krajinách s rozvinutým sektorom kolektívneho investovania. Investičná spoločnosť sa mala označovať „správcovská spoločnosť“ a termín „investičná spoločnosť“ mal byť určený pre označenie investičného fondu. Po necelých dvoch rokoch príprav sa od zvolenej novej terminológie upustilo, pretože pretrvávala obava, že zmena desať rokov zavedenej terminológie bude pre domácich investorov mätúca a zároveň, že by náklady investičných spoločností a investičných fondov spojené

<sup>20</sup> Len Růstový fond nadací označuje potenciálnych investorov ako informovaných, čo síce nie je legálny termín, ale evokuje vyššie požiadavky na znalosti a skúsenosti z oblastí kapitálových trhov. Informácia z tretej časti štatútu dotknutého fondu. [cit. 8. mája 2007]. Dostupný na WWW : <<http://www.pioneer.cz/Fond/Prospekt/RustovyFondNadaci-Statut.pdf>>.

<sup>21</sup> Věcný záměr zákona o kolektívnom investovaní, Ministerstvo financí, 2000; Stanovisko předsedy Legislativní rady vlády k návrhu věcného záměru zákona o kolektívnom investovaní, Ministerstvo financí, 2001 [cit. 8. mája 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.mfcr.cz>>.



s premenovaním boli neadekvátne s dosiahnutým prínosom, teda konformitou s celosvetovo akceptovaným názvoslovím. Podľa môjho názoru mal byť argument zmätenia domácich investorov naopak použitý in favorem zavedenia novej terminológie, pretože v investovaní sa už dlhšiu dobu potierajú hranice štátov a práve drobný investor je obklopený ponukami zahraničných fondov, ktoré drvivú časť svojej prezentácie majú v cudzom jazyku používajúcom štandardnú terminológiu. Nehovoriac o zvyšovaní si svojho investorského vzdelania, či už právneho alebo ekonomického charakteru, ktoré nepochybne uvedený investor bude získavať zo zahraničných zdrojov.

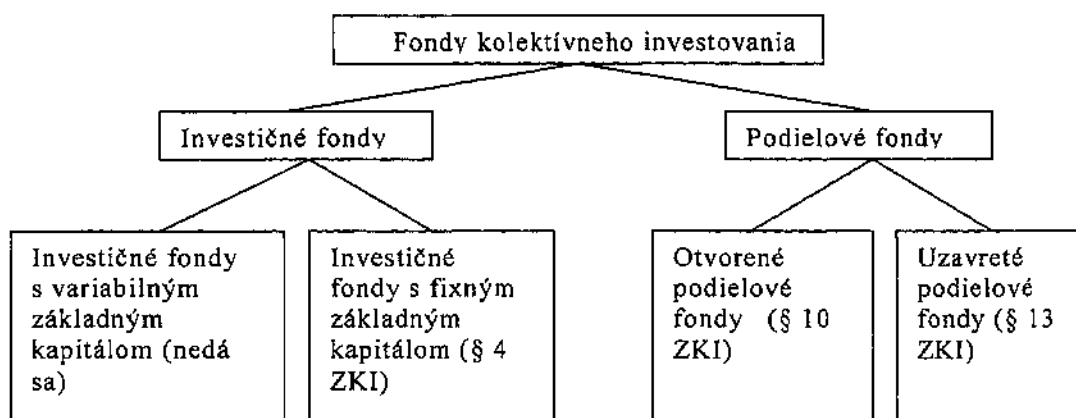
#### *1.1.2.2. Otvorený investičný fond*

Od premárnenej možnosti zjednotiť terminológiu v novom zákone o kolektívnom investovaní sa dá abstrahovať, zatiaľ čo o zavedení právnej úpravy otvoreného investičného fondu, s ktorým pôvodný návrh zákona počítal, sa dá len veľmi ťažko. Otvorený investičný fond je formou kolektívneho investovania s vlastnou právnou subjektivitou a s povinnosťou odkupovať akcie fondu od investorov – akcionárov.<sup>22</sup> Dôvodom nezavedenia investičných fondov s variabilným kapitálom bolo, že obdobnú obchodnú spoločnosť český právny poriadok nepozná, čo by znamenalo výrazný zásah do úpravy hlavne akciových spoločností. Zavedenie otvorenej formy kolektívneho investovania s právnou subjektivitou by bolo pritom možné nie len použitím metódy právnej regulácie, ktorá by spočívala v dielčej úprave špecifických aspektov investičného fondu s variabilným kapitálom so zachovaním subsidiárnej aplikácie obecnej právnej úpravy akciových spoločností. Variantov by mohla byť tiež metóda, ktorá by postrádala vzťah *lex specialis* k úprave akciových spoločností v obchodnom zákoníku ako *lex generalis*. Znamenalo by to vytvorenie nového, samostatného druhu spoločnosti so svojou komplexnou úpravou. Zákon o kolektívnom investovaní tak preberá pôvodne formy kolektívneho investovania zo ZISIF, pričom ich označuje súborným názvom fondy kolektívneho investovania (§2 odst. 1 písm. c) ZKI). Sú nimi:

---

<sup>22</sup> V niektorých krajinách (napr. Francúzsko, Luxembursko, Španielsko, Belgicko) sú fondy s variabilným kapitálom, tiež označované ako tzv. SICAV fondy (*Société d'investissement à capital variable*) prirodzenou súčasťou právneho poriadku.

Graf 1: Rozdelenie fondov kolektívneho investovania



Zdroj: Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.: *Kurs obchodného práva. Právo cenných papierů. 4. vydání. Praha: C. H. Beck, 2005*

Za účelom lepšieho objasnenia dôsledkov neexistencie právnej úpravy otvorených investičných fondov s premenlivým kapitálom je dobré sa primárne stručne oboznámiť s komunitárnou právnou úpravou. Pre sektor kolektívneho investovania je najdôležitejšia smernica Rady z roku 1985 o koordinácii predpisov týkajúcich sa jednotiek kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov – tiež známa ako UCITS (85/611/EHS).<sup>23</sup> Účelom bolo podriaďiť otvorené fondy jednotnej úprave vo všetkých členských štátoch. Ak získa UCITS povolenie v jednom štáte nemusí podstupovať povoločiaciu procedúru v štáte druhom. Predstava sa úplne nenaplnila, hlavnou prekážkou sa ukázalo byť rôzne podmienky pre ponúkanie produktov. Tento a ďalšie nedostatky viedli k novelizácii (tzv. UCITS III) v roku 2001.<sup>24</sup> Smernica rozdeľuje fondy kolektívneho investovania na skupinu fondov splňujúcu podmienky stanovené v smernici (UCITS), pričom sa jedná sa len o subjekty otvoreného typu situované na území členských štátov Európskych spoločenstiev investujúcich do investičných inštrumentov v smernici vymedzených a verejne obchodovateľných<sup>25</sup> a tie, ktoré ich nespĺňajú<sup>26</sup>. Regulácia týchto subjektov nie je harmonizovaná a je naďalej ponechaná

<sup>23</sup> UCITS – undertakings for collective investment in transferable securities. Subjekty, ktoré neinvestujú do prevoditeľných inštrumentov bývajú označené ako UCI resp. subjekty nespĺňajúce podmienky UCITS (niekedy sa používa i non-UCITS)

<sup>24</sup> Tzv. produktová smernica č. 2001/108/ES a tzv. organizačná smernica č. 2001/107/ES.

<sup>25</sup> V článku 1 UCITS smernice sú stanovené podmienky, za ktorých sa táto vzťahuje na subjekty kolektívneho investovania. Jedným zo znakov sine qua non je ich otvorenosť resp. „Za rovnocenné odkupu alebo vyplacaní se považuje jednaní ze strany SKIPCP k zajištění toho, aby se hodnota jejich podílových jednotek na burze významně nelišila od čisté hodnoty jejich aktiv.“

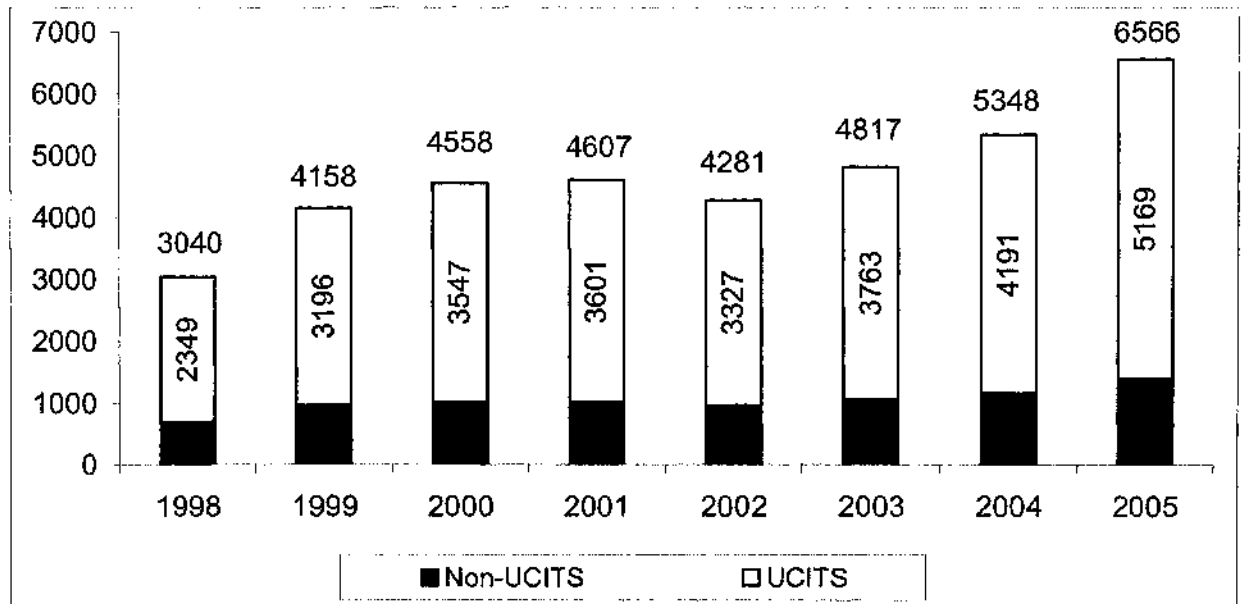
<sup>26</sup> V článku 2 UCITS smernice je okrem iného stanovené, že táto sa nevzťahuje na subjekty kolektívneho investovania uzavretého typu.

v právomoci každého členského štátu. Jedná sa teda i o subjekty kolektívneho investovania mimo Európske spoločenstvo.

Ako nástroj vytvorenia jednotného európskeho kapitálového trhu slúži inštitút „jednotného európskeho pasu“. Tzv. európsky pas pre produkty zjednodušuje verejné ponúkanie akcií (v prípade investičného fondu) alebo podielových listov (v prípade podielových fondov) v iných členských štátoch za predpokladu, že UCITS získajú povolenie od dozorového orgánu v členskom štáte, kde majú svoje sídlo. UCITS III priniesol tzv. európsky pas pre služby, ktorý umožňuje poskytovanie služieb v celom Európskom spoločenstve i pre investičné spoločnosti obhospodarujúce UCITS za analogických predpokladov ako pri pase produktov. Investičná spoločnosť musí splniť oznamovaciu povinnosť a rozhodnúť sa, či v cudzom členskom štáte zriadi svoju pobočku a bude využívať slobodu usadzovania alebo bude pôsobiť len na základe voľného pohybu služieb.

Výhody vyplývajúce z jednotného európskeho pasu sú nepopierateľné a prudko zvyšujúce obchodné možnosti fondu, ktorý spĺňa smernicové resp. do vnútroštátneho zákona transponované podmienky. ZKI, tým že nepovoľuje vznik otvorených investičných fondov s premenlivým kapitálom, limituje a výrazne ochudobňuje ponuku fondov v režime európskeho pasu, a to len na fondy vo forme otvoreného podielového fondu, ktoré sa implementáciou UCITS smernice novo označujú termínom štandardné fondy. Naopak špeciálnymi fondmi ZKI rozumie fondy nespĺňajúce požiadavky práva Európskych spoločenstiev, z čoho plynie, že nemôžu využívať výhod UCITS smernice. Preto investičný fond a uzavretý podielový fond sa môžu uplatniť len na poly špeciálnych fondov. Že vypustenie vo vecnom zámere ZKI upravených otvorených investičných fondov nebol krok správnym smerom naznačuje i výrazne vyššia obľúbenosť otvorených foriem fondov kolektívneho investovania medzi investormi, čo sa prejavuje, ako je tiež vidieť na Grafe č.2, vo vyššom objeme spravovaných aktív. Sprievodným javom vstupu Českej republiky do EU je možnosť využívať pre zakladanie subjektov kolektívneho investovania rôznych jurisdikcií, čo prirodzene spôsobuje konkurenciu právnych poriadkov. Absencia úpravy otvorených investičných fondov sa podľa môjho názoru prejaví v zníženej atraktivite českej jurisdikcie ako platformy pre zakladanie subjektov kolektívneho investovania.

Graf 2: Objem aktív vo fondoch kolektívneho investovania v Európe<sup>27</sup>  
(mld. EUR)



Zdroj: Quarterly Statistical Release for Q4 2006 (2005) and Results for 2006 (2005) 2001 [cit. 10. mája 2007]. Dostupný na WWW: < <http://www.efama.org/60Statistics> >.

### 1.1.2.3. Obhospodarovanie majetku investičného fondu

Bez nároku na taxatívny výpočet všetkých nedostatkov nového zákona o kolektívnom investovaní by som chcel poukázať v nasledujúcom texte na niekoľko z môjho pohľadu najzávažnejších legislatívnych pochybení. Prvým je formulácia ustanovenia, v ktorom sa rozširuje činnosť investičnej spoločnosti, okrem správy podielových fondov tiež na správu investičných fondov (a individuálnych klientských portfólií), čo umožnila novela UCITS smernice tzv. organizačnou smernicou. Dotknuté ustanovenie reflektujúce novo koncipovaný predmet činnosti investičnej spoločnosti znie: „Smlouvou o obhospodařování se investiční společnost zavazuje, že bude obhospodařovat majetek investičního fondu, a to bez jeho pokynu, a investiční fond se zavazuje zaplatit investiční společnosti za tuto činnost úplatu.“<sup>28</sup> Rozdiel od predchádzajúcej úpravy v ZISIF (§5b odst. 1) spočíva vo vynechaní spojky „i“ vo vetnej vsuvke „ a to („i“) bez jeho pokynu“, čím sa odobrala možnosť investičnému fondu aktívne participovať na riadení vlastného portfólia. Ostáva diskutabilné, či sa skutočne

<sup>27</sup> Len pre doplnenie v roku 2006 dosiahli celkové aktíva vo fondoch 7 574 mld. EUR z toho na UCITS pripadlo 5 974 mld. EUR.

<sup>28</sup> §17 odst. 1, prvá veta, ZKI.

jednalo o zámer zákonodarcu, alebo len o chybu v procese schvaľovania.<sup>29</sup> Faktom je, že ani po vyše troch rokoch účinnosti ZKI a štyroch novelách nedošlo k doplneniu „i“ do ustanovenia.

Postavenie zákazníka investičnej spoločnosti, ktorý môže dať do obhospodarovania svoj majetok obsahujúci investičný nástroj<sup>30</sup> na základe zmluvy, pričom obhospodarovanie pozostáva z úschovy a správy cenných papierov vydaných fondom kolektívneho investovania alebo z investičného poradenstva ohľadne investičného nástroja<sup>31</sup> je o to výhodnejšie, že sa budú aplikovať ustanovenia zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papíroch (ďalej tiež ZCP). I keď z odstavca 3 vyplýva, že sa bude jednať o zmluvu inominátnu, obsah tejto zmluvy je nepriamo podmienený odstavcom 4, kde činnosti úschova a správa cenných papierov vydaných fondom kolektívneho investovania priamo nabádajú k subsidiárnemu použitiu pomenovaných zmlúv v ZCP. Zo znenia „uschovávať a spravovať...“, teda použitia logického operátora „a“, teda použitia konjunkcie usudzujem, že zákonodarca nemal na mysli použitie zmlúv jednak o úschove cenných papierov, a jednak o správe cenných papierov, ale zmlúv o uložení cenných papierov, ktoré obe predchádzajúce spájajú do jedného funkčného rámca. Čo som chcel zdôrazniť je odlišné postavenie zákazníka oproti investičnému fondu v prípade obhospodarovania majetku, pretože dikcia zmluvy o uložení, s primeraným použitím ustanovení zmluvy o správe cenných papierov, dovoľuje zákazníkovi – vlastníkovi cenného papiera<sup>32</sup> dávať pokyny správcovi – investičnej spoločnosti.

Ak by chcel investičný fond dosiahnuť podobného postavenia ako zákazník naskytajú sa mu tri možnosti, z ktorých sú len dve právom aprobované. Za prvé je to využitie dôležitého axiómu právneho poriadku – zmluvnej slobody. Z listiny základných práv a slobôd, z jej článku 1, ktorý stanoví, že „*lidé jsou svobodní a rovní v důstojnosti i v právech*“, je odvodzovaná rovnosť stran záväzkových vzťahov fyzických či

---

<sup>29</sup> V návrhu zákona z roku 2002 je ustanovenie ešte vrátane „i“, no v návrhu predloženom v roku 2003 poslaneckej snemovne sa už s ingerenciou investičného fondu do správy majetku nepočíta.

<sup>30</sup> §3 zákona č.256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (ďalej tiež ZPKT).

<sup>31</sup> §15 odst. 3, 4 ZKI.

<sup>32</sup> Za cenné papiere v zmysle §1 odst. 1 ZCP sa považujú tiež akcie a podielové listy, čo je v súlade s §15 odst. 4 písm. a) ZKI, kde sa úschova a správa týka cenných papierov vydaných fondom kolektívneho investovania.

právnických osôb.<sup>33</sup> Tuto zásadu ďalej rozvádza občianský zákonník v §2 odst. 2 a v odst. 3, v ktorom je zmluvná sloboda, v konečnom dôsledku ako každá sloboda, obmedziteľná zákonom a principiálne tiež obmedziteľná slobodou ostatných. Použitie formulácie o kogentnosti niektorých ustanovení v občianskom zákonníku je i tak vzhľadom k špeciálnemu ustanoveniu §263 ObchZ nepoužiteľná. Právny vzťah medzi investičným fondom a investičnou spoločnosťou, ktorý vzniká na základe zmluvy o obhospodarovaní, sa radí medzi tzv. relatívne obchodné záväzkové vzťahy<sup>34</sup> (§261 odst. 1 ObchZ). Tretia časť obchodného zákonníku zmluvu o obhospodarovaní nepozná, čo vylučuje použitie §263 ObchZ, preto zmluvná sloboda je v obecnej rovine limitovaná kogentnými ustanoveniami právnych predpisov. Ja sa domnievam, že takýmto ustanovením je i analyzovaný §17 ZKI. Cestou uplatnenia zmluvnej slobody sa investičný fond teda nedostane do pozície spolurozhodovateľa o správe svojho majetku. Ustanovenie zmluvy dovoľujúce vydávať pokyny investičnej spoločnosti by bolo ex lege absolútne neplatné.

Druhou variantov, ktorou by, a to celkom určite, mohol investičný fond ovplyvňovať svojimi pokynmi činnosť osoby obhospodarujúcej majetok fondu, by bolo využitie §78 odst. 4 ZKI. Totiž ak investičný fond nemá uzavretú zmluvu o obhospodarovaní môže k efektívnejšiemu obhospodarovaniu majetku zmluvne zveriť jeho obhospodarovanie osobe, ktorá má skúsenosti s kolektívnym investovaním alebo investovaním majetku uvedeného v štatúte fondu a je investičnou spoločnosťou, obchodníkom s cennými papiermi alebo zahraničnou osobou, ktorá má obdobné povolenie k obhospodarovaniu majetku zákazníka a spĺňa zákonom taxatívne stanovené požiadavky. Tzv. organizačná smernica, ktorá umožnila delegáciu právomocí investičnej spoločnosti resp. investičného fondu s cieľom zefektívniť svoju činnosť, zakazuje prenášať vcelku všetky funkcie na jednu alebo niekoľko tretích osôb, aby sa zamedzilo vzniku subjektov typu „poštovej schránky“<sup>35</sup>, čo by bránilo účinnému dohľadu. Odrazom tejto požiadavky novelizovanej UCITS smernice v ZKI, je s primeranou aplikáciou odstavca 4 paragrafu 74 na investičný fond, povinnosť ponechať aspoň časť majetku

---

<sup>33</sup> Suran, J.: K otázke subjektívneho práva obchodníka s cennými papírmi jednostranne meniť záväzkový vzťah se zákazníkom v širších souvislostech (I. část). [cit. 19. mája 2007]. Dostupný na WWW:<[http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=1&s2=X&s3=X&s4=X&s5=S&s6=1&m=1&recid\\_cl=20319&typ=clanky#\\_edn4](http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=1&s2=X&s3=X&s4=X&s5=S&s6=1&m=1&recid_cl=20319&typ=clanky#_edn4)>.

<sup>34</sup> Bejček, J., Eliáš, K., Raban, P. a kol.: Kurs obchodního práva. Obchodní závazky. 3 vydání. Praha: C.H.Beck, 2003, str.24.

<sup>35</sup> Ang. Letter box company.

investičného fondu vo vlastnom obhospodarovaní. Zároveň sa delegovaním investičný fond nezbuje zodpovednosti za škodu, ktorá by vznikla pri obhospodarovaní jeho majetku.<sup>36</sup>

Treťou alternatívou ako realizovať investičnú stratégiu investičného fondu s aktívnou participáciou samotného fondu, je vstúpiť do právneho vzťahu založeného zmluvou o obhospodarovaní a tiež do právneho vzťahu, ktorý by vznikol zmluvou o spolupráci resp. o poradenstve. Právne relevantný nie je názov zmluvy, ale práva a povinnosti z nej vyplývajúce, teda v tomto prípade by sa hlavný investor investičného fondu (nie investičný fond sám, lebo inak by sa mohlo jednať o zastretý právny úkon) dostal do postavenia spolutvorcu taktickej alokácie aktív a investičná spoločnosť do postavenia príjemcu pokynov. Uvedená koncepcia nie je v praxi raritou,<sup>37</sup> ale jej existencia je závislá na niekoľkých skutočnostiach. V prvom rade sa nemôže jednať o fond ponúkaný verejnosti, ale musí ísť o špeciálny investičný fond kvalifikovaných investorov. Keďže podrobnejší právny rozbor SFKI bude predmetom nasledujúcich kapitol, obmedzím sa len na prostú proklamáciu, že takáto zmluva by mohla porušiť obecné princípy akciového práva ako sú zákaz zneužívania väčšiny hlasov v akciovej spoločnosti (§56a odst. 1 ObchZ), zákaz zneužívajúcim spôsobom znevýhodniť niektorého akcionára pred inými (§56a odst. 2 ObchZ) alebo požiadavku na rovnaké zachádzanie za rovnakých podmienok so všetkými akcionármi (§155 odst. 7 ObchZ). Rovnako by sa mohlo stať predmetom diskusie porušenie ustanovenia §75 odst.1 písm. a) ZKI, ktoré vyžaduje odbornú starostlivosť investičného fondu pri obhospodarovaní svojho majetku. V neposlednom rade by efektívnosť takejto zmluvy závisela na ochote investičnej spoločnosti podstúpiť riziko plynúce zo zákonnej zodpovednosti obhospodarujúcej investičnej spoločnosti.

#### 1.1.2.4. Špeciálne fondy kolektívneho investovania

Za pozitívny systematický prvok v úprave sektoru kolektívneho investovania, ktorý priniesol ZKI považujem pre Českú republiku zavedenie triedenia fondov kolektívneho investovania na fondy štandardné a špeciálne. Na druhej strane úprava

---

<sup>36</sup> Tiež vid'.: Zásady delegování činností (del), Komise pro cenné papíry, prosinec 2004. [cit. 18. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.sec.cz/>>.

<sup>37</sup> Pešek, T., David, J.: Investiční fondy kvalifikovaných investorů, Bulletin, január 2007. pozn. č.15, str.7. [cit. 19. mája 2007]. Dostupný na WWW:<[http://www.bbh.cz/pdf/bulletin\\_investicni\\_fondy leden\\_2007.pdf](http://www.bbh.cz/pdf/bulletin_investicni_fondy leden_2007.pdf)>.

špeciálnych fondov pred tzv. technickou novelou ZKI,<sup>38</sup> nedokázala naplniť očakávania širokej ako i odbornej verejnosti.

Ako už bolo uvedené fondy napĺňajúce znaky fondu kolektívneho investovania podľa smernice č.85/611/EHS nazývame štandardnými fondmi. Rozlišujúcim kritériom oproti špeciálnym fondom nachádzame v úprave aktív, do ktorých môže štandardný fond investovať a investičných limitov. Štandardný fond môže umiestňovať zhromaždené peňažné prostriedky od verejnosti do investičných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu, do cenných papierov vydaných fondmi kolektívneho investovania, do vkladov u bank a finančných derivátov, pričom podmienkou je ich prijatie k obchodovaniu alebo obchodovanie na vymedzených trhoch, alebo je nutný adekvátny dohľad nad emitentom a pod.<sup>39</sup> Naopak nemôžu investovať do drahých kovov a certifikátov, ktoré ich zastupujú. Všeobecne sú zakázané investície do reálnych aktív, teda drahých kovov, nehnuteľností a umenia. Do týchto aktív môžu investovať len nepriamo napr. investíciou do developerskej alebo ťažobnej spoločnosti. Zároveň platí 5% investičný limit na hodnotu majetku štandardného fondu, ktorý tvoria investične cenné papiere a nástroje peňažného trhu jedného emitenta. Základné pravidlo je v zákone niekoľkokrát prelomené. Ak má štandardný fond uvedené v štatúte môže až 10% hodnoty majetku investovať do investičných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu jedného emitenta (v súčte tieto výnimky nesmú prekročiť 40% hodnoty majetku), alebo tiež až 35% hodnoty majetku do cenných papierov verejného sektoru jedného emitenta resp. až 25% hodnoty portfólia do jedného emitenta bankových dlhopisov. Dôležité je ustanovenie, podľa ktorého nesmie byť v štandardnom fonde jednej investičnej spoločnosti viac ako 5% podiel na základnom kapitále alebo hlasovacích právach jedného emitenta. Z predchádzajúcich 11% sa tak znížil maximálny vplyv v obchodných spoločnostiach, čo určite môžeme hodnotiť ako veľmi prínosné s poukazom na v minulosti často zastavanú úlohou subjektov kolektívneho investovania ako manažérov spoločností.

Špeciálne fondy sú jedným z najdôležitejších rozšírení regulácie subjektov kolektívneho investovania v Českej republike. Investorom sa rozšírilo spektrum investičných príležitostí napríklad o deriváty, nehnuteľnosti a iné aktíva s tým, že

---

<sup>38</sup> Zákon č.224/2006 Sb., zo dňa 25. apríla 2006, ktorým sa mení zákon č. 189/2004 Sb., o kolektívnom investovaní, a zákon č. 15/1998 Sb., o dohľadu v oblasti kapitálového trhu a o zmene a doplnení ďalších zákonů, v znení neskorších predpisov, ktorý nadobudol účinnosť dňom 26. mája 2006.

<sup>39</sup> Podrobnejšie viď. §26 ZKI.



naďalej im ostávajú výhody viažuce sa ku kolektívnemu spôsobu investovania, až na jednu. Neuralgickým bodom úpravy špeciálnych fondov pred technickou novelou bolo zavedenie vysokých limitou pre počiatočnú investíciu, čo popiera zmysel kolektívneho investovania spočívajúceho v participácii i drobných investorov na vývoji kapitálového trhu, a to i bez nutnosti disponovať veľkým objemom voľných peňažných prostriedkov.

Zákon o kolektívnom investovaní definoval celkovo sedem špeciálnych fondov kolektívneho investovania, navzájom sa líšiacich najmä v druhu aktív držaných v majetku. Boli nimi:

- speciální fond cenných papírů,
- speciální fond rizikového kapitálu,
- speciální fond nemovitostí,
- speciální fond derivátů,
- speciální fond fondů,
- speciální fond zvláštního majetku,
- speciální fond smíšený.

Špeciálny fond cenných papierov má svojou podstatou najbližšie k štandardnému fondu, od ktorého sa líši hlavne liberálnejšou úpravou nástrojov, do ktorých môže investovať a limitami pre diverzifikáciu. Najväčšiu pozornosť pútal a naďalej ostáva v epicentre záujmu špeciálny fond nehnuteľností, ktorý bol svojou nedokonalou úpravou a požiadavkou na minimálnu vstupnú investíciu vo výške 2 milióny Kč odkázaný na neúspech. Z pohľadu diverzifikácie investície sa javia špeciálne fondy fondov ako najvhodnejšie, a to o to viac, že rozdielne od štandardných fondov im ZKI dovoľuje investovať tiež do non-UCITS fondov.

Ostatné štyri typy špeciálnych fondov boli rizikovejšie a sofistikovanejšie, čo nakoniec bolo argumentom pre ich nahradenie jediným špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov technickou novelou ZKI. Preto sa ponúka ich bližší rozbor za účelom lepšieho pochopenia východísk úpravy SFKI. Jednou z modifikácií činností SFKI predstavuje investičné zameranie špeciálneho fondu rizikového kapitálu. Venture Capital vstupy do vybranej obchodnej spoločnosti navýšením základného kapitálu, čím získa spoločnosť potrebné zdroje pre svoj rozvoj alebo k realizácii potentného podnikateľského zámeru. Po 3 až 7 rokoch hodnota podniku v prípade úspechu stúpne a fond svoj podiel predá so ziskom pôvodným vlastníkom, manažmentu alebo najpoužívanejší spôsob v krajinách s vyspelým kapitálovým trhom je cez verejnú

ponuku akcií na kapitálovom trhu (IPO).<sup>40</sup> Ucelenú reguláciu rizikového kapitálu v českom právnom poriadku nenájdeme, no nič nebráni použitiu ustanovení práva obchodných spoločností ohľadne zvyšovania základného kapitálu resp. nie je vylúčená ani primeraná aplikácia zmluvy o tichom spoločenstve. Špeciálny fond rizikového kapitálu mohol investovať prevažne do investičných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu neprijatých k obchodovaniu na verejnom trhu. Minimálna vstupná investícia bola stanovená na 2 milióny Kč. Nedomyšleným bolo ustanovenie požadujúce pravidelné zverejňovanie zloženia aktív v majetku fondu, čo by sa dalo pri tomto spôsobe investovania prirovnať k zverejneniu obchodného tajomstva. Nadpriemerné riziková investícia sa profilovala pri vstupe do špeciálneho fondu derivátov, pretože „...trh s derivátmi je veľmi nestabilný“. Svedčila o tom i minimálna investícia stanovená dokonca na 10 miliónov Kč. Hlavné finančné a komoditné futures, opcie a ďalšie deriváty obchodované na regulovaných alebo OTC trhoch mali byť investíciami derivátových fondov. Investovaním do nefinančných aktív, a to prevažne do vecí, majetkových práv a iných druhou majetkových hodnôt bol charakteristický špeciálny fond zvláštneho majetku. Bolo mu umožnené investovať do hnuiteľných majetkových hodnôt, akými sú napríklad drahé kovy, predmety umeleckej a zberateľskej hodnoty a pod. Kvôli ochrane drobných investorov bol rovnako určený limit na veľkosť vstupnej investície vo výške 2 milióny Kč. Z tejto kategórie špeciálnych fondov posledným fondom bol špeciálny fond zmiešaný. Ten, ako už vyplýva z jeho názvu, bol kombináciou všetkých predchádzajúcich špeciálnych fondov. Mal dovoľené investovať do všetkých prípustných aktív ako ostatné špeciálne fondy s tým, že maximálne podiely aktív museli byť podľa druhu špecifikované v štatúte. Požiadavky na minimálnu investíciu a diverzifikáciu boli nastavené rovnako ako zákon stanovil pre špeciálne typy fondov, t.j. najprísnejšie limity podľa toho, aké investovanie špeciálnych fondov kombinoval.

Vysoké investičné limity, ktoré spôsobili nevôľu zo strany investorov ale i investičných spoločností a investičných fondov nakoniec znamenali v praxi neprekonateľnú prekážku k zakladaniu takýchto špeciálnych fondov. Opäť sa raz potvrdilo, že kvalitný zámer, všeobecne podporovaný, môže byť v priebehu

---

<sup>40</sup> Příručka k investování soukromého a venture kapitálu & adresář členů CVCA. [cit. 19. mája 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/prirucka.pdf>>.

legislatívneho procesu tak zmenení, že sa až úplne zneuguje jeho pôvodný cieľ. Prakticky hneď po prijatí nového ZKI bola jasné, že bez novely by sa stali ustanovenia o sofistikovaných špeciálnych fondoch rýchlo obsolentnými.

#### *1.1.2.5. Verejné ponúkание cenných papierov zahraničných špeciálnych fondov*

Európskemu pasu ako je tiež označovaná jednotná európska licencia, ktorý sa v sektore kolektívneho investovania týka len štandardných fondov, už bol v tejto práci venovaný priestor. Na doplnenie ešte uvádzam možnosti využitia jednotnej európskej licencie predpokladané ZKI:

- domáca investičná spoločnosť poskytujúca svoje služby v inom členskom štáte Európskej únie zriadením pobočky (organizačnej zložky),
- domáca investičná spoločnosť poskytujúca svoje služby v inom členskom štáte Európskej únie s využitím princípu voľného pohybu služieb,
- zahraničná investičná spoločnosť poskytujúca svoje služby v Českej republike zriadením pobočky (organizačnej zložky),
- zahraničná investičná spoločnosť poskytujúca svoje služby v Českej republike s využitím princípu voľného pohybu služieb,
- verejná ponuka cenných papierov domácich štandardných fondov v inom členskom štáte,
- verejná ponuka cenných papierov zahraničných štandardných fondov v Českej republike.

Funkčnosť európskeho pasu je založená na úzkej spolupráci regulačných a dozorových orgánov všetkých členských krajín Európskej únie a na rýchlej výmene informácií. Z pohľadu dozoru domovská regulačná autorita udeľuje subjektom kolektívneho investovania povolenie k činnosti a sleduje dodržiavanie tzv. obozretnostných pravidiel<sup>41</sup>, zatiaľ čo obdobný orgán v hostiteľskej krajine len registruje zahraničný subjekt zamýšľajúci v hostiteľskej krajine ponúkať svoje služby a produkty a tiež sleduje dodržiavanie tzv. pravidiel jednania<sup>42</sup>.

So zreteľom na túto prácu je zaujímavejšie analyzovať ponúkание špeciálnych fondov kolektívneho investovania nepožívajúcich výhod európskeho pasu. Ak chce

---

<sup>41</sup> Medzi ne radíme napríklad požiadavky na kapitálové vybavenie, kvalifikáciu vedúcich osôb, zaistenie vnútornej prevádzky a pod.

<sup>42</sup> Pravidlami jednania sa rozumie najmä jednanie k zákazníkom resp. trhu, uverejňovanie údajov, verejná propagácia služby alebo produktu a pod.

český speciální fond veřejně ponúkat akcie alebo podielové listy v zahraničí (teda i v krajinách mimo Európsku úniu) stačí ak o tomto zámere informuje Českú národnú banku a samozrejme musí spĺňať všetky povinnosti naňho kladené hostiteľským štátom. Výrazne komplikovanejšia je situácia ak zahraničný špeciálny fond ma záujem verejne ponúkať cenné papiere v Českej republike. Špeciálne fondy s domicilom v niektorej z členských krajín opierajúc sa o obecné ustanovenia Zmluvy o založení ES ako i špeciálne fondy založené v nečlenskom štáte musia získať povolenie od Českej národnej banky k verejnému ponúkaniu cenných papierov v Českej republike. Získanie povolenia predpokladá splnenie relatívne prísnych podmienok medzi inými podmienku formulovanú v §58 odst. 2 písm. c) ZKI, ktorá požaduje, aby fond odkupoval na žiadosť podielníka cenné papiere, ktoré vydal, a to za nie horších podmienok ako sú v §12 ZKI. Hneď dve indicie signalizujú, že ZKI umožňuje pôsobiť v ČR len otvoreným špeciálnym fondom. Odkaz na §12 ZKI, ktorý upravuje odkupovanie podielových listov otvoreného podielového fondu je toho prvým neklamným dôkazom a druhým je obsahová identifikácia dotknutého písmena c) s definíciou otvorených subjektov v UCITS smernici. Z ekonomického hľadiska sa nemusí jednať o problém, pretože cenné papiere uzavretých špeciálnych fondov sú vo väčšine prípadov obchodované na nejakom regulovanom trhu v zahraničí, čo vytvára pre investora možnosť využiť služby napríklad obchodníka s cennými papiermi a rozšíriť si tak portfólio o cenné papiere uzavretých špeciálnych fondov. Z právneho hľadiska fakticky zákaz verejného ponúkaniu cenných papierov zahraničných uzavretých špeciálnych fondov naráža nie len na základné princípy plynúce z primárneho práva ES ako je sloboda pohybu, ale sú nim tiež popreté základné slobody ako také.<sup>43</sup> Ďalšou eventualitou ako by sa dali ponúkať verejnosťou cenné papiere uzavretých špeciálnych fondov je využitie ustanovení o verejnej ponuke investičných cenných papierov v Zákone o podnikaní na kapitálovom trhu, čo je alternatíva *expresis verbis* predpokladaná novým §2a odst. 3 písm. g) ZKI. Česká regulácia verejnej ponuky investičných cenných papierov (§34 ZPKT) je definíčne zviazaná len s investičnými cennými papiermi medzi ktoré ZPKT neradí cenné papiere kolektívneho investovania (§3 odst. 1 písm. a) v konfrontácii s písm. b) ZPKT). Domáca

---

<sup>43</sup> Revize právní úpravy kolektivního investování – těžký porod nemocného dítěte. Komentáře a názory. 20.08.2006. [cit. 7. apríla 2007]. Dostupný na WWW:<<http://www.pravnizpravodaj.cz/pz/pz.nsf/lkpplainnews/CDA946C20C42FD8EC12571CE00435328>>.

úprava verejnej ponuky a prospektu je tak v rozpore so smernicou o prospekte<sup>44</sup>, pretože kde smernica o prospekte vyníma z dosahu svojej pôsobnosti len cenné papiere emitované organizmami otvorených fondov kolektívneho investovania (čl. 1 odst. 2 písm. a) smernice), vyňal český zákonodárca z pôsobnosti transponovanej úpravy prospektu všetky produkty z tohto odvetvia. Tento právny stav, myslené oba právne predpisy, odporujú primárnemu komunitárnemu právu, a ako také nie sú voči zahraničným uzavretým špeciálnym fondov z inej členskej krajiny aplikovateľné.<sup>45</sup> Zhora uvedené narušuje právnu istotu účastníkov kapitálového trhu, oslabuje dôveryhodnosť v český kapitálový trh a v svojich konzekvenciách nezabavuje Českú republiku zodpovednosti za právnu úpravu formálne odporujúcu právu ES. Tiež nie je jasné, prečo bol zákonodárca nedôsledný a v identickom ustanovení hovorí len o podielníkovi a aktuálnej hodnote, čo by mohlo zvädzať k záveru, že sa úprava vzťahuje len na podielové fondy. Analogické ustanovenie týkajúce sa verejného ponúkania cenných papierov zahraničných štandardných fondov hovorí o „ vyplácní podílů vlastníkům cenných papírů, které tento standardní fond vydal...“ (§43 odst. 2 písm. d)), teda jednoznačne sa vzťahuje na otvorené podielové i investičné fondy. Pri využití len jazykového výkladu §58 odst. 2 písm. c) ZKI by tento nielenže opomínal uzavreté zahraničné špeciálne fondy, ale i zahraničné špeciálne otvorené investičné fondy, tak rozšírené a známe pod skratkou SICAV. Paradoxne pôsobí dikcia novelou vloženého odstavcu (§58 odst. 9 ZKI), ktorá sa vyslovene týka povolenia k verejnému ponúkaniu cenných papierov zahraničných špeciálnych podielových fondov, akoby práve tieto bezsubjektové entity mali obštrukcie pri distribúcii svojich cenných papierov. Naostatok snáď len krátka poznámka k termínu „veřejné nabízení“, ktorý nie je v žiadnom zákone explicitne definovaný. Podľa stanoviska Komisie<sup>46</sup> je treba pod pojmom „veřejné nabízení“ uvádzanom v ZKI rozumieť analogicky jednanie, ktoré je v ZPKT označované ako „veřejná nabídka“. Použitie §34 ZPKT musí byť podľa názoru Komisie len primerané s prihliadnutím na odvetvie kolektívneho investovania, ktoré je obecné prísnejšie regulované v porovnaní s emitentami cenných papierov. Uvedená

---

<sup>44</sup> Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospekte, ktorý má byť zverejnení pri verejnej ponuke alebo prijatí cenných papierov k obchodovaniu a o zmene smernice 2001/34/ES.

<sup>45</sup> Zhodný názor o priamej aplikovateľnosti smernice o prospekte je vyjadrený tiež v : Smutný, A., Skuhřavý, J.: Veřejná nabídka zahraničních uzavřených fondů kolektivního investování. Právní rozhledy, 2007, roč. XV., č.8, str.296-299.

<sup>46</sup> Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/7/2004 zo dňa 23.6.2004: K otázce veřejného nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování. [cit. 7. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.sec.cz/>>.

zmätačnosť právnej úpravy je tiež odrazom nerešpektovania rozdielnej terminológie užíwanej v práve ES, kde napríklad UCITS smernica sa dôsledne vyhýba termínu verejná ponuka, ktoré nahrádza napríklad slovami „uvádzať na trh“ alebo „propagovať“. Vhodnejšie by iste bolo ak by v ZKI bol použitý termín „uvádzať na trh“ so svojou vlastnou definíciou.<sup>47</sup> Na vyššie uvedenom rozbere jedného ustanovenia ZKI sa dá dokumentovať, že v prípade ak sa nejedná o harmonizačné ustanovenie, kde je k dispozícii európska predloha, sa dostáva český zákonodarca do formulačných problémov.

#### *1.1.2.6. Technická novela zákona o kolektívnom investovaní*

Základným cieľom novely ZKI bola predovšetkým nová a podrobnejšia úprava špeciálnych fondov kolektívneho investovania.<sup>48</sup> Hneď prvotná klasifikácia špeciálnych fondov doznala zmien, keď sa po novom delia na špeciálne fondy zhromažďujúce peňažné prostriedky od verejnosti a na tie, ktoré zhromažďujú peňažné prostriedky od kvalifikovaných investorov. Tým, že sa vytvoril typ fondu nezhracujúci peňažné prostriedky od verejnosti sa nutne musela zmeniť i definícia kolektívneho investovania, ktorej pojmovým znakom bola práve verejnosť. Na druhej strane sa musel znak verejnosti ponechať resp. doplniť v definícii štandardného fondu, lebo tak harmonizačná UCITS smernica priamo požaduje. V súvislosti s úpravou definície kolektívneho investovania sa novelou upravilo a postavilo mimo zákon jednanie spočívajúce v zhromažďovaní peňažných prostriedkov od verejnosti za účelom ich spoločného investovania, čím sa kolektívne investovanie stalo činnosťou vyhradenou len pre investičné spoločnosti a investičné fondy.

Realitný boom v posledných rokoch nielen v Českej republike spôsobil zvýšený dopyt po investičných produktoch participujúcich na pozitívnom vývoji cien nehnuteľností a hodnoty spoločností podnikajúcich v realitnom priemysle. Kusá úprava špeciálnych fondov nehnuteľností podľa luxemburského vzoru a enormne vysoká vstupná investícia sa stali rovnako predmetom rozsiahlejšej novelizácie. Tentoraz sa

---

<sup>47</sup> V návrhu technickej novely ZKI sa dokonca objavilo nové ustanovenie §2 odst. 1 písm. n), ktorého zmyslom malo byť odlíšenie verejnej ponuky v ZPKT od verejného ponúkania v ZKI v znení: „veřejným nabízením nebo veřejnou nabídkou cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování (sa rozumie) nabízením takových cenných papírů veřejnosti.“ V priebehu legislatívneho procesu však toto ustanovenie zo zákona vypadlo.

<sup>48</sup> Důvodová zpráva k návrhu novely zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, Ministerstvo financí, [cit. 9. apríla 2007]. Dostupný na WWW:<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI\\_duvodova\\_zprava.pdf\\_2005.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI_duvodova_zprava.pdf_2005.pdf)>.

predlohou stala nemecká úprava otvoreného nehnuteľnostného podielového fondu (Offene Immobilienfonds). Podobnejší pohľad na úpravu nehnuteľnostných fondov je nad rámec tejto práce<sup>49</sup>, preto by som chcel len načrtnúť dva koncepčné problémy, ktoré pramenia z reštrikcie dovolených foriem špeciálneho fondu nehnuteľností len na formu otvoreného podielového fondu, a ktoré považujem v súvislosti s týmto druhom špeciálnych fondov za najzávažnejšie. Za prvý problém sa dá považovať ocenenie portfólia, ako najrizikovejšej činnosti fondu. Portfólio je tvorené z jednotlivých nehnuteľností, ktoré nie sú obchodované v reálnom čase a teda ani nemajú stanovené tržné ceny. Reálna cena držanej nehnuteľnosti sa dá zistiť až pri jej predaji. Napriek tomu zákon stanovuje povinnosť pri každom nákupe i predaji nehnuteľnosti vypracovať dva znalecké posudky kalkulujúce cenu predmetnej nehnuteľnosti (§53e odst. 1 ZKI), podmienkou je tiež predchádzajúci súhlas depozitára fondu (§53b odst. 3 ZKI) a povinnosť aspoň raz ročne prostredníctvom výboru odborníkov oceňovať celé portfólio fondu (§53f odst. 2 písm. c) ZKI). Súdny znalec pri stanovení hodnoty nehnuteľnosti uplatňuje výnosovú alebo porovnávaciu metódu. Už len z letného nahliadnutia do predpisov viažucich sa k oceňovaniu nehnuteľnosti<sup>50</sup> je jasné, že konštrukcia výnosovej metódy založenej na diskontovaní skutočného alebo obvyklého nájmu vytvára relatívne široké, ale obhájiteľné pásmo cien nehnuteľností (nie inak je tomu pri porovnávacej metóde). Tento nedostatok by vyriešila koncepcia REITs (Real estate investment trust), nehnuteľnostných spoločností, ktorých podiely sú denne obchodované na burze<sup>51</sup>. REITy svojim pôvodom vzniku v USA v súčasnosti prechádzajú renesanciou a stávajú sa nástupcami nehnuteľnostných fondov. Dokladom toho sú napríklad vo Veľkej Británii vznikajúce REITs podľa Finance Act 2006 od januára 2007 ako uzavreté investičné trusty. Na samom počiatku účinnosti zákona sa hneď päť významných nehnuteľnostných spoločností<sup>52</sup> premenilo z plc. (akciová spoločnosť) na REITs. Alebo sú to G-REITs, ktoré napriek kríze v nehnuteľnostnom

<sup>49</sup> Nie je vylúčené, že na iných miestach tejto práce sa s podrobnejšou právnou analýzou ustanovení týkajúcich sa špeciálneho fondu nehnuteľnosti ešte stretneme, čo je dané širokou variantnosťou druhov aktív, do ktorých môže špeciálny fond kvalifikovaných investorov investovať.

<sup>50</sup> Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňovaní majetku a vyhláška č. 540/2002 Sb. ktorou sa provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. , o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku).

<sup>51</sup> V pôvodnom návrhu novely ZKI bola zakomponovaná i možnosť vzniku REITs, a to transformáciou špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov. K tomu: Stuchlík, R: Nemovitostní fondy typu REIT časem vzniknou i v ČR. Fond Shop, 2007, roč. XI, č.4, str. 20-21.

<sup>52</sup> British Land, Hammerson, Land Securities, Liberty International and Slough Estates, všetky zaradené do indexu FTSE 100, dostupné na WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Real\\_estate\\_investment\\_trust](http://en.wikipedia.org/wiki/Real_estate_investment_trust)>.

sektore, by mali v Nemecku vzniknúť retroaktívnym zákonom k januáru 2007 ako akciové spoločnosti. Za druhý problém spojený s nehnuteľnostnými fondmi by som označil likviditu. Fondy majú povinnosť držať v svojom portfóliu minimálne 20% (a maximálne 49%) likvidných aktív (§53j odst. 1 ZKI) kvôli uspokojeniu klientov uplatňujúcich odkupné právo. Do skutočných problémov s likviditou by sa fond dostal ak by prostriedky určené k výplate klesli k spodnej hranici. Vtedy by musel predat' nejakú nehnuteľnosť z portfólia, čo by z dôvodu časovej náročnosti, viedlo k pozastaveniu odkupu podielov<sup>53</sup>, tak ako to predpokladá §53j odst. 4 ZKI, a to v závislosti na znení štatútu fondu až na dobu dvoch rokov (§12 odst. 4 in fine ZKI). Komplementárnym problémom úpravy likvidných aktív v špeciálnom fonde nehnuteľností je zákaz investovať do realitných trustov poprípade nehnuteľnostných spoločností, ktoré sú pozitívne korelované s vývojom na realitnom trhu a ako také by sledovali investičnú politiku fondu a zároveň sú vysoko likvidné.<sup>54</sup> Ak bol český zákonodarca skeptický k zavedeniu nového útvaru kolektívneho investovania typu REIT, istotne by aspoň z veľkej časti tieto problémy riešilo umožnenie vzniku nehnuteľnostných fondov vo forme investičných fondov verejne obchodovateľných na regulovanom trhu. Problém s likviditou i reálnym ocenením aktív fondu by bezpochyby riešila lepšie ako akokoľvek precízna právna úprava Smithova „neviditeľná ruka trhu“.

Tret'ou podstatnou zmenou, ktorú priniesla technická novela bolo umožnenie vzniku nového druhu fondu, ktorý nezhrmažďuje peňažné prostriedky od verejnosti, ale len od obmedzeného okruhu osôb, za ktorý sa považuje počet osôb neprevyšujúcich počet sto. Ide o špeciálny fond kvalifikovaných investorov nahrádzajúci štyri špeciálne

---

<sup>53</sup> Následky takéhoto kroku sme mohli pozorovať v Nemecku. Tesne po uzavretí otvoreného nehnuteľnostného fondu Grundbesitz Invest (12/2005) došlo k odčerpaniu prostriedkov z ostatných fondov vo výške 3,4 mld EUR.

<sup>54</sup> Ako odozvu na krízu v sektore nehnuteľnostných fondov v Nemecku vydala Nemecká asociácia investičných spoločností a správcov aktív Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (BVI) 24. februára 2006 balíček opatrení, aby do budúca zabránila podobnej situácii. K nevýznamnejším patrí zvýšenie minimálneho podielu likvidných prostriedkov z 5 % na 10 % aktív. Ďalej BVI navrhovala zahrnúť medzi povolené investiční nástroje likvidné akcie realitných trustov (REIT) či nehnuteľnostných spoločností, a to až do výšky 20 % portfólia. V návrhu tiež figuruje stanovenie minimálnej ročnej lehoty pre spätný odkup podielov prevyšujúcich 1 milión eur. Väčšia transparentnosť v oceňovaní nehnuteľností by malo zaistiť menovanie znalcov zo strany nezávislých orgánov a nie zo strany investičných spoločností. Škoda, že napriek inšpirácii technickej novely v nemeckom zákone sa do jej finálnej podoby nedostali spomenuté, praxou vynútené, relevantné ustanovenia. K tomu viď. bližšie: Janečka, M.: Nemovitostní fondy pro všechny aneb co umožní novela. 14. 4. 2006. [cit. 13. apríla 2007]. Dostupný na WWW:<<http://www.penize.cz/zpravy/4345/nemovitostni-fondy-pro-vsechny-aneb-co-umo-zni-novela/?IDP=85>>



fondy dovtedy považované za najnáročnejšie z pohľadu požiadavkou na investora. Špeciálny fond kvalifikovaných investorov plnohodnotne substituuje všetky zrušené fondy, pretože ZKI ponecháva SFKI plnú voľnosť pri výbere druhu majetku, do ktorého investuje aj pri stanovení spôsobu rozloženia rizika s tým, že podrobné pravidlá investovania musia byť stanovené v štatúte.

Len na margo kvality legislatívneho procesu si nemôžem odpustiť poznámku viažucu sa k schvaľovaniu technickej novely. V návrhu zákona rozposlaného poslancom poslaneckej snemovne ako i v návrhu posunutom do druhého čítania rozpočtovým výborom (sněmovní tisk č.1158/1) figurovala ako dozorový orgán v oblasti kolektívneho investovania Komisia, napriek tomu, že cca tri týždne predtým postúpila senátu návrh zákona, ktorým sa zrušila Komise pro cenné papíry a jej pôsobnosť sa zverila České národní bance. Aby sa ešte znásobila bizarnosť celej situácia nejednalo sa o Komisi pro cenné papíry, ale o Komisi pro finanční trh, ktorá bola variantov integrácie dozoru nad kapitálovým trhom. Poslanci v druhom čítaní prijali pozmeňovacie návrhy, v ktorých sa Komise pro finanční trh nahrádza Komisi pro cenné papíry. Až iniciatíva senátorov vyjadrená v upravenom a poslaneckej snemovni vrátenom návrhu zákona dala do súladu zmeny v oblasti dohľadu. I keď sa nakoniec zabránilo schváleniu zákona odporujúceho platnému právnemu stavu, znamenali tieto iniciatívy odklon pozornosti od skutočného jadra veci – obsahu technickej novely ZKI.<sup>55</sup>

## **1.2. Ekonomické aspekty špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov**

V tejto subkapitole by som chcel spomenúť, podľa môjho názoru, dva dôležité faktory, ktoré považujem za podstatné pri analýze špeciálnych fondov kolektívneho investovania, špeciálne fondy kvalifikovaných fondov zdôrazňujúc, *pro futuro*. Jedná sa o pohľad na štruktúru úspor domácností, rastúci dôraz kladený na alternatívne investície a štruktúru trhu kolektívneho investovania v Českej republike<sup>56</sup>.

---

<sup>55</sup> Vid'. Sněmovní tisk 1158 Novela z. o kolektivním investování – EU. [cit. 13. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=4&T=1158>>.

<sup>56</sup> Uvedomujem si, že ide o veľmi reštriktívny pohľad na danú problematiku a istotne by bolo vhodné venovať sa i takým faktorom ako napríklad reforma dôchodkového systému alebo zavedenie jednotnej meny euro.

### 1.2.1. Štruktúra úspor domácností

Vyjadrené makroekonomickou terminológiou sú práve domácnosti, tie ktoré vytvárajú dopyt po finančných produktoch, vrátane tých z oblasti kolektívneho investovania. Preto je zaujímavé, zdroj týchto investícií – úspor bližšie analyzovať, najmä čo do zloženia.

Základným ukazovateľom veľkosti úspor domácností je hodnota finančného majetku držaného domácnosťami. Pod pojmom finančný majetok sa skrývajú vklady v bankách, podielových fondoch, penzijných fondoch, poisťovniach a iných cenných papieroch. Pod tento pojem nespadá fyzický majetok ako hodnota vlastnenej nehnuteľnosti, auta a iných reálnych aktív. Ku konci roku 2004 dosiahla hodnota finančného majetku držaného domácnosťami na hlavu v USA 101,3 tis. eur, v Japonsku 85 tis. eur, v Eurozóne + VB 50,3 tis. eur a v Českej republike 5,7 tis. eur. Absolútne majú teda české domácnosti našetrené desať krát menej ako domácnosti v západnej Európe a dvadsaťkrát menej ako v USA. Ak by sme vyjadrili hodnotu finančných aktív v rukách domácnosti ako podiel na ročnom HDP krajiny, potom je na tom česká domácnosť trikrát horšie ako európska a päťkrát horšie ako americká.

Tabuľka 1: Hodnota finančného majetku držaného domácnosťami  
(v roku 2004)

Krajina	V mld. EUR	Na hlavu (tis. EUR)	Ako percento HDP
USA	29 551	101,3	315
Eurozóna + VB	18 527	50,3	241
Eurozóna	13 716	44,5	196
Japonsko	10 876	85,4	289
Česko	58,6	5,7	65
Slovensko	16,1	2,9	47

Zdroj: Stuchlík, R.: Kolik úspor mají české domácnosti. Fond Shop, 2006, roč. X, č. 7, str. 12-13

Priemerných 5,7 tis. Eur finančného majetku na hlavu v ČR je výrazne menej ako je obvykle v západnej Európe, čo je spôsobené vedľa nízkych reálnych príjmov tiež krátkou históriou investovania v ČR. Ľudia si kapitálovú rezervu len začínajú tvoriť. Navyše musíme reglementovať tú skutočnosť, že tento priemerný ukazovateľ je veľmi

skreslený malou skupinou bohatých domácností, čo odsúva medián výrazne k nižším hodnotám.<sup>57</sup> Pozitívny je však trend hodnoty finančného majetku v držaní domácností, keď v ČR jeho hodnota tvorila na HDP v roku 2000 60%, tak v roku 2004 je to už 65%<sup>58</sup>, rovnako rastie aj priemerná hodnota finančného majetku vlastneného domácnosťami na hlavu, keď v roku 2005 stúpila na 6,3 tis. eur.

Česká republika, rovnako ako ostatné štáty kde došlo k transformácií ekonomík na tržné hospodárstva a liberalizácií kapitálových trhov, stále využíva investičné a sofistikovanejšie produkty na veľmi nízkej úrovni. Česká republika patrí podobne ako Rakúsko alebo Nemecko do regiónu, kde vždy malo väčšiu váhu bankové sprostredkovanie ako sprostredkovanie prostredníctvom kapitálových trhov. Tento faktor spolu s neštandardne fungujúcim kapitálovým trhom od svojho vzniku na začiatku deväťdesiatych rokov stojí za absolútnou dominanciou depozitných produktov u domácnosti v ČR. Vysoký podiel depozit je tiež daný penzijným systémom, kde je v ČR daná najväčšia váha na prvý pilier, no v neposlednom rade tiež konzervativizmom domácich investorov.

Tabuľka 2: Štruktúra finančného majetku držaného domácnosťami.

(v krajinách Višegrádskej štvorky v roku 2004)

Krajina	Hotovosť	Vklady (banky)	Stavebné sporenie	Cenne papiere	Akcie	Podielové listy	Poistenie	Penzijné fondy
Česko	13,3%	42,6%	16,0%	0,9%	2,9%	9,5%	9,5%	5,3%
Slovensko	16,1%	51,4%	6,6%	-	-	11,6%	11,7%	2,7%
Poľsko	10,3%	42,4%	0,0%	4,1%	13,7%	6,9%	9,9%	12,7%
Maďarsko	11,6%	46,5%	0,0%	11,6%	1,8%	7,0%	8,5%	13,1%

Zdroj: Stuchlík, R.: Kolik úspor mají české domácnosti. *Fora Shop*, 2006, roč. X, č.7, str. 12-13

Nízky pomer investícií do subjektov kolektívneho investovania je hlavným argumentom predpokladaného vysokého potenciálu kolektívneho investovania v Českej republike. Naproti naznačenému optimistickému vývoju stojí konzervativizmus drobných investorov a nízke skúsenosti a vzdelanosť v oblasti investícií a kapitálových trhov. Investičné spoločnosti si uvedomujú, že zvyšovanie úrovne znalostí investorov sa

<sup>57</sup> Napríklad desatina najbohatších domácností USA vlastní mnohonásobne viac ako tretina najchudobnejších.

<sup>58</sup> V roku 2005 došlo k miernemu poklesu na 64%.

pozitívne premietne aj do úspešnosti fondov pri získavaní nových investícií. V Českej republike však doposiaľ u niektorých spoločností panuje neochota vynakladať náklady na zvyšovanie vzdelanosti (propagácia, semináre, web stránky a pod.<sup>59</sup>). To je spôsobené pravdepodobne neochotou vytvárať externalitu, z ktorej by mohli efektívne profitovať konkurenčné spoločnosti, napriek tomu, že v dôsledku všeobecne vyššej vzdelanosti by sa rozšíril dopyt po všetkých produktoch.

### 1.2.2. Alternatívne investície

Ako som naznačil už v úvode tejto práce, je téma alternatívnych investícií výsostne aktuálna na pôde Európskej komisie<sup>60</sup>, expertných skupín<sup>61</sup>, ale i zákonodárcou jednotlivých členských krajín. Európska komisia jednoznačne deklaruje zámer ďalšej harmonizácie európskych fondov, pretože si uvedomuje, že rastie expozícia drobných klientov v tzv. non-UCITS fondoch<sup>62</sup>. Špeciálne fondy sú „diskriminované“ proti štandardným v nemožnosti ponúkať svoje produkty mimo hranice bez nutnosti povolenia zahraničného regulátora. Do zorného uhla Komisie padli aj špeciálne fondy určené pre kvalifikovaných investorov, ktoré by mali tiež podstúpiť harmonizačnú procedúru. Čo bolo ešte pred nedávnom pre investorov tabu ako napríklad hedgeové fondy, private equity fondy, nehnuteľnostné fondy sa stáva z pohľadu možných investícií celkom reálne. Európa pochopila, že absencia takýchto investičných nástrojov by znamenalo odliv peňazí európskych investorov do iných destinácií, kde sa tieto nástroje nachádzajú<sup>63</sup>. Veľký tlak vytvára aj kreatívne finančné managerstvo, ktoré produkuje stále viac produktov vstupujúcich do priamej konkurencie s fondmi kolektívneho investovania. Za zmienku stoja minimálne ETF („Exchange traded funds“) a investičné

---

<sup>59</sup> Do istej miery si myslím, že ani informačné zdroje regulátorov a dozorných orgánov a subjektov samoregulácie nepredstavujú kvalitné zázemie pre vzdelávanie širokej investorskej verejnosti v oblasti kolektívneho investovania.

<sup>60</sup> Napríklad materiál Európskej Komisie „White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds“. [cit. 17. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://ec.europa.eu> >.

<sup>61</sup> Napríklad materiál spracovaný expertnou skupinou pre potreby Európskej Komisie "Report of the Expert Group on Alternative Investment Funds". [cit. 17. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://ec.europa.eu> >.

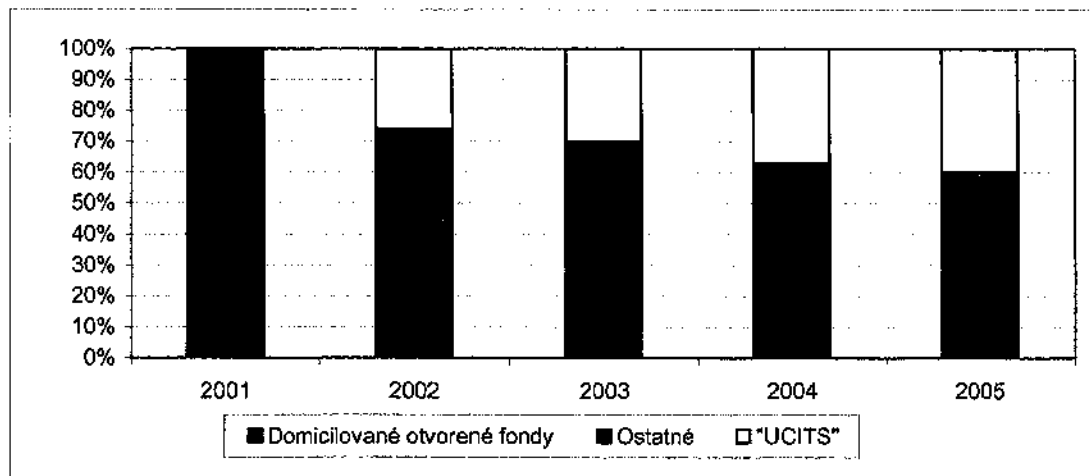
<sup>62</sup> V súčasnosti ju odhaduje na približne 10% z celkovej hodnoty spravovaných aktív vo fondoch kolektívneho investovania.(údaj prebratý z „White paper“)

<sup>63</sup> Tento názor vyslovil M.Hanzlík, generálny manager AFAM ČR v: Stuchlík, R: Nemovitostní fondy typu REIT časem vzniknou i v ČR. Fond Shop, 2007, roč. XI, č.4, str. 20-21.

certifikáty. Preto i snaha o možnosť sekuritizácie podkladových aktív prostredníctvom fondov sa dá hodnotiť nanajvýš kladne.

Vzhľadom k tomu, že Európa sa začína v oblasti alternatívnych investícií iba rozvíjať, existuje tu dostatočný priestor pre wealth management (správu majetku) lokalizovaný v Českej republike. Najmä so vstupom ČR do EMU, odpadajú výhody ponuky a správy korunových fondov (korunové fondy peňažného trhu, korunové dlhopisové fondy alebo akciové fondy zaistené v korunách) z územia ČR. Odliv správy týchto fondov a ich zlúčenie s fonadami paneurópskymi, spravovanými z Dublinu (Pioneer), Amsterdamu (ING), Paríža (SGAM), Bruselu (KBC), je neodvratné. Fondový priemysel v ČR sa dostáva do situácie, kedy si môže zvoliť cestu distribútora produktov kolektívneho investovania, alebo sa môže uberať cestou ponuky a správy alternatívnych investícií. Túto víziu potvrdzuje aj graf 4, z ktorého je evidentný rast alokácie finančných prostriedkov do štandardných fondov s európskym pasom, zatiaľ čo české otvorené fondy sú na zostupe.

Graf 3: Rozdelenie finančných aktív do fondov kolektívneho investovania (podľa domicilu fondu; v Českej republike)



Zdroj: Zbigniew, J.: *The investments funds industry in CEE*, FT Conference, Vienna, february 2007 dostupné na :<http://www.ftbusinesssevents.com/efs-austria/images/contentpage/zbigniew.pdf>

Ako krok správnym smerom by sa teda dala označiť posledná novela zákona o kolektívnom investovaní, ktorá zaviedla nehnuteľnostné fondy a najmä fondy kvalifikovaných investorov. Posledne menovaný typ špeciálneho fondu využíva výhody spojené s nižšou daňovou záťažou a s neexistenciou väčšiny povinností spojenými s fungovaním špeciálnych fondov určenými verejnosti. Fondy kvalifikovaných investorov

by tak mohli do budúcnosti predstavovať alternatívu k presúvaniu podnikania a investovania českých investorov do tzv. off-shore (ale i etablovaných on-shore) centier a obmedzovať odliv kapitálu z Českej republiky, ba naopak by mohli stimulovať k jeho prílivu. Motiváciou k zakladaniu fondov kvalifikovaných investorov môže predstavovať nízke daňové zaťaženie<sup>64</sup>, tiež nižšie náklady spojené so založením a správou fondu<sup>65</sup>, možnosť zaistiť viac činností prostredníctvom vlastných zamestnancov alebo aj psychologický aspekt lepšej „uchopiteľnosti“ domácej právnej úpravy.<sup>66</sup>

### 1.2.3. Špeciálne fondy kolektívneho investovania v Českej republike

V sektore kolektívneho investovania je pozorovateľný rozdiel vo väčšom tempe rastu majetku v zahraničných podielových fondoch ako českých. Pre vysvetlenie tejto skutočnosti môžu poslúžiť dva argumenty. Prvým je zavedenie tzv. európskeho pasu produktov a služieb pre štandardné fondy a druhým je častejšie využívanie finančných derivátov za účelom zaistenia menového rizika, ktoré hrozí pri investícií do zahraničného podielového fondu. Práve vďaka európskemu pasu je ponuka štandardných zahraničných fondov tridsaťosem násobne väčšia ako českých.

Tabuľka 3: Počet registrovaných subjektov kolektívneho investovania v ČR  
(k 10.10.2007)

Špeciálne otvorené podielové fondy	82
Štandardné otvorené podielové fondy	37
Zahraničné špeciálne fondy	15
Zahraničné fondy v režime európskeho pasu	1 411
Celkom	1 545

Zdroj: „Seznam speciálních otevřených podílových fondů“ dostupné na [http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy\\_a\\_prehledy/Seznam\\_rol\\_i\\_page](http://www.sec.cz/export/CZ/Seznamy_a_prehledy/Seznam_rol_i_page).

Domnievam sa, že práve táto enormná prevaha zahraničných fondov utlmuje vznik nových štandardných fondov so sídlom v ČR. Od svojho vzniku počet podielových fondov klesá (uzavreté podielové fondy už od roku 2002 ani neexistujú). V roku 2002

<sup>64</sup> Zisky všetkých fondov kolektívneho investovania sú zaťažené 5% daňovou sadzbou. V niektorých Európskych jurisdikciách je to dokonca 0% (napr. Luxembursko)

<sup>65</sup> Tento argument súvisí s veľkosťou fondu a s tým spojenými úsporami z rozsahu. No platí, že čo je malé pre Luxembursko môže byť veľké pre Českú republiku.

<sup>66</sup> Pozn. č. 37, tamtiež.

bolo českých otvorených podielových fondov ešte 92, o rok neskôr už 66, o ďalší rok 62. Počínajúc rokom 2004 začali vznikať špeciálne fondy, ktoré postupne začali pridávať na počte českých podielových fondov, keď v roku 2005 ich bolo 65 a ako vyplýva z tabuľky vyššie, ku koncu roka 2007 až 119.

Zatiaľ opačná situácia je medzi špeciálnymi fondmi kolektívneho investovania. V dobe spracovávania tohto rozboru mali na trhu české špeciálne fondy viac ako dvojnásobnú prevahu nad zahraničnými špeciálnymi fondmi a viac ako dvojtretinový podiel na všetkých českých fondoch. Tento obrat započal v roku 2004 prijatím nového zákona o kolektívnom investovaní. V rovnakom roku Komise pro cenné papíry vydala dve povolenia k založeniu špeciálnych fondov (žiadne pre štandardný fond). V roku nasledujúcom to už bolo dvanásť povolení, z toho dve slúžili k založeniu štandardných fondov. Na začiatku roku (marec) 2007 malo povolenie k činnosti 64 špeciálnych fondov.<sup>67</sup> Tento skokový nárast v počte špeciálnych fondov v priebehu jedného roka je podľa môjho názoru odozva na novelu zákona o kolektívnom investovaní, ktorá priblížila špeciálne fondy k realite a umožnila tak využiť doposiaľ latentné investičné príležitosti na českom trhu.

V českom sektore špeciálnych fondov majú jasne dominantné postavenie špeciálne fondy cenných papierov, ktorých je 42, čo predstavuje dve tretiny všetkých špeciálnych fondov. Vysvetlenie ich prevahy sa naskytá v právnej úprave, ktorá pred novelou dávala reálnu možnosť vzniku len špeciálnym fondom cenných papierov a špeciálnym fondom fondov.<sup>68</sup> Špeciálne fondy cenných papierov sú (zatiaľ) preferované aj preto, že pri ich obhospodarovaní môžu portfólio manageri vo veľkom rozsahu využívať techniky používané pri správe štandardných fondov. V skutočnosti len málo špeciálnych fondov cenných papierov poskytuje zložením svojho portfólia alternatívnu investíciu. Tá zvyčajne predstavuje len zlomok v inak „štandardnom“ portfóliu. K historicky starším sa

---

<sup>67</sup> Chcel by som upozorniť na obtiažnosť získavania dát o sektore špeciálnych fondov v ČR. Príčin je hneď niekoľko, no poukážem len na pár. Používaná klasifikácia fondov až do súčasnosti ignorovala existenciu špeciálnych fondov (až na fondy fondov). Väčšina donedávna fungujúcich špeciálnych fondov sa z dôvodu svojho zamerania dala podradiť pod skupiny fondov akciových, dlhopisových, zmiešaných a peňažného trhu. Z tohto titulu má ČR v štatistických prehľadoch európskych a amerických organizácií kolektívneho investovania v kolónke non-UCITS fondov nulu. Informácie o špeciálnych fondoch získané od AFAM ČR a AKAT obsahujú len dáta poskytnuté ich členmi. Preto ako jediným spoľahlivým zdrojom sa javia prospekty samotných špeciálnych fondov.

<sup>68</sup> Na rozšírenosť špeciálnych fondov cenných papierov vo veľkej miere pôsobil §136 odst. 4 ZKI, z ktorého vyplýva, že všetky fondy založené podľa ZISIF sa stávajú ex lege špeciálnymi fondmi cenných papierov. Do jedného roka od účinnosti ZKI sa má investičná spoločnosť povinnosť rozhodnúť do ktorej kategórie fondov sa obhospodarovaný podielový fond zaradiť a podľa toho musí upraviť štatút tohto fondu.

radí aj druhá skupina – špeciálne fondy fondov, ktorá je reprezentovaná dvanástimi fondmi. Dohromady spravujú aktíva, ktoré sa podieľajú 7% na celkovom množstve aktív v majetku všetkých podielových fondoch s domicilom v ČR. Len niečo málo vyše roka mali na vznik nové špeciálne fondy nehnuteľností a kvalifikovaných investorov. Z hľadiska počtu sú v tomto krátkom čase relatívne úspešnejšie špeciálne fondy kvalifikovaných investorov v zrovananí so špeciálnymi fondmi nehnuteľností. To je dôsledok aj toho, že investor má už k dispozícii produkty nepriamo investujúce do nehnuteľností napr. prostredníctvom fondu fondov (Credit Suisse Realitní fond fondů) alebo špeciálnych fondov cenných papierov (ČSOB realitní mix, KB Realitních společností, Fond nemovitostních akcií otevřený podílový fond ČP INVEST). Vznik špeciálnych fondov nehnuteľností doprevádzali (a stále doprevádzajú) problémy týkajúce sa previazanosti ich úpravy v ZKI s inými zákonmi. Ide najmä o zákony viažuce sa k účtovníctvu a oceňovaniu nehnuteľností vo fondoch, odpisovania nehnuteľností, platby DPH a dane z nehnuteľností a dane z prevodu nehnuteľností. Na druhej strane investičné spoločnosti vytvárajúce špeciálne fondy kvalifikovaných investorov môžu mať problémy so získaným klientov pre svoje fondy.

### **1.3. Právne komparatistický pohľad na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov**

V tejto časti práce najprv v základných rysoch popíšem jednotlivé systémy fungovania celého odvetvia so zameraním na prevažujúce formy kolektívneho investovania a ich vzájomné dôležité odlišnosti, tak ako sa vyskytujú vo svete. Budem sa držať rozdelenia<sup>69</sup> na skupiny systému amerického, európskeho, systému založeného na truste, systému japonskom a kórejskom a zbytkovú kategóriu ostatných systémov. Následne sa venujem právnej úprave fondov obdobných českému SFKI v zahraničných právnych poriadkoch, ktoré väčšinou tento druh fondu identifikujú s hedge fund.

---

<sup>69</sup> OECD. Financial affairs division. Thomson, J. K. Choi, Sang-Mok.: Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries. France. April 2001. [cit. 25. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.oecd.org/dataoecd/3/3/1918211.pdf>>.



### 1.3.1. Systémy fungovania kolektívneho investovania vo svete

#### 1.3.1.1. Systém americký

Špecifikom v USA je, že podielové fondy síce zakladá investičná spoločnosť (management company), ale jej činnosť je kontrolovaná voleným výborom riaditeľov (board of directors). Výbor riaditeľov je volený investormi, čo riaditeľov fakticky stavia do pozície ich zamestnancov a umožňuje investorom mať svoje peniaze pod nepriamou kontrolou. Vzťah medzi fondom a investičnou spoločnosťou je založený na zmluvnom základe. Investičná spoločnosť zaisťuje investovanie nazhromaždených prostriedkov, pričom ostáva pod drobnohlľadom výboru riaditeľov. Investičná spoločnosť môže uzavrieť zmluvu s investičným poradcom (investment advisor), ktorý má za úlohu dohliadať na day-to-day fungovanie fondu. Jeho činnosť sa rovnako nezaobíde bez výboru riaditeľov, ktorý schvaľujú rámcovo resp. ad hoc kroky fondu. Dominantná úloha výboru je podrhnutá právomocou vypovedať zmluvu s investičnou spoločnosťou alebo managerom fondu v prípade, že sa odchýlia od deklarovanej investičnej politiky alebo nie sú schopný produkovať uspokojivé výsledky. Americký systém kladie do popredia záujmy investora, ktorému dáva do rúk efektívny nástroj k spravovaniu svojich úspor v podobe výboru riaditeľov.

#### 1.3.1.2. Systém európsky

Kolektívne investovanie je v kontinentálnej Európe vystavané najmä na zmluvnom princípe.<sup>70</sup> Kontraktuálna forma ako by sa dala obecné pomenovať v českom právnom poriadku forma podielových fondov, je charakteristická svojou bezsubjektovosťou a tesným vzťahom k obhospodarujúcej investičnej spoločnosti. Investičná spoločnosť je zodpovedná za hospodárenie fondu a za všetky povinnosti jej vyplývajúce zo zmluvy s investorom, štatútu fondu a zákonov ako i iných dokumentov viažucich sa k obhospodarovaniu fondu. Bolo by vhodné keby manager fondu bol nezávislý na vedení investičnej spoločnosti. V krajinách ako sú napr. Belgicko, Fínsko, Dánsko je požadované, aby subjekt dohliadajúcu na hospodárenie a činnosť fondu t.j. depozitár bol úplne majetkovo nezávislý na investičnej spoločnosti. Hlavný rozdiel od amerického systému je v pozícii investora, ktorý nemá možnosť, okrem svojho výberu konkrétneho

---

<sup>70</sup> Kontraktuálne formy kolektívneho investovania sa vyskytujú pod rôznymi názvami napr. v právnych poriadkoch Belgicka, Francúzska, Luxemburska ako tzv. Fonds commun de placement (FCP) alebo v Nemecku, Rakúsku, Švajčiarsku ako tzv. Kapitalanlagefonds.

cenného papiera fondu kolektívneho investovania, prípadne ich následného predaja, aktívne zasahovať do investičnej politiky fondu. Ostáva mu spoliehať sa na iné subjekty, ktorých poslaním je dohliadať na jeho zverenú voľnú finančnú prostriedky. V prvom rade sa jedná o investičnú spoločnosť a potom depozitára fondu, audítora, štátny orgán dohľadu a samoregulačné orgány. Systém je pre investora určite pohodlnejší v zrovnaní s americkým, na druhej strane zbavuje investora zodpovednosti za vlastné úspory.

#### *1.3.1.3. Systém trustov*

V našich zemepisných šírkach neexistujúci spôsob založenia subjektu kolektívneho investovania prostredníctvom anglo-saského zvereneckého práva, ktoré má svoju analógiu v našom zmluvnom princípe. Pri trustovej štruktúre vystupuje správca trustu (trustee) ako majiteľ aktív, ktoré boli do fondu prevedené a beneficianti, ktorí majú právo na úžitok plynúci z majetku trustu, ktorý je spravovaný podľa trustovej zmluvy (trust deed) v ich záujme. Osobnosť manažera fondu pri tomto inštitúte unit trust, preberá na seba zodpovednosť za uplatňovanie investičnej politiky a osobnosť správcu zas preberá zodpovednosť za investičnú politiku ako vzhľadom ku manažerovi tak i navonok voči štátnym regulačným orgánom. Preto funkciu trustee môžeme pripodobiť k funkcii depozitára v ostatných systémoch.<sup>71</sup>

Tento systém využívaný predovšetkým vo Veľkej Británii alebo Irsku je postupne prekonávaný systémom kontraktuálnym. Deje sa tak preto, že obe krajiny vystupujú ako renomované finančné centre a aby si túto pozíciu zachovali musia následovať trend prevládajúci v harmonizovanej Európe. Aj preto v deväťdesiatych rokoch bola vytvorená v Británii nová forma kolektívneho investovania založená na kontrakte, a síce „Open-ended Investment Company“, ktorá funguje ako v Európe bežná investičná spoločnosť obhospodarujúca podielový fond s titulu zmluvy s investormi.

#### *1.3.1.4. Systém japonský a kórejský*

Tradičná forma kolektívneho investovania v Japonsku označovaná ako „Securities Investment Trust“ nemala v japonskom právnom poriadku pevnú oporu skôr sa v právnom systéme vyskytujú atribúty kontraktuálnej formy. V deväťdesiatych rokoch vďaka hospodárskej recesii Japonka, ale i vďaka podvodom správcov fondov sa oslabila

---

<sup>71</sup> Podľa názoru prof. Musilka sa trustee svojou funkciou dá skôr pripodobiť k investičnej spoločnosti v ostatných systémoch.

dôvera v celý sektor kolektívneho investovania. Vyústenie nastalo v roku 1998, keď došlo k legislatívnym zmenám nazvaných „big bang“, bol fakticky prebratý americký systém so snahou posilnenia ochrany investora a súčasne došlo zrušeniu štruktúry investičného trustu.

V Kórei sa rozoznávajú dve formy kolektívneho investovania. Prvou je tradičná „Securities Investment Trust“ so základom v kontraktuálnej schéme a druhou je od roku 1998 forma „Securities Investment Company“, ktorá vychádza z práva spoločností (corporate form). Ide o historicky najstaršiu formu predstavovanú obchodnými spoločnosťami odlišujúcimi sa od ostatných foriem predovšetkým vlastnou právnou subjektivitou. Zhromažďujú peňažné prostriedky od investorov emisiou akcií, ktoré potom alokujú do inštrumentov finančného trhu. V súčasnej dobe takéto korporácie existujú v absolútnej väčšine vo forme akciových spoločností, kde aktíva, do ktorých je investované sú vo vlastníctve spoločnosti a investori vystupujú len ako akcionári so svojimi akcionárskymi právami (predovšetkým na valnej hromade). Hodnota podielu akcionárov je v priamej závislosti od vývoja hodnoty portfólia vytváraného a vlastneného spoločnosťou.

Kolektívne investovanie v ostatných častiach sveta buď nie je riadne vyvinuté, alebo systémom fungovania sa dá podradiť pod niektorý z už popísaných systémov. Ešte poznámkou by som chcel pripomenúť, že systém kolektívneho investovania sa dá využiť v procese privatizácie ako tomu bolo napríklad v Českej republike, Slovenskej republike, Poľsku alebo Maďarsku.

### **1.3.2. Zahraničná právna úprava entít obdobných špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov**

Pod pojem fond kvalifikovaných investorov dokážeme subsumovať relatívne početnú skupinu alternatívnych investícií. Jednou z nich, celosvetovo expandujúcou<sup>72</sup>, je i investícia do hedžových fondov (hedge funds). Práve východiska, na ktorých sú postavené hedžové fondy, si myslím sú koncepcne najbližšie českému špeciálnemu

---

<sup>72</sup> Len za prvý štvrtrok tohto roku sa aktíva v správe hedžových fondov zväčšili o takmer polovicu hodnoty investícií, ktoré získali minulý rok. Celosvetovo aktíva hedžových fondov dosiahli hodnoty 1,57 biliónov amerických dolárov. Mašek, F.: Rekordní zákem o hedgeové fondy. Ekonom, 2007, roč. X, č.17, str. 80

fondy kvalifikovaných investorov. Z tohto dôvodu budem ďalej analyzovať právnu úpravu prevažne hedžových fondov v cudzích jurisdikciách ak nebude vyslovene uvedené inak. Môj názor sa mimo iného opiera tiež o záver z nedávneho (máj 2007) stretnutia ministrov financií Európskej únie, kde sa diskutovala potreba harmonizácie hedžových fondov. Zúčastnené strany odmietli komunitárnu komplexnú reguláciu odvetvia a skôr sa vyslovili pre vytvorenie dobrovoľných a nezávislých pravidiel a zároveň ako sa vyjadril zástupca Českej republiky, aby si prípadnú reguláciu určoval každý štát sám s poukazom, že v ČR je takýto fond určený len pre profesionálov.<sup>73</sup>

Najobecnjšie sa dá hedžový fond charakterizovať ako investičný inštrument, ktorý predstavuje odlišný rizikový a výnosový profil v zrovnaní s tradičnými investičnými inštrumentmi typu akcií a dlhopisov.<sup>74</sup> Od štandardných podielových fondov sa odlišuje investičnou stratégiou zameranou na absolútnu návratnosť, dosahovanú používaním veľkého pákového efektu, derivátov a krátkych predajov. Tiež je pre ne príznačná nízka korelácia s finančným trhom, angažovanosť vo vysoko rizikových aktivitách, ale i nízke regulačné požiadavky, obmedzenosť na počet združených investorov, minimálna výška investície a pod., čo nápadne pripomína práve znaky českého špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov. Zvláštnosť predstavuje i štruktúra nákladovosti hedge fund pre investorov, keď tí musia uhradiť vstupný poplatok obvykle vo výške 1% z aktív spravovaných fondom, ale i poplatok účtovaný na základe výkonnosti. Tento poplatok je väčšinou okolo 20% z dosiahnutých výnosov. Z tohto usporiadania poplatkov plynie evidentný záujem managerov fondov venovať sa viac správe ako zhromažďovaniu aktív. Celá skupina hedge funds je značne heterogénna. Pri snahe o ich kategorizáciu sa zvyčajne využíva kritérium investičnej stratégie. Rozlišujeme desať základných investičných stratégií hedge funds<sup>75</sup>, medzi ktoré radíme napríklad stratégiu zameranú na rozvojové trhy (emerging markets strategy), stratégiu využívajúcu zvláštnych príležitostí ako sú napríklad vznik novej spoločnosti vyčlenením časti existujúcej a predaj jej akcií (spinn-off), fúzie, akvizície,

<sup>73</sup> Štefková, V., ČTK: Rizikovější fondy regulace nečeká. Praha. 9.5.2007. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://finweb.ihned.cz/c4-10039830-21086380-P00000\\_d-rizikovejsi-fondy-regulace-neceka](http://finweb.ihned.cz/c4-10039830-21086380-P00000_d-rizikovejsi-fondy-regulace-neceka)>.

<sup>74</sup> Stefanini, F.: Investment Strategies of Hedge Funds, Chichester : John Wiley, 2006. Ďalších ekvivalentných 14 definícií hedžových fondov je uvedených v: Vaughan, D., Dechert, P.: Selected Definitions of "Hedge Fund. 14-15. 5. 2003. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>>.

<sup>75</sup> Takto vymedzené kategórie hedge funds, korešpondujúce s investičnými stratégiami, sú použité v konštrukcii indexu Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index. Bližšie informácie sú dostupné na WWW: <<http://www.hedgeindex.com/>>.

reorganizácie, konsolidácie, bankroty, spätné odkupy akcií (event driven strategy) alebo z hľadiska objemu spravovaných aktív najpoužívanejšiu hedgeovú stratégiu long/short equity, kde je portfólio fondu namixované z dlhých a krátkych pozícií v rôznych investičných inštrumentoch.

### 1.3.2.1. Spojené štáty americké

Dominantné postavenie v oblasti zakladania a správy hedžových fondov majú ešte stále off-shore centra, ktorým svojou „dumpingovou“ daňovou a právne regulačnou politikou patrí 55% podiel na počte všetkých hedžových fondoch, čo predstavuje 64% podiel na hodnote aktív v ich správe.<sup>76</sup> Druhé najväčšie centrum hedžových fondov s takmer tretinovým podielom je USA.

Ak je investorom hedžového fondu občan alebo rezident USA, teda ak sú využívané americké zdroje, podlieha hedžový fond federálnym zákonom z oblasti práva cenných papierov a komodít.

Najpoužívanejšia forma zakladania hedžových fondov v USA je forma limited partnership. Jedná sa o právnu entitu bez právnej subjektivity, ktorá je podobná českej komanditnej spoločnosti. Členom musí byť aspoň jeden partner s neobmedzenou zodpovednosťou (general partner – zodpovedá komplementárovi v ČR), jedná sa o manažera fondu a jeden so zodpovednosťou limitovanou výškou jeho vkladu (limited partner – český komanditista), ktorý vo fonde zastáva úlohu investora.<sup>77</sup> Podiel v limited partnership je považovaný za cenný papier a ako taký podlieha registrácií podľa Section 5 of the Securities Act of 1933 (1933 Act).<sup>78</sup> Existuje ale bezpečný prístav (safe harbour) s názvom „súkromná propagácia“ (private offering) podľa Rule 506 regulácie D, ktorý požiadavku registrácie nevyžaduje ak je fond ponúkaný len „accredited“ investorom resp. počet „non-accredited“ investorov nepresiahne 35.<sup>79</sup> I keď Rule 506 nestanovuje hornú hranicu počtu kvalifikovaných investorov fondu, nemá hedžový fond v drvivej väčšine prípadov investorov viac ako 99. To je dôsledok snahy vyhnúť sa

---

<sup>76</sup> Garbaravicius, T., Dierick, F.: Hedge funds and their implications for financial stability, Occasional paper series No. 34, European Central Bank, august 2005. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf> >.

<sup>77</sup> Boháček, M.: Základy anglo-amerického obchodného práva : srovnávací obchodní právo II. Praha: Oeconomica, 2005.

<sup>78</sup> Chicago Mercantile Exchange. Futures and options trading for hedge funds: the regulatory environment. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.cme.com/files/hedge.pdf> >.

<sup>79</sup> Americká SEC definuje „accredited investor“ ako fyzickú osobu, ktorej finančný majetok má hodnotu viac ako \$1 milión alebo ktorá zarobila aspoň \$200 000 v predošlých dvoch rokoch.

regulačnými opatreniami, ktoré by inak dopadali na hedžový fond ak by spadali pod definíciu investičného fondu podľa Investment Company Act of 1940 (1940 Act). Hedžovým fondom tak ostáva možnosť investovať na všetkých trhoch a tiež možnosť využívať veľkého pákového efektu, čo by inak bolo reštriktívnymi ustanoveniami Investment Company Act-u do značnej miery obmedzené. The Investment Advisers Act of 1940 (Advisers Act) sa vzťahuje na aktivity kohokoľvek, kto je zainteresovaný do obchodnej činnosti poradenstva iným, vo veci investovania, nákupu alebo predaja cenných papierov za úhradu.<sup>80</sup> Pretože pod túto definíciu by spadali aj manažeri hedžových fondov, bola stanovená výnimka v Section 203(b)(3) Advisers Act, ktorá vyníma z povinnosti registrovať sa ako poradca všetkých, ktorý za posledných 12 mesiacov mali menej ako 15 klientov, sami sa na verejnosti neprezentujú ako investiční poradcovia a tiež nepôsobia ako investiční poradcovia pre registrovaný investičný fond. Napriek tomu podliehajú ustanoveniam Adviser Act-u viažucim sa k zákazu podvodného jednania na finančnom trhu. Okrem týchto najdôležitejších právnych predpisov viažucich sa k podnikaniu hedžových fondov existuje rozsiahle množstvo iných normatívnych právnych aktov, ktoré ak by mysliac na hedžové fondy neobsahovali rôznorodé výnimky, boli by schopné výrazne limitovať investičnú slobodu a minimum informačných povinností hedžových fondov. Jedná sa napríklad o Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA), ktorý pri zachovaní liberálnych podmienok hedžových fondov obmedzuje účasť penzijných fondov v hedžových fondoch na maximálne 25% aktív hedge fund. V prípade angažovanosti manažera fondu v derivátových operáciách by bol vystavený regulačným opatreniam Commodity Exchange Act a podobne.

Zvýšený záujem o hedžové fondy v USA vyvolal kolaps hedžového fondu Long-Term Capital Management v roku 1998<sup>81</sup>. Americká SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) vypracovala správu – Staff Report -, v ktorej identifikovala tri posuny v oblasti priemyslu hedžových fondov ospravedlňujúce zvýšenú potrebu ich regulácie. Prvou je nárast aktív v hedžových fondoch o 260% medzi rokmi 1999 až 2004, a to napriek už spomínanému kolapsu LTCM. Druhým je priblíženie investícií do hedžových fondov retailovým investorom vďaka vzniku fondov hedžových fondov, ale i nepriamo

---

<sup>80</sup> Ang. "anyone who engages in the business of advising others whether to invest in, purchase or sell securities for compensation."

<sup>81</sup> Viac informácií o príčinách a dôsledkoch kolapsu LTCM v: Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové spoločnosti, Praha: Grada, 2006.

zvyšovaním expozície penzijných fondov, univerzít, nadácií, charitatívnych organizácií a pod. Posledným argumentom v prospech sprísnenia regulácie bolo Komisiou označené zvýšenie prípadov vyšetrovania podvodného jednanja, v ktorých figurovali hedžové fondy.<sup>82</sup> Výstupom tejto správy bolo koncom roku 2004 Komisiou prijaté tzv. Hedge fund rule, ktoré mení dovtedy aplikovanú výnimku z Advisers Act a to tak, že všetci manažeri hedžových fondov sú povinný sa registrovať a teda budú podliehať informačnej povinnosti, pravidlám upravujúcich stret záujmov a dozoru ad hoc zo strany SEC.<sup>83</sup> Nové kontroverzné pravidlo vyvolalo búrlivú odbornú diskusiu podporovanú niekoľkými súdnymi žalobami. Hlavný spor sa vedie o interpretáciu slova „client“ v dikcii výnimky z Advisers Act. Komisia totiž nekonzistentne zo zavedenou praxou vyložila pre účely výnimky slovo klient tak, že sa ním rozumie i akcionár, limited partner, člen alebo beneficent fondu. Dovtedy sa za klienta manažera považoval hedžový fond sám ako taký, čím bola klauzula maximálne 15-tich klientov splnená. Bližší rozbor tejto určite zaujímavej právnej otázky však prekračuje rámec tejto práce, avšak dovoľm si vyjadriť svoj právny názor, ktorý je v kontrapunkte so stanoviskom SEC, a síce sa domnievam, že použitím systematického a teleologického výkladu ustanovenia Advisers Act resp. analógie iuris v prípadoch výnimiek v prospech hedge funds, ale i zo „sily fakticity“, že investori fondu získavajú poradenskú službu až sprostredkovane cez fond, Komisia manipuluje významom slova a prekračuje svoje právomoci dané jej zákonom.<sup>84</sup>

#### 1.3.2.2. Európska únia

Tretím najzaujímavejším regiónom z hľadiska celkového počtu hedžových fondov ako i z hľadiska veľkosti spravovaných aktív (po off-shore centrách a USA), ale druhým z hľadiska lokalizácie manažerov hedžových fondov (po USA) je Európska únia.

Ako už vyplynulo z úvodu tejto subkapitoly napriek snahe o harmonizáciu celého odvetvia alternatívnych investícií a to či už legislatívnou cestou rozšírenia oblasti pôsobnosti súčasného rámca UCITS smernice, čo by skôr predpokladalo reguláciu vo

---

<sup>82</sup> Rozhodnutie: United States Court of Appeal for the district of columbia circuit medzi Phillip Goldstein, et al., v. Securities and exchange commission, vo veci On Petition for Review of an Order of the Securities and Exchange Commission zo dňa 23. júna 2006. No. 04-1434. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.sec.gov/>>.

<sup>83</sup> Povinná registrácia manažerov hedžových fondov bola určená do 1. februára 2006.

<sup>84</sup> V USA je tvorcom primárnej normotvorby na federálnej úrovni Kongres USA, pričom SEC má právomoc vydávať odvodené normatívne právne akty. Podľa môjho názoru preto takto ad hoc stanovené pravidlo je v rozpore s právnymi predpismi vyššej právnej sily.

forme zásad alebo cestou samostatnej smernice vedľa UCITS smernice obsahujúcej špeciálne režimy pre konkrétne produkty<sup>85</sup> nie je všeobecne akceptovanou variantom ďalšieho napredovania oblasti fondov kolektívneho investovania určených obmedzenému okruhu osôb. I samotný termín hedge fund nie je obecné uznávaný a skôr podľa skutočného obsahu zahrňujúceho plejádu finančných produktov je napríklad Európskym parlamentom navrhovaný názov „sophisticated alternative investment vehicles“ (SAIVs)<sup>86</sup> alebo The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) doporučil používať termín “highly leveraged institutions” (HLIs)<sup>87</sup>.

Podobne ako v USA Komisia si i dotknuté orgány EU uvedomili, že drobný investor má sprostredkovanú možnosť investície do hedžových fondov, ktorú využívajú napríklad cestou nákupu kótovaných cenných papierov uzavretých hedžových fondov využívajúc výhody likvidity na regulovanom trhu v EU alebo menšej regulácie na trhu OTC. Až 70% európskych hedžových fondov je domicilovaných v Luxembursku alebo v Írsku. Atraktivita oboch centier (aj pre managerov z Veľkej Británie v roku 2006 spravujúcich 78,5% aktív európskych hedžových fondov)<sup>88</sup> je podmienená práve možnosťou uvedenia cenných papierov hedžových fondov na burzu cenných papierov. Iným spôsobom investície do hedžových fondov, ktorý predstavuje 20-25% čistých prítokov do aktív hedžových fondov na globálnej úrovni sú štruktúrované dlhopisy s hedžovými fondmi ako podkladovým aktívom. Tento faktický stav neostal úplne bez povšimnutia, čoho dôkazom je i novelizácia samotnej UCITS smernice, teraz podľa počtu zásadných novelizácií tiež nazývanú UCITS III, ktorá povoľuje implementáciu vybraných stratégií hedge fondov, hlavne v štatúte fondu dovolený nákup krátkych pozícií. Zaujatím krátkej pozície manager fondu špekuluje na pokles trhu, a teda snaží sa o aplikáciu stratégie absolútnej návratnosti tak príznačnej pre hedžové fondy, ktorých počiatočný cieľ je dosahovať za všetkých podmienok kladné zhodnotenie a to i v prípade ak celý trh klesá. UCITS III umožňuje používanie derivátov, bola liberalizovaná oblasť investovania UCITS fondov do iných i non-UCITS fondov, čím sa otvára príležitosť pre

---

<sup>85</sup> Pozn. č. 60, tamtiež.

<sup>86</sup> Official Journal of the European Union. C 92 E/407. P5\_TA(2004)0031: Hedge funds and derivatives. European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives (2003/2082 (INI)). 16.4.2004. [cit. 21. júna 2007]. Dostupný na WWW:<<http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>>.

<sup>87</sup> Pozn. č. 76, tamtiež.

<sup>88</sup> Report of the alternative investment expert group to the european commission. Managing, servicing and marketing hedge funds in europe. Júl 2006. [cit. 21. júna 2007]. Dostupný na WWW:<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds_en.pdf)>.



Ďalšiu nepriamu investíciu do hedžových fondov skrz fondy hedžových fondov. Posun v otázke uľahčenia prístupu kvalifikovaných investorov k alternatívnym investíciám priniesla tiež už spomínaná smernica o prospekte, ktorá v čl. 3 stanovuje výnimky z povinnosti uviesť prospekt cenného papieru a zaradzuje medzi ne ponuku cenných papierov určených výhradne kvalifikovaným investorom, alebo obmedzenému okruhu osôb v žiadnom členskom štáte EU nepresahujúcom počet 100, okrem kvalifikovaných investorov.

Termín hedge funds je zriedkavo používaný v právnych poriadkoch členských krajín Európskej únie, pretože nie vždycky popisuje homogénny finančný produkt. Niektoré právne systémy rozoznávajú investičné útvary, v ktorých je skoro neobmedzená investičná sloboda manažera vyvážená zákazom ponúkajú verejnosti. Tak je to v prípade "speculative funds" podľa talianskeho práva, "Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken" podľa nemeckého práva, „Specialised investment funds“ podľa luxemburského práva, "FCIMT" podľa francúzskeho práva a napríklad tiež v prípade "Professional investor schemes" a "Qualified investor schemes" podľa írskoho práva.

Opačne je tomu v iných jurisdikciách, kde investičné inštrumenty vychádzajúce z myšlienky hedžových fondov síce môžu byť distribuované verejnosti, ale manažer fondu je vystavený reštriktívnym požiadavkám týkajúcich sa obhospodarovania fondu. To je prípad napríklad "Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken" podľa nemeckého práva, "Collective Investment Schemes pursuing alternative investment strategies" podľa luxemburského práva, "Retail funds of hedge funds" podľa írskoho práva a "OPCVM2 Aria simples", "OPCVM à effet de levier", "OPCVM contractuels", "OPCVM de fonds alternatifs" podľa francúzskeho práva.<sup>89</sup>

Vo všetkých členských štátoch EU majú „hedžové fondy“ niektoré spoločne charakteristiky, na ktorých je vidno silný vplyv UCITS smernice. Mám na mysli napríklad ich súborné označenia ako jednotiek kolektívneho investovania jasne vymedzujúci rozdiel od iných finančných inštrumentov, rovnaké prípustné formy ako UCITS fondy alebo variantnosť zakladania či už ako single hedge fund alebo fund of hedge funds. Na nasledujúcich stranách opustím prístup celoeurópskeho popisu právnej

---

<sup>89</sup> Efama, Assogestioni. Hedge Funds Regulation in Europe. A comparative survey. November 2005. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.assogestioni.it/asso/comunicazione/pubblicazioni/250845\\_efama\\_HdgFnd\\_rprt\\_1.pdf](http://www.assogestioni.it/asso/comunicazione/pubblicazioni/250845_efama_HdgFnd_rprt_1.pdf)>.

úpravy hedžových fondov a budem sa venovať právnej úprave v najvyvinutejších a najpreferovanejších členských krajinách, ktorými sú Írsko a Luxembursko.

### Írsko<sup>90</sup>

Regulácia non-UCITS<sup>91</sup> rozoznáva tri hlavné kategórie v Írsku domicilovaných hedžových fondov. Ide o Retail Funds of Unregulated Funds, Professional Investor Funds a Qualifying Investor Funds.

Do právneho poriadku Írska boli koncom roku 2002 implementované fondy určené retailovým klientom s názvom Retail Funds of Unregulated Funds. Za fond určený drobným klientom je fond kvalifikovaný vtedy ak nepožaduje žiadnu vstupnú investíciu alebo ak táto nepresahuje viac ako €125 000. Základné pravidlo diverzifikácie určuje, že fond nesmie investovať viac ako 20% hodnoty svojich čistých aktív (Net asset value - NAV) do cenných papierov jedného emitenta. Až 100% všetkých aktív môže alokovať do neregulovaných schém typu hedžových fondov alebo iných alternatívnych investičných fondov podliehajúcich špecifikovaným pravidlám rozkladania rizika. Fond môže prijať úver alebo pôžičku maximálne do výšky 25% NAV. Požiadavky na obsah a uverejňovanie prospektu alebo informačné povinnosti sú rovnaké ako je tomu u smernicových fondov.

Single manager hedge funds sa podľa Írskeho práva zakladajú buď ako Professional Investor Funds (PIF) alebo Qualifying Investor Funds (QIF). Ak je vstupná investícia fondom stanovená na €125 000 a vyššie ide o Professional Investor Funds. Výška následnej investície je už potom plne v gescii PIF. Zvýšený dôraz sa kladie na obsah štatútu a prospektu fondu, v ktorých by mala byť detailnejšie popísaná investičná stratégia vrátane rozsahu použitia finančnej páky, veľkosti koncentrovaných alebo jednotlivých expozícií a pod. Zaujímavý z pohľadu výraznej flexibility sa mi javí prístup

---

<sup>90</sup> Bližšie informácie napríklad v : Hedge Funds. Ireland - the location of choice for alternative investment funds. PricewaterhouseCoopers. 2005. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW:<[http://www.pwc.com/ie/eng/about/svcs/funds/pwc\\_hedge\\_ireland05.pdf](http://www.pwc.com/ie/eng/about/svcs/funds/pwc_hedge_ireland05.pdf)>, alebo Hedge Funds and Alternative Investment in Ireland. Dillon Eustace Financial Service Group. August 2004. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW:<[http://www.eurekahedge.com/news/attachments/Hedge\\_Funds\\_and\\_Alternative\\_Investment\\_in\\_Ireland.pdf](http://www.eurekahedge.com/news/attachments/Hedge_Funds_and_Alternative_Investment_in_Ireland.pdf)>, alebo Hedge Funds in Ireland. McCannFitzGerald. Máj 2007. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW:<<http://www.mccannfitz.com/ExternalUploadedFiles/HedgeFundsInIrelandMay07new.pdf>>.

<sup>91</sup> Právne predpisy viažuce sa k hedžovým fondom v Írsku: Unit Trusts Act 1990; Part XIII Companies Act 1990; Investment Limited Partnership Act 1994; Irish Financial Services Regulatory Authority Non-UCITS Notices: NU Notice 1, 12, 13, 16, 19, 20, 21, 24, 25; Irish Financial Services Regulatory Authority Guidance Notes: 1/97, 1/01, Draft -/04.

regulátorného a dozorového orgánu Irish Financial Services Regulatory Authority (IFSRA), ktorý investičné, úverové a alokačné pravidlá aplikované na UCITS fondy case-by-case modifikuje na PIF.

Podmienky a obmedzenia vzťahujúce sa k investičnej politike alebo používaniu finančnej páky upravených v IFSRA's Notices sú neaplikovateľné ak sú fondy ponúkané len kvalifikovaným investorom. Ostatné ustanovenia relevantných predpisov sú aplikovateľné ak ich opäť case-by-case prístupom nederoguje IFSRA. Ak je Qualifying Investor Funds vo forme investičného fondu musí spĺňať jedinú podstatnú a obecnú požiadavku, ktorou je investovanie na princípe rozkladania rizika (požadované v section 253(2)(a) of the Companies Act, 1990 Part XIII). To neplatí pre formy trustu. Takéto fondy sú ideálne pre rôzne typy investícií v závislosti na požiadavkách koncového investora. Aby sme vôbec mohli kvalifikovať fond ako QIF musí:

- a) byť minimálna vstupná investícia € 250 000 per investor,
- b) byť ponúkaná len týmto kvalifikovaným investorom:
  - inštitúcia, ktorá vlastní alebo má zainvestovaných aspoň € 25 miliónov alebo,
  - fyzická osoba s majetkom v hodnote presahujúcej € 1,25 milióna.

Nedovoliť si nespomenúť novinku zo začiatku tohto roku, ktorá rieši autorizačný proces pre QIF. Proces povoľovanie bežne trval od šesť do ôsmich týždňov, pričom v súčasnosti ho finančný regulátor nahradil tzv. simple one-day filing procedure, za splnenia istých predpokladov. Prerekvizitami jednodenného procesu autorizácie sú schválená investičná politika, investičná spoločnosť, manager fondu, vedúce osoby a depozitár.

Z naznačeného je evidentná blízka podobnosť (nie len terminologická) medzi Qualifying Investor Fund a českým špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov. Predsa by som už chcel aj na tomto mieste upozorniť na dve odlišnosti, ktoré zároveň hodnotím ako negatívum českej právnej úpravy. Prvou je úloha štátneho orgánu regulácie a dozoru, keď IFSRA aplikuje case-by-case prístup a uľahčuje a zrýchľuje povoľovací proces (zatiaľ aspoň pre QIF). Druhou je definícia kvalifikovaného investora.

## Luxembursko<sup>92</sup>

Jednotky kolektívneho investovania sa môžu v Luxembursku zakladať buď podľa obecného predpisu vzťahujúceho sa na oblasť kolektívneho investovania Law of 20th December 2002 on undertakings for collective investment, a to podľa časti I. (UCITS fondy) alebo časti II. (non-UCITS fondy, medzi ktoré radíme i fondy alternatívneho investičného zamerania, ale určené verejnosti), alebo podľa Law of 15th June 2004 on investment companies for the investment in the risk capital (SICAR). Cez prizmu českých SFKI sú zo zameraním na tému tejto práce najrelevantnejšie Specialised investment funds (SIF) zakladané podľa nového Law of 13th february 2007 relating to specialised investment funds (SIF Law), ktorý nahradil Law of 19 July 1991 concerning undertakings for collective investment the securities of which are not intended to be placed with the public.

SIF je nová kategória jednotiek kolektívneho investovania, ktorá sa v zrovnaní so SICAR odlišuje v povinnosti aplikovať princíp rozkladania rizika, je určená výhradne kvalifikovaným investorom (SIF Law ich pomenúva well-informed investor) a v zakladajúcom dokumente alebo v propagačných dokumentoch musí deklarovat' expressis verbis, že podlieha regulácií SIF Law. Za well-informed investora SIF Law v článku 2 odst. 1 považuje inštitucionálneho investora, profesionálneho investora, alebo každého kto spĺňa nasledujúce podmienky:

- a) ak písomne potvrdí svoj status kvalifikovaného investora, a
- b) - investujú minimálne € 125 000 do špecializovaného investičného fondu, alebo
  - je preverený finančnou inštitúciou, ktorá potvrdí jeho odborné znalosti a skúsenosti nutné k investovaniu do SIF.

Druhy aktív, do ktorých fond investuje je plne v diskrecii fondu resp. jeho zakladateľa, pri zohľadnení principiálnych investičných reštrikcií vychádzajúcich zo zásady diverzifikácie. SIF Law explicitne predpokladá, že špecializované investičné fondy budú vznikať v právnej forme „fonds commun de placement“ (FCP), čo je kontraktualny typ zhodný s českou formou podielového fondu, alebo v právnej forme

---

<sup>92</sup> Bližšie informácie napríklad v: Elvinger, Hoss & Prussen. Luxembourg Specialised Investment Funds: a new regime for Investment Funds dedicated to sophisticated investors. Február 2007. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.ehp.lu/uploads/media/LuxembourgSpecialisedInvestmentFundsMemo.pdf>> , alebo The new Luxembourg law on Specialised Investments funds. KPMG. Marec 2007. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.kpmg.lu/Download/Brochures/2007/ENG\\_NewLawonSIF.pdf](http://www.kpmg.lu/Download/Brochures/2007/ENG_NewLawonSIF.pdf)> , alebo na stránkach <<http://www.cssf.lu/>>.

investičného fondu s variabilným kapitálom (SICAV), pričom nezakazuje ani formy ostatné (iné kontraktálne formy (SICAF); s využitím zvereneckého práva). Od udelenia povolenia do 12 mesiacov musí vlastný kapitál SIFu dosahovať minimálne € 1 250 000. Špecializované investičné fondy stále potrebujú povolenie od luxemburského orgánu dohľadu Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), ale stačí ak je oň požiadané do mesiaca od vzniku, čo oprávňuje fond do doby udelenia povolenia vyvíjať podnikateľskú činnosť. CSSF pritom schvaľuje len zakladateľský dokument a depozitára fondu. Samozrejme nesmie sa jednať o fond s neštandardným investičným zámerom, kedy je nutná predbežná konzultácia.

Pre každý SIF sú obligatórne len dva dokumenty, a to predajný prospekt s minimálnymi náležitosťami ako investičná politika a riziko investície a výročná správa. Výročná správa fondu musí byť každoročne auditovaná a najneskôr do 6 mesiacov od konca hospodárskeho roku musí byť daná k nahliadnutiu investorom. Na fond dohliada mimo auditora, CSSF vykonávajúci obozretnostný dohľad, ktorý je vďaka faktu, že sa jedná o kvalifikovaných investorov vyžadujúcich menšiu ochranu ako drobný klienti, menej rigidný tiež depozitár fondu. Depozitár musí mať prehľad o investovaných aktívach fondu, môže využiť služby lokálneho sub-depozitára za účelom skutočnej úschovy aktív, no jeho monitorovacia povinnosť pri niektorých operáciách fondu ako ju predpokladá Law of 2002 nie je požadovaná.<sup>93</sup>

SIF nie sú v Luxembursku premetom dane z príjmu, ale každoročné sú povinné platiť tzv. subscription tax so sadzbou 0,01%, pričom základ dane je určený vždy ku konci kalendárneho štvrťroku z celkových čistých aktív fondu.

Dôvodová správa k technickej novele ZKI proklamuje, že pri úprave nehnuteľnostných spoločností bola za predlohu zvolená nemecká právna úprava a opustená predchádzajúca luxemburská. V prípade luxemburskej úpravy SIF sa však zdá akoby sa jej predlohou stala česká regulácia SFKI až na to, že umožňuje vznikajúť SIF aj vo forme SICAV, že v pozitívnom smere modifikuje definíciu kvalifikovaného investora, že „odľahčuje“ povinnosti depozitára, že vytvára priaznivejšie daňové prostredie. Možno len dúfať, že sa pri ďalšej novelizácii ZKI český zákonodarca opäť inšpiruje luxemburskou právnou úpravou.

---

<sup>93</sup> Neexistencia tejto povinnosti je obzvlášť vhodná v prípade hedžových fondov, ktoré využívajú služby investičných bánk, v tejto úlohe nazývaných prime broker.

## 2. Obecná definícia kolektívneho investovania a jej aplikácia na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov

Zákon o kolektívnom investovaní nikde nedefinuje špeciálne fondy kvalifikovaných investorov, len v základných ustanoveniach šiestej časti zákona venovanej kolektívnemu investovaniu špeciálnych fondov v §49 odst. 1 je zdôraznení kruciálny pojmový znak a síce, že sa jedná o špeciálny fond zhromažďujúci peňažné prostriedky od kvalifikovaných investorov. Ani špeciálne ustanovenia pod rubrikou „speciálny fond kvalifikovaných investorů“, konkrétne dva paragrafy 56 a 57, explicitne nedefinujú SFKI. Preto považujem za potrebné ozrejmiť koncepčné východiská právnej úpravy SFKI k čomu využijem zrovnanie s obecnou definíciou kolektívneho investovania. Právny rozbor pojmových znakov obecnej definície je vhodný k popisu charakteristík determinujúcich povahu špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov.

Kolektívnym investovaním ZKI rozumie podnikanie, ktorého predmetom je zhromažďovanie peňažných prostriedkov upisovaním akcií investičného fondu alebo vydávaním podielových listov podielového fondu, investovanie na princípe rozkladania rizika a ďalšie obhospodarovanie tohto majetku.(§ 2 odst. 1 písm. a) ZKI)

Táto obecná špecifikácia kolektívneho investovania v pozitívnom zmysle je doplnená o negatívnu definíciu, ktorá reprobuje činnosť ekonomicky analogickú s činnosťou kolektívneho investovania, ale vykonávanú subjektami odlišnými od tých, ktorým ZKI takýto predmet podnikania dovoľuje. Zákonodárca mal teda v úmysle jednoznačne zákonom o kolektívnom investovaní regulovať výlučne činnosť investičných spoločností a investičných fondov. Tento koncepčný posun zavedený technickou novelou predmetne ustanovením §2a ZKI fakticky zavádza vedľa licencovaných fondov kolektívneho investovania zhromažďujúcich peňažné prostriedky či už od verejnosti alebo kvalifikovaných investorov tiež kategóriu investičných štruktúr, na ktoré sa osobná pôsobnosť ZKI nevzťahuje, i keď ich predmet činnosti fakticky koreluje s kolektívnym investovaním. Posledne spomenutá oblasť aktivít sa obvykle označuje ako tzv. čierne kolektívne investovanie.<sup>94</sup> Podstatou tohto legislatívneho kroku bolo nesporne posilniť právnu istotu účastníkov finančného trhu

---

<sup>94</sup> K tomu viď tiež napr.: Pihera, V., Šebestová, A.: Nová úprava kolektívneho investovania. Právni rozhledy, 2006, roč. XIV., č.14, str.499-532.

a eliminovať právne otázky viažuce sa k existencii, vo svete vo veľkej miere preferovaným, investičným klubom<sup>95</sup>, alebo iným entitám, obecné možno nazvaných SPV (ang. Special purpose vehicle), ktoré sú v symbiotickom vzťahu k licencovaným subjektom kolektívneho investovania. Kolektívne investovanie sa dostalo do výhradného regulátorného rámca ZKI, a teda pod dohľad Českú národnú banku.

Nové ustanovenie §2a ZKI zakazuje zhromažďovanie peňažných prostriedkov za účelom ich spoločného investovania ak má návratnosť alebo výnosnosť investície byť čo i len čiastočne závislá na hodnote alebo výnose aktív, do ktorých by mala investícia smerovať, pokiaľ sa tak nedeje na základe zákona o kolektívnom investovaní, teda spôsobmi a formami v ňom uvedenými. Zákaz platí nie len pre zhromažďovanie, ale i investovanie takto získaných peňažných prostriedkov a dokonca i propagácia účasti na spoločnom investovaní. Konštrukcia zákazu vyvoláva isté relevantné pochybnosti. Predovšetkým je nekonzistentný so samotnou definíciou kolektívneho investovania, keď opomína prvok podnikateľského výkonu takej činnosti a skôr proklamatívne vyjadruje ekonomický zmysel každej investície bez toho, aby zdôraznil pojmový znak kolektívneho investovania, ktorým je investovanie na princípe diverzifikácie rizika. Z toho plynie, že zákaz môže formálne dopadnúť i na činnosti, ktoré nie sú obecné zrovnateľné s kolektívnym investovaním. Opäť odlišne od obecnej definície kolektívneho investovania sa zákaz týka len zhromažďovania peňažných prostriedkov od verejnosti, pričom pojem verejnosť v tomto kontexte môžeme považovať za neurčitý právny pojem, čakajúci na objasnenie v aplikačnej praxi. Z uvedeného a contrario vyplýva, že ak nie sú prostriedky získavané od verejnosti, nejedná sa o zakázanú činnosť. Potom však ostáva otázkou čo je zmyslom zakladania špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov, keď tieto môžu mať síce neregulovanú ale tiež nezakázanú priamu konkurenciu bez regulátorных a najmä dozorových povinností. Domnievam sa, že v naznačených intenciách sa jedná prevažne o daňovú optimalizáciu, ktorej benefit je však nutné pomerovať s negatívnymi externalitami pochádzajúcimi z prísnejšej regulácie a dohľadu. Pri striktnej interpretácii §2a ZKI ďalej vyplýva, že o zakázanú

---

<sup>95</sup> V českom právnom poriadku nie sú investičné kluby nejako regulované, teda neexistuje ani ich výslovný zákaz. Väčšinou sú zakladané vo forme združenia bez právnej subjektivity, pričom nesmú poskytovať žiadne investičné služby za účelom zisku, ktoré sú povolené len obchodníkom s cennými papiermi, alebo ku ktorým je potrebné aspoň živnostenské oprávnenie (investičné poradenstvo), inak by hrozil správneprávnny resp. trestneprávnny postih napríklad z titulu neoprávneného podnikania.

činnosť by sa nejednalo ak by od verejnosti boli zhromažďované nepeňažné aktíva, čo by sa zároveň nedalo kvalifikovať ako snaha o obchádzanie zákona.

Obsahom §2a ZKI sú tiež demonštratívne vymenované výnimky, na ktoré sa zákaz nevzťahuje. Zákaz napr. nedopadá na zhromažďovanie peňazí licencovanými poskytovateľmi služieb na kapitálovom trhu, nadáciami, poriadateľmi verejných zbierok, alebo na koncentráciu kapitálu za účelom financovania činnosti, ktorá má povahu výroby, obchodu, výskumu alebo poskytovania iných než finančných služieb a je financovaná prevažne z vlastných prostriedkov osoby, ktorá peňažné prostriedky zhromažďuje. Možnosťou ako sa vyhnúť zákazu je tiež postupovať cestou verejnej ponuky cenných papierov, tak ako je upravená v Zákone o podnikaní na kapitálovom trhu, predovšetkým dodržať povinnosť spracovania, predloženia k schváleniu a uverejnenia prospektu cenného papiera.<sup>96</sup> Ide o zákonom dovolený spôsob ako môžu neregulované subjekty zhromažďovať peňažné prostriedky od verejnosti za účelom kolektívneho investovania, čím sa domnievam sa čiastočne vytráca zmysel celého ustanovenia §2a. Takýto prístup by sa dal zároveň označiť ako diskriminačný, no prinajmenšom ako paradoxný, keď pre sprostredkovanie vstupu do kolektívnej investície majú slúžiť len investičné cenné papiere, keď niektoré i keď povahou investičné cenné papiere nespĺňajú podmienky predpokladané ustanoveniami o verejnej ponuke v ZPKT (napr. §34 odst. 3 písm. g) ZPKT), keď podiel v spoločnosti môže byť predstavovaný cenným papierom len u akciovej a európskej obchodnej spoločnosti. (§61 odst. 1 ObchZ)

Po objasnení pojmu kolektívneho investovania v širších súvislostiach bude v nasledujúcej časti tejto práce poskytnutá analýza jednotlivých skladobných prvkov samotnej definície kolektívneho investovania.

## 2.1. Prvok kolektivismu

Adjektívum kolektívne alebo tiež spoločné investovanie, teda združené investovanie striktné nazerané ako investovanie aspoň dvoch osôb má podľa môjho názoru i v právnej interpretácii predovšetkým ekonomický aspekt, ktorý zdôrazňuje jeho výhodnosť. Tou je myslená napr. lepšia diverzifikácia investície, nižšie náklady, profesionálna správa alebo daňové zvýhodnenie. Umožnením vzniku nového druhu

---

<sup>96</sup> K tomu viď tiež pozn. č. 43 tamtiež.



fondy, špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov, však dochádza ku koncepcnej zmene takto chápaného prvku pojmu kolektívneho investovania.<sup>97</sup> Opačný názor bol prezentovaný v úradnom oznámení Českej národnej banky v tzv. zlatom liste,<sup>98</sup> v ktorom sa uvádza, že SFKI je určený síce špeciálnemu okruhu investorov ďalej vymedzených v štatúte špeciálneho fondu (§56 odst. 2 písm. a) ZKI), no musí byť reálne splnená požiadavka kolektívnosti investovania fondu. Na druhej strane akceptuje investovanie osôb patriacich do jedného koncernu ako investovanie kolektívne. V závere štvrtého bodu úradného oznámenia ČNB za meradlo obchodnej úspešnosti SFKI označuje napr. výšku vlastného kapitálu a nie počet investorov, pretože si je vedomá, že okruh potenciálnych investorov do SFKI môže byť značne limitovaný.

Ak by sme abstrahovali od toho, že pojem kolektívne investovanie je dvojslovné označenie jednej činnosti, kde obe slová majú svoj lexikálny význam, potom kolektívnym investovaním je zhromažďovanie peňažných prostriedkov, investovanie na princípe rozloženia rizika a ďalšie obhospodarovanie majetku. Ani v samotnej definícii, ani nikde v zákone nie je požiadavka na minimálny počet investorov vo fonde kolektívneho investovania. Naopak, v prípade špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov je zakomponovaná explicitne požiadavka na maximálny počet akcionárov resp. podielnikov fondu. (§56 odst. 3 ZKI) Ďalšími argumentmi v prospech existencie SFKI s jediným investorom je jednak v zahraničí rozšírená prax vytvárania tzv. subfondov na mieru práve jednému investorovi ako i formálny súhlas ČNB s investovaním osôb patriacich do jedného koncernu, čo v samotnej podstate veci predstavuje len právne-administratívnu záťaž vzniku a existencie fondu s jedným investorom.

V tejto súvislosti je nutné sa zaoberať i možnosťou odobratia povolenia k činnosti investičnej spoločnosti alebo k činnosti investičného fondu Českou národnou bankou v prípade ak investičná spoločnosť alebo investičný fond nevykonávajú kolektívne investovanie dlhšie ako 6 mesiacov (§114 odst. 2 písm. h) ZKI). Keďže zákon kladie za povinnosť v štatúte SFKI určiť okruh investorov, pre ktorých je fond určený, teda

---

<sup>97</sup> Rovnaký názor vyjadrený napr. v: Návrh úředního sdělení ČNB k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou č. 224/2006 Sb. Asociace pro kapitálový trh. Asociace fondů a asset managementu České republiky. 4.10.2006. Praha. [cit. 28. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.akatcr.cz/data/articles/down\\_1001.pdf](http://www.akatcr.cz/data/articles/down_1001.pdf)>.

<sup>98</sup> Úřední sdělení České národní banky ze dne 12. ledna 2007 k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou zákona o kolektivním investování č. 224/2006 Sb. ČNB. Věstník ČNB, částka 3/2007 ze dne 19. ledna 2007. Praha. [cit. 28. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/vestnik/2007/download/v\\_2007\\_03\\_20307540.pdf](http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/vestnik/2007/download/v_2007_03_20307540.pdf)>.

použitím jazykového výkladu, ide o plurál, musí byť podmienka „kolektivismu“ aspoň takto formálne v štatúte splnená. V praxi je však ľahko predstaviteľné, že na propagačnú upútavku zareaguje jediný investor resp., že po odchode ostatných investorov ostane vo fonde investor jediný. Ak by takáto situácia mala viesť po uplynutí šiestich mesiacov k odobratiu povolenia k činnosti a nutnosti vstupu fondu do likvidácie, dochádzalo by k priamemu a bezdôvodnému poškodzovaniu investora, ktorý vo fonde ostal.<sup>99</sup> Podmienka výkonu kolektívneho investovania sa zužuje na zodpovedanie otázky, či je nutný súbeh všetkých troch v definícii kolektívneho investovania predpokladaných činnosti v priebehu špecifikovaného časového intervalu. V súlade s rigidnou interpretáciou pojmu kolektívneho investovania by skutočne licencované subjekty kolektívneho investovania museli jak zhromažďovať peňažné prostriedky, tak investovať na princípe rozloženia rizika, tak ďalej obhospodarovať majetok. Nie je vylúčený ani výklad, ktorý by považoval za postačujúce ak by fond vykonával kolektívne investovanie a pritom by po určitú dobu mal len jedného investora, teda by nezhrmažďoval peňažné prostriedky od iných kvalifikovaných investorov. Myslím si, že oporu takéhoto výkladu by sme mohli nájsť v úprave investičných fondov a uzavretých podielových fondov, u ktorých nie je *conditio sine qua non* zhromažďovanie peňažných prostriedkov po založení a vzniku.

Takáto nejednoznačnosť vedie k oslabovaniu právnej istoty, preto vyjadrujúc svoj právny názor, by sa možnosť vzniku SKFI s jedným investorom mala objaviť v novele ZKI, čím by sa len potvrdil posun v chápaní využívania alternatívnych investícií a v liberálnom prístupe k úprave špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov.

## 2.2. Prvok podnikania

V zákone o kolektívnom investovaní je na kolektívne investovanie nazerané nie ako na službu, ale ako na činnosť investičných spoločností a investičných fondov, ktoré túto vykonávajú ako podnikateľskú činnosť (§4 odst. 1 resp. §14 odst.1 ZKI). Na rozdiel od predchádzajúcej právnej úpravy kolektívneho investovania v ZISIF, nie je duplicitne označená investičná spoločnosť a investičný fond ako obchodné spoločnosti, pretože toto je s použitím §56 odst. 1 ObchZ jednoznačné vzhľadom na to, že ako investičná spoločnosť, tak investičný fond môžu vznikať len ako akciové spoločnosti (§60 odst. 1

<sup>99</sup> K tomu viď tiež pozn. č. 97 tamtiež.

resp. §4 odst. 2 ZKI). Tým, že sa obchodné spoločnosti obligatórne zapisujú do obchodného registra majú subjekty kolektívneho investovania i postavenie podnikateľa. Rovnako ako ZISIF<sup>100</sup> i ZKI je lex specialis k obchodnému zákonníku, preto sa použije na investičné spoločnosti a investičné fondy obecná úprava akciového práva ak ZKI nestanoví niečo iné.

Špeciálne fondy, okrem špeciálneho fondu nehnuteľností, môžu mať všetky formy kolektívneho investovania predpokladané zákonom o kolektívnom investovaní.

### **2.3. Prvok predmetu podnikania**

Vyššie už bolo naznačené o aké dielčie činnosti sa v prípade kolektívneho investovania ako predmetu podnikania jedná. V podstate v rade chronologicky sú nimi zhromažďovanie peňažných prostriedkov, investovanie na princípe rozkladania rizika a ďalšie obhospodarovanie majetku.

#### **2.3.1. Zhromažďovanie peňažných prostriedkov**

Existujú dva spôsoby kumulovania peňažných prostriedkov v závislosti na forme kolektívneho investovania. Prvým je upisovanie akcií investičného fondu, čo je v praxi používanější spôsob pre novo vznikajúce špeciálne fondy kvalifikovaných investorov. Druhým je vydávanie podielových listov podielového fondu. Novela priniesla spresnenie obecnej definície kolektívneho investovania, keď doplnila slovo „vydáváním“, pretože v súlade s dikciou §11 a §13 ZKI sa podielové listy neupisujú, ale vydávajú a obdobný rozdiel medzi upisovaním a vydávaním akcií v akciovom práve rieši tak, že investičná spoločnosť podielový list podielového fondu nevydá (a nevydá ani cenný papier nahradzujúci podielový list), pokiaľ nie je zaplatená čiastka odpovedajúca stanovenej hodnote podielového listu (§11 odst. 3 a §13 odst. 5 ZKI).

Technickou novelou ZKI vypadlo z vymedzenia činnosti spočívajúcej v zhromažďovaní peňažných prostriedkov, v dôsledku vzniku špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov, slovo „verejnosť“, no práve v súvislosti s úpravou SFKI je potrebné tento pojem interpretovať, aby sme vedeli od koho môže SFKI peňažné prostriedky zhromažďovať, teda aby sme získali jasnejší obraz o tzv. obmedzenom

---

<sup>100</sup> K tomu tiež subkapitola 1.1.1. tejto práce.

okruhu osôb tiež súborne označených kvalifikovanými investormi. Medzi odbornou verejnosťou prebieha diskusia, či je prípustné aby pri zakladaní fondu alebo zvyšovaní základného kapitálu špeciálneho fondu boli použité nepeňažité vklady. Obom týmto právnym problémom budú venované nasledujúce strany tejto práce.

### 2.3.1.1. Vymedzenie okruhu investorov špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov

Špeciálny fond kvalifikovaných investorov nie je určený, pri využití negatívneho vymedzenia, pre verejnosť. Pojem verejnosti je termín, ktorého konkrétny obsah nie je v právnom poriadku presne definovaný,<sup>101</sup> ale je interpretovaný správnym orgánom napríklad v právne nezáväzných, ale preventívne pôsobiacich stanoviskách.<sup>102</sup> Na druhej strane ani snaha o exaktné definovanie každého právneho pojmu nemusí vždy dopadnúť zdarom, ako je toho príkladom už spomínané verejné ponúkanie, alebo máťuce rozlišovanie medzi finančným a investičným nástrojom v zákone o podnikaní na kapitálovom trhu, alebo nerovnakým obsahom pojmu klamlivá informácia v ZPKT a ObchZ a pod. Aj v európskej legislatíve sa definovaniu pojmu verejnosť (public) zákonodárca zámerne vyhýba. Relevantne sa k nemu vyjadril napríklad Hospodársky a sociálny výbor Európskej únie vo svojom stanovisku k návrhu Smernice 93/22/EHS o investičných službách,<sup>103</sup> keď negatívne vymedzil pojem verejnosť konštatovaným, že „o verejnú ponuku sa nejedná vtedy, ak sa ponuka obracia len na určitú skupinu osôb, ktorá je ponúkajúcemu známa, početne ohraničená a bola osobne informovaná ponúkajúcim alebo sprostredkovateľom nim povereným“. Z negatívnej štylizácie sa dá vyvodiť, že sa verejná ponuka musí obracať na neurčitý okruh osôb (incertae personae). K analogickému záveru dospela i Komisia v svojom stanovisku č. STAN/6/2005, keď verejnosťou rozumie širší okruh osôb, v zásade rovnako podrobnejšie charakterizovaných ako v prípade stanoviska Hospodárskeho a sociálneho výboru EÚ.

Dôležitosť vymedzenia pojmu verejnosť nie je len v súvislosti so stanovením okruhu osôb, od ktorých SFKI môže zhromažďovať peňažné prostriedky, ale

---

<sup>101</sup> Výnimkou je §89 odst.4 trestného zákona, podľa ktorého je trestný čin spáchaný verejne pokiaľ je spáchaný pred viac ako dvoma osobami súčasne prítomnými.

<sup>102</sup> Komise pro cenné papíry ako predchodzí správny orgán dohľadu nad kapitálovým trhom vydala v tejto súvislosti niekoľko právnych stanovísk napr. stanovisko č. STAN/6/2005 zo dňa 8. 6. 2005 pod názvom Shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti podle zákona o kolektivním investování alebo stanovisko č. STAN/7/2004 zo dňa 23. 6. 2004 s názvom K otázce veřejného nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování.

<sup>103</sup> Pilař, R.: Kolektivní investování v EU. Disertační práce. Univerzita Karlova v Praze. Praha. 2003

i v dôsledku ustanovenia §56 odst. 5 ZKI, ktoré zapovedá verejné ponúkania a propagáciu cenných papierov vydaných špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov. Pri zakladaní fondu však môže byť uverejnená propagačná upútavka. Podľa doporučenia Asociácie fondů a asset managementu ČR<sup>104</sup> by súčasťou takejto upútavky malo byť:

- identifikácia subjektu, ktorý upútavku činí,
- zameranie fondu a investícií fondu (typ aktív, investičná politika),
- vymedzenie okruhu investorov, ktorým je fond ponúkaný,
- výška minimálnej investície,
- kontaktná osoba pre získanie viac informácií.

Podľa názoru AFAM ČR sa zákaz poskytovania detailných informácií, ktoré nie sú obsahom propagačnej upútavky, vzťahuje i na informácie získané investorom z internetových stránok s individuálnym zabezpečením prístupu klienta (login, heslo). Argumentačne je toto stanovisko podložené nutnosťou predchádzajúceho pohovoru s klientom o jeho skúsenostiach s daným typom investície ako i poučenia o možných rizikách, ktoré daná investícia nesie. Vychádzajúc z praxe zahraničných subjektov obdobných českým SFKI, ktoré bežne informácie o takýchto rizikových investíciách poskytujú po súhlase s poučením o rizikách a následnej inicializácií na svojich internetových stránkach a z faktu, že zmluvne nadobudnúť cenné papiere vydané špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov môže i právnická alebo fyzická osoba, ktorá stačí ak písomne prehlási, že má skúsenosti s obchodovaním s cennými papiermi (§56 odst. 1 písm. p) ZKI) nesúhlasím s vyššie prezentovaným názorom AFAM ČR. Domnievam sa, že o verejné ponúkание ani propagáciu sa nejedná ak investor o sebe prehlási<sup>105</sup>, že je kvalifikovaný, cestou elektronického prehlásenia a nutnosťou sa inicializovať. Dá sa však súhlasiť s ďalším doporučením AFAM ČR, že je dovolený adresný direkt mailing, ale len v rozsahu propagačnej upútavky, zatiaľ čo neadresný direkt mailing by mal byť ako forma zverejňovania ako taký, zakázaný.

---

<sup>104</sup> Doporučení pro členy AFAM ČR jak postupovat při správě fondů kolektivního investování (dle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování – dále jen Zákon). Asociace fondů a asset managementu ČR. 13.06.2006. [cit. 29. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.afamcr.cz/download/304-doporu\\_en\\_fki\\_20060613.pdf](http://www.afamcr.cz/download/304-doporu_en_fki_20060613.pdf)>.

<sup>105</sup> Identický názor nezastávam ak sa jedná už o zmluvné nadobúdanie cenných papierov SFKI, kde by som ak vôbec, tak stanovil akým spôsobom sa skúsenosti potenciálneho investora majú overovať, pretože v tomto prípade investorovi už hrozí reálne variantné riziko prameniace z investorovej nekvalifikovanosti.

Podporné použitie výkladu slova verejnosť pre účely klasifikácie osôb, od ktorých môže SFKI zhromažďovať peňažné prostriedky je zmysluplné v obecnej rovine, pretože §49 odst. 1 ZKI týchto označuje pojmom kvalifikovaní investori a ZKI ich následne taxatívne vymenúva v svojom §56 odst. 1. Pozitívneprávna kategorizácia a názvoslovie subjektov finančného resp. kapitálového trhu je v českom právnom poriadku relatívne rôznorodá. Z hľadiska svojho významu sa za najširší označuje pojem účastníka kapitálového trhu, ktorého neuzavretý výpočet subjektov doňho spadajúcich, je upravený v zákone č. 15/1998 Sb., o dohľadu v oblasti kapitálového trhu v §5 odst. 3. Účastníkom kapitálového trhu<sup>106</sup> sa rozumie i investor na kapitálovom trhu. Je prirodzené, že investori sa navzájom medzi sebou odlišujú či už v svojej kapitálovej sile alebo erudícií, čo reflektuje i pozitívne právo, keď zavádza vlastnú terminológiu rozlišujúcu heterogénnu skupinu investorov. Počtom najmenšiu kategóriu tvoria tzv. inštitucionálni investori tak ako sú špecifikovaní v §5 odst. 1 zákona č. 15/1998 Sb., o dohľadu v oblasti kapitálového trhu. Od nich je nutné odlišovať pojem profesionálni investori, ktorý zahŕňa širšie spektrum investorov a je súčasťou definičného ustanovenia §2 ZPKT. V rovnakom zákone v úprave verejnej ponuky investičných cenných papierov v §34 odst.2 písm. d) sa nachádza názvoslovne, ale nie obsahovo, identický pojem ako v prípade označenia osôb, ktorí môžu participovať na investíciách do SFKI, teda kvalifikovaný investor. Nemyslím si, že sa jedná o právne korektné riešenie, keď v jednej oblasti práva (právo cenných papierov) sa vyskytujú navzájom nekorešpondujúce, inak rovnaké pojmy. Minimálne to pôsobí máťuco, a to i pre osoby tejto oblasti práva znalé. Zmluvne nadobúdať akcie alebo podielové listy špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov sú oprávnené len osoby taxatívne uvedené v §56 odst. 1 ZKI. Ide predovšetkým o skutočne profesionálnych investorov (nie v zmysle ZPKT) ako sú napr. banka, obchodník s cennými papiermi, investičný fond, penzijný fond, poisťovňa a pod. Medzi skutočnými profesionálmi sa však v poslednom bode (písm.p)) katalógu ocitla položka, ktorá význam obmedzenia dosť relativizuje. Za kvalifikovaného investora možno považovať i akúkoľvek právnickú alebo fyzickú osobu, ktorá písomne prehlási, že má skúsenosti s obchodovaním s cennými papiermi. Zákon ďalej nestanovuje ako, a či vôbec, musí SFKI overovať znalosti takejto osoby, čím sa takéto čestné prehlásenie stáva prázdnu deklaráciou. Navyše pochybnosti vyvoláva

---

<sup>106</sup> Pojem kapitálový trh je užší ako finančný trh, pretože nim rozumieme predovšetkým trh s dlhodobými cennými papiermi in. Bakeš, M. a kol.: Finanční právo. 4. aktualizované vydání. Praha: C.H.Beck, 2006, 771 s.

formulácia, v ktorej sa požadujú skúsenosti s obchodovaním s cennými papiermi. Vzhľadom k rozmanitosti investičných politík špeciálneho fondu, ktoré dovoľuje ZKI, je požiadavka práve a len na skúsenosti s obchodovaním s cennými papiermi ako značne reštriktívna. Naznačenú nekonzistentnosť rieši vyhláška ČNB č. 482/2006 Sb., o minimálnych náležitostiach statutu a povinných náležitostiach zjednodušeného statutu fondu kolektívneho investovania (ďalej tiež vyhláška o štatúte), keď v §19 odst. 5 písm. b) zakotvuje povinnosť SFKI zapracovať do štatútu fondu „podrobnosti o spôsobe overení zkušení investorů s investovaním do aktiv, na které se investiční politika fondu zaměřuje“. Lex specialis už neoperuje s termínom obchodovania s cennými papiermi, ale správne s obecnjším termínom aktiv, do ktorých SFKI investuje. Na druhej strane kladie požiadavku na overovanie skúseností investora, teda de facto, na preskúmanie pravdivosti písomného prehlásenia kvalifikovaného investora. Podľa môjho názoru sa dikcia vyhlášky vymyká požiadavkám zákona, keď evidentne ide nad jeho rámec, no i napriek tomu si nedokážem v praxi predstaviť ako by mohla existovať prijateľná forma takéhoto overenia skúseností investora a ani to, že keby už eventuálne v súlade so štatútom fondu k nemu došlo, že by špeciálny fond z dôvodu nedostatku skúseností klienta odmietol.

V štatúte špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov sa obligatórne musí nachádzať vedľa, pre štatúty všetkých fondov kolektívneho investovania rovnaká náležitosť, charakteristiky typického investora, pre ktorého je fond kolektívneho investovania určený<sup>107</sup>, tiež špeciálne pre SFKI<sup>108</sup> vymedzenie investorov (z radou kvalifikovaných investorov), pre ktorých je SFKI určený. V doterajšej praxi českých SFKI je tejto možnosti redukcie kvalifikovaných investorov často využívané, keď zmyslom zakladania špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov je správa a obhospodarovanie voľných likvidných aktiv subjektov jednej finančnej skupiny.<sup>109</sup>

Jediným reálne obmedzujúcim kritériom kladeným na osobu kvalifikovaného investora je požiadavka na minimálnu vstupnú investíciu jedného investora SFKI vo výške 1 milión Kč (§56 odst. 4 ZKI). Hodnota jedného miliónu je chápaná ako limitná, pretože štatút fondu môže obsahovať vyššiu minimálnu hranicu vstupnej investície.<sup>110</sup>

<sup>107</sup> §6 odst. 3 vyhlášky o štatúte.

<sup>108</sup> §19 odst. 5 písm. a) vyhlášky o štatúte.

<sup>109</sup> Z pre mňa dostupných informácií vyplýva, že za týmto účelom bol založený napr. fond investičnej spoločnosti České spořitelny, a.s., ŠKODA, alebo že obdobný fond pre svoju skupinu plánovala vytvoriť Komerční banka, a to pod názvom Protos.

<sup>110</sup> §19 odst. 5 písm. d) vyhlášky o štatúte.

Zákon o kolektivním investování v §56 odst. 3 kvantitativně obmedzuje počet investorov špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov na 100 akcionárov alebo podielnikov. V skutočnosti nejde o charakteristiku kvalifikovaného investora (nanajvýš nepriamu), ale o zamedzenie využívania SFKI ako retailového investičného produktu. ČNB môže, bez právneho nároku žiadateľa, udeliť výnimku pre prekročenie hornej hranice počtu investorov. V opačnom prípade vedie prekročenie k odobratiu povolenie k činnosti investičného fondu, ktorý je SFKI (§114 odst. 7 ZKI) resp. odobratiu povolenia investičnej spoločnosti k vytvoreniu podielového fondu, ktorý je SFKI (§115 odst. 2 písm. c) ZKI).

Zákonnú koncepciu vymedzenia kvalifikovaného investora nepovažujem z celkového pohľadu za podarenú. Vo všeobecnej rovine považujem za kvalifikovaného investora osobu, ktorá by teoretickú stratu vyplývajúcu z investície do špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov nepovažovala za katastrofickú, teda osobne likvidačnú. Z tohto pohľadu je opodstatnená akurát požiadavka na minimálnu vstupnú investíciu, keďže je nastavená na úrovni, ktorá, za predpokladu, že nebudú investované celoživotné úspory, je dostatočne vysoká, aby chránila drobných investorov. Za dostatočne vyvážený systém kvalifikácie investorov, ktorým je takýto typ fondu určený považujem napríklad v tejto práci analyzovaný systém Írsky. Vedľa minimálnej vstupnej investície je stanovená pre právnické i fyzické osoby minimálna výška hodnoty ich majetku.<sup>111</sup> Za splnenia oboch podmienok sa domnievam, že niet pochyb o kvalifikovanosti investora.

V skutočnosti by ani nebola potreba existencie predlohy v zahraničnej právnej úprave, stačilo ak by zákonodárca prebral definíciu kvalifikovaného investora z úpravy verejnej ponuky investičných cenných papierov v ZPKT, tak ako ju predtým, v podstate doslovne, prebral zo smernice 2003/71/ES o prospekte. Samozrejme by musel modifikovať čiastky tam uvedené smerom dole, aby boli nastavené realisticky. Myslím, že na tomto príklade sa dá opäť poukázať na slabinu, ak sa český zákonodárca vyberie vlastnou legislatívnou cestou a nemôže resp. nechce sa oprieť o už existujúcu vlastnú (alebo európsku) variantu.

---

<sup>111</sup> Podobne je tomu i v USA, keď tzv. Qualified Purchaser je identifikovaný práve pomocou výšky zainvestovaného majetku. K tomu viď napr.: Defining the Term "Qualified Purchaser" under the Securities Act of 1933. Securities and Exchange Commission. [Release No. 33-8041; File No. S7-23-01]. [cit. 5. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm>>.



### 2.3.1.2. Prípustnosť zhromažďovania nepeňažitých prostriedkov

Otázka prípustnosti nepeňažitého vkladu pri splácaní základného kapitálu SFKI vo forme investičného fondu, alebo pri jeho zvyšovaní vyvstala v situácií, keď mnoho obchodných spoločností v ČR zaoberajúcich sa developmentom<sup>112</sup> by túto svoju aktivitu chcelo vykonávať prostredníctvom SFKI. Často krát však nedisponujú voľnými finančnými prostriedkami, ale len nehnuteľnosťou vhodnou na developerskú činnosť. Česká národná banka v svojom stanovisku<sup>113</sup> len potvrdila predchádzajúce závery Komise pro cenné papíry a sice, že podľa §64 odst. 1 písm.g) ZKI je nutné k udeleniu povolenia k činnosti investičného fondu okrem iného, aby bol základný kapitál investičného fondu splatený len peňažitými vkladmi. To samozrejme vylučuje pri zakladaní investičného fondu použitie nepeňažitých vkladov. Takúto explicitnú zákonnú podporu, ale nenájdeme v prípade riešenia otázky zvyšovania základného kapitálu investičného fondu nepeňažitými vkladmi. Snáď jediným vodítkom by mohla byť samotná definícia kolektívneho investovania (§2 odst. 1 písm. a) ZKI) ako i jej zjednodušený variant použitý v základných ustanoveniach kolektívneho investovania špeciálnych fondov (§49 odst. 1 ZKI). Kvôli týmto argumentom sa nedá súhlasiť s názorom, že jednorázové, prípadne málo opakované prijímanie nepeňažitých vkladov, by neznamenal porušenie definície kolektívneho investovania.<sup>114</sup> Z principiálneho hľadiska som za to, aby možnosť použitia nepeňažitých vkladov pri zakladaní a zvyšovaní kapitálu investičného fondu SFKI bola priamo v zákone dovolená.

Marginálne je treba spomenúť prípad SFKI vo forme podielového fondu. Pri zakladaní podielového fondu, zo samotného charakteru podielového fondu ako entity bez právnej subjektivity nie je vôbec možné hovoriť o jeho základnom kapitále. ČNB ale skúma pri udeľovaní povolenia k vytvoreniu podielového fondu, či vlastný kapitál investičnej spoločnosti umožňuje riadne obhospodarovanie podielového fondu a riadny výkon ďalších činností investičnej spoločnosti (§66 odst. 1 písm. a) ZKI). Predmetom vkladu pri zakladaní investičnej spoločnosti môžu byť peňažité i nepeňažité vklady s podmienkou, že takto splatený základný kapitál umožní riadny výkon činností uvedených v povolení udelenom ČNB (§60 odst. 1 písm. f) ZKI). Umožnenie riadneho výkonu aj s použitím nepeňažitých vkladov musia zakladatelia investičnej spoločnosti

---

<sup>112</sup> Developmentom rozumieme nákup pozemkov a výstavba budov na týchto pozemkoch, prípadne rekonštrukcia existujúcich budov za účelom ich ďalšieho predaja

<sup>113</sup> Vid' pozn. č. 98, tamtiež.

<sup>114</sup> Vid' pozn. č. 97, tamtiež.

zdôvodniť v predkladanom pláne obchodnej činnosti (§60 odst. 1 písm.d) ZKI). Z ustanovenia §11 ZKI<sup>115</sup> sa dá celkom jednoznačne dovodiť, že podielový fond, stricto sensu, investičná spoločnosť, nemôže prijímať nepeňažité vklady, pretože vydanie podielového listu sa viaže k „zaplateniu čiastky“.

### 2.3.2. Investovanie na princípe rozkladania rizika

Investičná politika špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov nepodlieha v zásade žiadnym špeciálnym pravidlám, je teda ponechaná v diskrecii fondu samotného. Napriek tejto zdanlivej investičnej voľnosti SFKI sa na neho vzťahujú obecné ustanovenia ZKI, ktorých súčasťou je i definícia kolektívneho investovania. Konkrétne v nej samotnej sa nachádza jedna podmienka vzťahujúca sa k investičnej politike subjektov kolektívneho investovania. Je ňou investovanie na princípe rozkladania rizika. Na rovnakom základe je postavená povinnosť upraviť v štatúte fondu špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov limity pre rozloženie rizika (§56 odst. 7 ZKI).

Rozkladanie rizika, jedným slovom diverzifikácia, je predne pojmom finančnej teórie.<sup>116</sup> V súčasnosti sa dá len veľmi rezervovane abstrahovať od skutočnosti, že ako aktíva v správe investičnej spoločnosti alebo investičného fondu, tak v rukách individuálneho investora, sú združené do portfólií. Preto by bolo chybou opomenúť portfóliový prístup pri nazeraní na aktíva vo fondoch kolektívneho investovania. Zmyslom zostavovania portfólia je diverzifikácia t.j. eliminácia nesystematického rizika (rizika spoločnosti) zmeny výnosu aktíva a vystavenie portfólia „len“ riziku systematickému (riziko trhu), ktoré sa odstrániť nedá. V elementárnej rovine to znamená, že ak chceme riziko rozkladať musíme mať aspoň dve aktíva v portfóliu, ideálne s čo možno najprotichodnejšími rizikovými charakteristikami.<sup>117</sup>

Pre SFKI to znamená, že majetok fondu by nemal byť z prevažnej časti vystavený riziku jediného aktíva, príkladmo jedinej nehnuteľnosti alebo súboru nehnuteľností, ktorých ekonomické využitie je vzájomne prepojené. Je otázkou ako majú byť nastavené

---

<sup>115</sup> Ale tiež napr. z ustanovenia §6 odst. 1 ZKI, ktoré v návětí zhromažďovanie viaže s peňažnými prostriedkami.

<sup>116</sup> Brada, J.: Teorie portfólia, Vysoká škola ekonomická v Praze, Praha, 1996

<sup>117</sup> Z teórie portfólia vyplýva, že v tomto smere kľúčovou je štatistická veličina kovariancie resp. korelácie (tzv. normovanej kovariancie) medzi dvojicou náhodných veličín (aktív), ktorá kvantifikuje ich „mieru závislosti“.

limity, aby sa dalo hovoriť o prevážnej časti majetku fondu. Štandardnou je situácia, keď SFKI má svoje portfólio organizované tak, že jedna jeho časť je označovaná ako „stabilná“ (menej riziková) a druhá ako „výkonnostná“ (viac riziková). Týmto sa dostávame k neriešiteľnému problému tzv. investorského magického trojuholníka (výnos-riziko-likvidita) veľmi podobnému tomu, ktorý sa podľa môjho názoru vyskytol pri úprave špeciálnych fondov nehnuteľností. I keď sa u nehnuteľnostných fondov jedná primárne o zaistenie likvidity (§53j ZKI), môže vysoký podiel likvidných aktív znamenať síce výrazný pokles rizika, ale i výnosu, čím sa môže vytratiť atraktivita takejto investície z pohľadu investora. Preto ak uvažujeme, že v SFKI sú koncentrovaní len kvalifikovaní investori, tacitne predpokladáme, znalí naznačených súvislostí nevidím dôvod, prečo by s nimi malo byť zachádzané ako s investorskou verejnosťou. Ďalším argumentom v prospech dovolenia výrazne asymetrického pomeru investícií je fakt, že riziko sa môže rozkladať jednak medzi niekoľko druhov aktív a jednak medzi niekoľko druhov rizík ako takých. Investičný projekt pravdepodobne zosobňuje väčší počet rizík ako napríklad dlhopisová investícia.

Ak by sme čiastočne rešpektovali oba názory najvhodnejším by bol case-by-case prístup orgánu dohľadu v oblasti kapitálového trhu, ktorý by ad hoc posudzoval charakter investície SFKI a v konkrétnych prípadoch by minimálne aspoň na obmedzenú dobu mohol pripustiť nevyváženosť investícií fondu. Takéto riešenie by samozrejme predpokladalo informovanosť investorov špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov o tomto spôsobe investovania, a to i v oblasti rizík, ktoré z neho vyplývajú. Často sú investori zainteresovaní na tvorbe investičnej politiky SFKI, teda nie je dosť dobré možné, že by fond jednal v rozpore so záujmami investorov.

Problém slabo diverzifikovaného portfólia SFKI je doménou hlavne začiatku existencie fondu. Zákon o kolektívnom investovaní pri stanovovaní investičných limitov pre špeciálne fondy nehnuteľností pamätá na problém preklenutia počiatočnej fázy existencie fondu, keď v §53a odst. 4 dovoľuje maximálne po dobu 3 rokov odo dňa udelenia povolenia k vytvoreniu podielového fondu nedodržiavať zákonné investičné limity s tým, že ale napríklad platí, že hodnota jednej nehnuteľnosti zaobstarávanej do majetku špeciálneho fondu nehnuteľností nesmie v dobe zaobstarávania prekročiť 60% hodnoty majetku fondu. Pri úprave SFKI ide zákon ďalej, pretože nestanovuje žiadne investičné limity, zároveň však nie je vylúčené, že majetok SFKI sa druhovo nebude

líšiť od toho v špeciálnych fondoch nehnuteľností,<sup>118</sup> preto si myslím, že analogická aplikácia ustanovenia §53a odst. 4 na SFKI sa priamo ponúka, ale tiež, že by malo ísť len o akúsi analógiu de minimis, teda orgán dohľadu by mal byť pri posudzovaní otázky rozkladania rizika pri investovaní SFKI ešte benevolentnejší.

### 2.3.3. Ďalšie obhospodarovanie majetku

Za ostatnú činnosť subsumovanú pod pojem kolektívneho investovania ako predmetu podnikania zákon považuje obhospodarovanie majetku fondu kolektívneho investovania. Investičný fond môže si z titulu právnej subjektivity vlastný majetok obhospodarovať sám, alebo túto činnosť môže zmluvne preniesť na investičnú spoločnosť (§4 odst. 6), ktorá ak to bolo s investičným fondom v zmluve o obhospodarovaní ujednané, môže svoje povinnosti v tejto oblasti ďalej delegovať. Prirodzene je tomu inak u podielových fondov. Majetok v podielovom fonde obhospodaruje investičná spoločnosť svojim menom na účet podielnikov (§7 odst. 1 ZKI). Medzi investičnou spoločnosťou a podielníkmi podielového fondu vzniká právny vzťah podobný komisionárskemu vzťahu. Táto skutočnosť je reflektovaná i v novelizovanom §77 odst. 1 ZKI, v ktorom sa hovorí, že investičná spoločnosť môže ovládať inú obchodnú spoločnosť len ak ide o účasť držanú na účet obhospodarovaného podielového fondu. Zákonodárca mohol zvoliť trochu inú formuláciu tohto ustanovenia, pretože z neho vychádza, že investičná spoločnosť je schopná ovládať inú obchodnú spoločnosť prostredníctvom podielového fondu. Investičná spoločnosť v prípade výkonu hlasovacích práv jedná svojim menom, i keď jej akcie v majetku podielového fondu nepatria,<sup>119</sup> a to i napriek tomu, že hlasovacie právo nie je právom samostatne prevoditeľným (§156a ObchZ). Ak investičná spoločnosť akcie iných obchodných spoločností nevlastní, tak nedisponuje ani hlasovacími právami. ZKI investičnú spoločnosť oprávňuje k výkonu hlasovacích práv, ale na účet a v záujme podielnikov podielového fondu, ktorý sú vlastníckmi majetku v podielovom fonde (§6 odst. 2 ZKI) a nie podielového fondu ako takého.

---

<sup>118</sup> K tomu viď bližšie napr.: Kolektivní investování je krok správným směrem. Redakce Stavebního fóra. 16.10.2006. [cit. 10. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=7960&t=1162057473>>.

<sup>119</sup> Dědič, J.: Individuální výkon hlasovacích práv v akciové společnosti, ASPI: 7585 (LIT)

Pravidlá jednania pri obhospodarovaní majetku fondu kolektívneho investovania investičnou spoločnosťou resp. investičným fondom ukladajú povinnosť obhospodarovať majetok fondu s „odbornou péčiou“, uprednostňovať záujmy investorov pred vlastnými záujmami a disponovať a využívať materiálne i personálne vybavenie nutné k riadnemu obhospodarovaniu majetku fondu. Ustanovenie §75 odst. 2 ZKI demonštratívne vymenúva čo sa rozumie pod povinnosťou obhospodarovať majetok fondu s „odbornou péčiou“. V konečnom dôsledku som názoru, že pod pojem „odborná péče“ by sa dala subsumovať i povinnosť investovať na princípe rozkladania rizika, pretože ide o imanentnú súčasť procesu obhospodarovania majetku fondu, ktorá s akcentom na odbornosť, vychádza z preferovanej teórie portfólia.

### 3. Právna úprava špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov v Zákone o kolektívnom investovaní

I keď Zákon o kolektívnom investovaní venuje priamo úprave špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov len dva paragrafy, nachádzajú sa v zákone, ako i v prevádzacích právnych predpisoch, ustanovenia viažuce sa k SFKI. Práve účelom tretej kapitoly tejto práce je poskytnúť ucelený prehľad právnej úpravy týkajúcej sa inštitútov a procesov, s ktorými sa SFKI potýkajú počnúc svojim založením a vznikom a končiac zrušením a zánikom.

Špeciálne fondy, až na špeciálne fondy nehnuteľností,<sup>120</sup> môžu byť vytvorené vo všetkých troch formách predpokladaných zákonom. Z pohľadu SKFI považujem za najvhodnejšiu formu investičného fondu, a to investičného fondu samostatne obhospodarujúceho vlastný majetok.<sup>121</sup> Argumentmi v prospech tejto formy podnikania SFKI som sa podrobnejšie zaoberal v subkapitole tejto práce nazvanej Obhospodarovanie majetku investičného fondu, kde som poukázal na problém spoluprotvorby investičnej politiky SFKI kvalifikovanými investormi. Moje presvedčenie o vhodnosti samosprávnej formy investičného fondu SFKI dokumentuje i v praxi prevládajúci skutočný záujem o túto formu, deklarovany ČNB.<sup>122</sup> Preto ak ďalej v tejto práci nebude výslovne uvedené inak, budem mať vždy na mysli špeciálny fond kvalifikovaných investorov v svojej samosprávnej forme investičného fondu.

---

<sup>120</sup> Z môjho pohľadu hodnotím ako najzávažnejší nedostatok úpravy špeciálnych fondov nehnuteľností práve požiadavku na zakladanie tohto druhu fondu len vo forme otvoreného podielového fondu. Táto skutočnosť je, domnievam sa, prapodstatou problémov tak intenzívne diskutovaných ako zabezpečenie likvidity fondu alebo stanovovanie hodnoty majetku fondu, na ktorý je naviazaná aktuálna hodnota podielového listu. Ak by špeciálny fond nehnuteľností mal formu investičného fondu obchodovaného na regulovanom trhu naznačené problémy by ani nevyvstali.

<sup>121</sup> Nazývaný tiež tzv. samosprávny fond in. Bakeš, M. a kol.: Finanční právo. 4. aktualizované vydání. Praha: C.H.Beck, 2006, 771 s., str. 637.

<sup>122</sup> V období spracovania tejto práce bolo po značných komplikáciách Českou národní bankou udelené prvé povolenie k činnosti investičného fondu SFKI, ktorý nieje súčasťou žiadnej bankovej skupiny, a to akciovej spoločnosti UTIS uzavřený investiční fond. Jedná sa o vôbec prvý samosprávny investičný fond kvalifikovaných investorov v ČR, potom ako ČNB odmietla asi desať žiadateľov usilujúcich o založenie takéhoto fondu. Lékó, I.: ČNB povolila první fond kvalifikovaných investorů. Týdeník EURO. 28/2007. 8.7.2007. [cit. 14. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.bbh.cz/pdf/CNB.pdf>>.

### 3.1. Založenie a vznik špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov

Právna úprava zakladania investičných fondov pred technickou novelou Zákona o kolektívnom investovaní vykazovala prvky vzájomnej vnútornej nekoordinovanosti, čo musela svojim výkladom odstraňovať Komise pro cenné papíry.<sup>123</sup>

Súčasne platná regulácia zakladania a vzniku investičného fondu sa člení na niekoľko fázy. Na samom začiatku celého procesu je potrebné založiť akciovú spoločnosť, ktorej jediným predmetom podnikania je kolektívne investovanie. Na to naväzuje fáza udeľovania povolenia k činnosti investičného fondu na žiadosť zakladateľov akciovej spoločnosti. Oprávnenie k činnosti investičného fondu vznikne akciovej spoločnosti dňom jej zápisu do obchodného registra. Zároveň zápisom do obchodného registru vzniká akciová spoločnosť – investičný fond. Investičný fond je ďalej povinný do 2 mesiacov odo dňa zápisu do obchodného registra doložiť ČNB, že sú jeho pomery v súlade s predpokladmi, za ktorých sa vychádzalo pri udelení povolenia k činnosti, predovšetkým, že má vecné, personálne a organizačné predpoklady pre výkon kolektívneho investovania.

K zakladaniu a vzniku investičného fondu sa použije obecnej úpravy zakladania akciovej spoločnosti v Obchodnom zákonníku spolu s modifikáciami, tak ako sú upravené v ZKI a ako o nich bude pojednané v ďalšom texte.

#### 3.1.1. Založenie akciovej spoločnosti

Obdobie medzi založením a vznikom akciovej spoločnosti s jediným predmetom podnikania – kolektívnym investovaním za účelom vzniku investičného fondu kvalifikovaných investorov musia zakladatelia (alebo len niektorí z nich) využiť k podaniu žiadosti o povolenie k činnosti investičného fondu. Akciová spoločnosť musí byť podľa §4 odst. 2 založená bez verejnej ponuky akcií. Simultánny spôsob založenia akciovej spoločnosti je v plnom súlade s profiláciou SFKI ako fondu, ktorý nie je určený verejnosti. ZKI požaduje, aby v momente podania žiadosti o povolenie k činnosti akciová spoločnosť ešte nevznikla, čo sa dá naplniť jednak založením úplne novej akciovej spoločnosti, alebo tiež formálneprávne fúziou splynutím existujúcich

---

<sup>123</sup> Stanovisko č. STAN/17/2004 zo dňa 10. 11. 2004 s názvom K niektorým otázkám vzniku investičných fondů.

akciových spoločností so založením novej nástupníckej akciovej spoločnosti. Účelom tohto požiadavku je zrejme, aby akciová spoločnosť bola tabula rasa, teda bez rizík spojených s minulým podnikaním. V tomto svetle sa založenie akciovej spoločnosti fúziou splynutím javí ako nežiadúce.

Akciová spoločnosť môže byť založená i jedným zakladateľom ak je právnickou osobou, v opačnom prípade minimálne dvoma (§162 odst. 1 ObchZ). To platí i pre zakladanie akciovej spoločnosti – investičného fondu. Otázkou, ktorou som sa už zaoberal na inom mieste tejto práce, je ako dlho by mohol existovať investičný fond SFKI s jedným akcionárom a pritom spĺňať požiadavku kolektívnosti vyplývajúcu z obecnej definície kolektívneho investovania. V prípade SFKI treba navyše brať do úvahy fakt, že akcionárska základňa je limitovaná horným počtom.

### 3.1.2. Povolenie k činnosti investičného fondu

K tomu, aby ČNB udelila povolenie k činnosti investičného fondu je potrebné, aby zakladatelia splnili taxatívne vymenované povinnosti resp. náležitosti žiadosti v takom rozsahu ako predpokladá §64 odst. 1 ZKI. Predovšetkým musia doložiť, že akciová spoločnosť bola založená, sídlo a skutočné sídlo akciovej spoločnosti je na území Českej republiky, je splatený základný kapitál, a to len peňažitými vkladmi, pričom jeho pôvod je priehľadný a nezávadný a umožňuje riadny výkon činnosti investičného fondu, predpokladané vedúce osoby spĺňajú na ne kladené požiadavky (§72 ZKI). Ďalej musí byť predložený vierohodný plán obchodnej činnosti, navrhnutí štatút fondu musí obsahovať všetky zákonom predpísané náležitosti a musia byť naplnené všetky ostatné požiadavky kladené zákonom ako i vyhláškou č. 269/2004 Sb., o náležitostiach a prílohách žiadostí podľa zákona č. 189/2004 Sb., o kolektívnom investovaní (ďalej tiež vyhláška o náležitostiach žiadosti).

Súčasťou výroku rozhodnutia o udelení povolenia k činnosti investičného fondu je schválenie jeho vedúcich osôb, depozitára, stanov a štatútu. V doterajšej praxi ČNB sa vyžaduje, aby fond predložil v rámci schvaľovacieho konania predbežný prísľub banky, že bude pre fond vykonávať činnosti depozitára a návrh depozitárskej zmluvy. Banka ako budúci depozitár fondu však nie je účastníkom povoľovacieho konania (inak tiež správneho konania) a to ani vo vzťahu ku štatútu fondu. To pôsobí rozporne vo vzťahu k §27 zákona č. 500/2004 Sb., správni rád, pretože schválením štatútu depozitárovi



vznikajú práva a povinnosti.<sup>124</sup> Na druhej strane sa kľudne môže stať, že depozitár nakoniec depozitársku zmluvu nepodpíše. Keďže fond nemôže vykonávať svoju činnosť bez depozitára, tautologicky by sa vracal k opätovnému predchádzajúcemu schvaľovaniu zmeny štatútu a depozitára, čo by sa dalo eliminovať ak by účastníkom povoľovacieho konania bola i banka ako budúci depozitár.

Povolenie k činnosti investičného fondu sa udeľuje na dobu určitú, najdlhšie však na 10 rokov (§64 odst. 3 ZKI in fine). Po uplynutí sa investičný fond zo zákona zrušuje (§94 ZKI) bez možnosti predĺženia doby, na ktorú bolo povolenie vydané resp. bez možnosti povolenie opätovne získať. Pri zakladaní investičného fondu zákon hovorí o zakladaní na dobu určitú (§4 odst. 5 ZKI), ale už neohraničuje jej dĺžku. Preto by bolo nanajvýš vhodné, aby obe doby navzájom spolu korešpondovali. ČNB v zlatom liste argumentuje, že zmyslom obmedzenia doby, na ktorú sa dá investičný fond založiť, je zabezpečiť, aby v rozumnom časovom horizonte mohol akcionár svoju investíciu speňažiť za odpovedajúcu cenu. Nepochybujem o platnosti tohto argumentu v prípade uzavretých investičných fondov zhromažďujúcich peňažné prostriedky od verejnosti, kedy by sa mohli drobní investori skutočne ocitnúť v relatívne bezvýhodiskovej situácii. Pri nízkom počte kvalifikovaných investorov v jednom SFKI, väčšinou vzájomne znalých, nevidím racionalitu takéhoto obmedzenia. Navyše SFKI môže mať vytvorenú investičnú stratégiu časovo prevyšujúcu samotnú existenciu investičného fondu, napríklad ak by sa jednalo o rozsiahly developérsky projekt, alebo investovanie v málo rozvinutých krajinách, rizikovom kapitále, začínajúcich sektoroch ekonomiky a pod.

Spôsob ako obísť obligatórnu desať ročnú existenciu investičného fondu je, odobrené i ČNB, fúzia zanikajúceho investičného fondu s iným investičným fondom, za splnenia podmienok v §96 ZKI. Predne pri fúzií investičných fondov musí byť zaistená ochrana akcionárov, nesmie sa jednať o fúziu investičných fondov s výrazne odlišným spôsobom investovania a ČNB povolí len fúziu dvoch investičných fondov. Nepochybne fúzia nového so zrušujúcim sa investičným fondom spĺňa svoj účel a pritom nedochádza k jednaniu kvalifikovateľnom ako obchádzanie zákona, no i tak by som radšej rozhodnutie, či založiť investičný fond SFKI na dobu určitú resp. neurčitú, zveril dotknutým kvalifikovaným investorom.

---

<sup>124</sup> Chlouba, V.: Rizikové fondy regulace v rámci EU nečeká, v Česku regulovány jsou. Komentář. [cit. 15. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.multiweb.cz/jurist/strana12.htm>>.

Zmena predmetu podnikania investičného fondu nie je prípustná (§4 odst. 7 ZKI). V zákone je *expressis verbis* zakázaná takáto zmena, čo má istotne svoj historická základ, konkrétne ide o obdobie koncu tzv. tretej vlny kupónovej privatizácie, keď veľké penzum investičných fondov sa transformovalo na holdingové spoločnosti. Zákon zapovedá zmenu predmetu podnikania investičného fondu, ale i možnosti premeny špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov. Najprv bez výnimky zakazuje premenu špeciálneho fondu zhromažďujúceho peňažné prostriedky od verejnosti na SFKI (§ 49a odst. 6 ZKI) a potom v novo vloženom ustanovení §101a ZKI o zmene štatútu investičného fondu nepripúšťa zmenu špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov na štandardný fond a opačne premenu štandardného fondu na SFKI. V rovnakom ustanovení sa duplicitne spomína identický zákaz premeny SFKI na špeciálny fond určený pre verejnosť. Isté viac menej teoretické riziko zmeny predmetu podnikania investičného fondu predstavuje znenie preformulovaného §4 odst. 1 ZKI. Z dikcie paragrafu plynie, že len investičný fond, ktorý má povolenie České národní banky k činnosti investičného fondu, je v skutočnosti investičný fond. Potom teoreticky ak povolenie stratí, nič mu nebráni sa transformovať. Výklad *e ratione legis* by bez pochyb dospel k záveru opačnému. Navyiac sa v zákone nachádza poistka v podobe špecifikácie tzv. čierneho kolektívneho investovania, ktorá by bývalému investičnému fondu s odobratím povolením nedovolila existenciu mimo regulatórny rámec Zákona o kolektívnom investovaní.

### *3.1.2.1. Základný kapitál a vlastný kapitál*

Na základný kapitál investičného fondu sa vzťahujú niektoré špecifiká odlišné od obecnej právnej úpravy v obchodnom zákonníku. Pred udelením povolenia k činnosti investičného fondu môže byť základný kapitál tvorený len vkladmi zakladateľov investičného fondu. Umožnením sukcesívneho zakladania investičného fondu by sa fakticky uskutočňovalo kolektívne investovanie ešte pred samotným udelením povolenia k činnosti dozorovým orgánom.<sup>125</sup> Zákon o kolektívnom investovaní vyžaduje minimálny vlastný kapitál investičného fondu, ktorý nemá uzavretú zmluvu o obhospodarovaní, v dobe udelenia povolenia k jeho činnosti vo výške 300 000 EUR odpovedajúcej ekvivalentu v českých korunách. Identickú podmienku kladie UCITS smernica pri

---

<sup>125</sup> Caska, O.: *Investiční společnost s variabilním kapitálem – pojem, charakteristika a možnosti uplatnění v ČR*. Rigorózní práce. Univerzita Karlova v Praze. Právnická fakulta. Praha. 2005.

povoľovaní činnosti investičného fondu,<sup>126</sup> avšak s tým rozdielom, že UCITS smernica sa aplikuje len na otvorené subjekty kolektívneho investovania, v tomto prípade by zrejme išlo o investičný fond s variabilným kapitálom. Tento presah transpozície na uzavreté investičné fondy v českom zákone hodnotím pozitívne, bez zamýšľania sa, či išlo o skutočný zámer zákonodarcu. Českým ekvivalentom anglického „initial capital“ podľa UCITS smernice je vlastný kapitál, ktorým treba rozumieť splatený základný kapitál a prípadné emisné ážio po odpočítaní nákladov vzniknutých v súvislosti so založením investičného fondu (najmenej však vo výške uvedenej v zakladateľskej zmluve alebo listine). K výške vlastného kapitálu sa viaže ešte povinnosť všetkých fondov kolektívneho investovania do jedného roka od udelenia povolenia k činnosti fondu kolektívneho investovania disponovať aspoň čiastkou 50 miliónov Kč.

Pri rozhodovaní o udelení povolenia k činnosti ČNB skúma, či je splatený základný kapitál akciovej spoločnosti vo výške 2 milióny Kč (§162 odst. 3 ObchZ). Zastávam názor,<sup>127</sup> že by bolo vhodné, minimálne v prípade nesamosprávneho investičného fondu kvalifikovaných investorov, vylúčiť ustanovenie §162 odst. 3 ObchZ, pretože nie vždy zakladatelia investičného fondu chcú tiež preberať úlohu investorov. Založiť akciovú spoločnosť by tak naďalej mohol len jeden zakladateľ pri existencii jedinej akcie, ktorej hodnota by bola len symbolická (napr. 1 Kč). Dosiachnutie tejto symbolickej výšky počiatočného kapitálu by stačilo na založenie samotnej spoločnosti, zatiaľ čo pre výkon kolektívneho investovania by bola smerodajná hranica vlastného kapitálu vo výške 50 miliónov Kč. Takouto zmenou právnej úpravy by sa dosiahlo zvýšenia atraktivity zakladania investičných fondov kvalifikovaných investorov v českej jurisdikcii a snád' i prilákania investičných spoločností obhospodarujúcich takto založené SFKI. Zakladatelia by mali v podstate jeden rok na to, aby získali dostatočné množstvo kapitálu od kvalifikovaných investorov a mohli pokračovať v kolektívnom investovaní.

V každom investičnom fonde vznikajú relatívne samostatné majetkové okruhy. Jedná sa o majetok určený ku kolektívnemu investovaniu (získaný z predaja akcií pri zvyšovaní základného kapitálu) a o majetok, ktorý je tvorený vkladmi zakladateľov investičného fondu. Oba okruhy sú majetkom investičného fondu a sú vedené pod jedným účtovníctvom. K ich odlíšeniu dochádza až na úrovni analytického účtovníctva.

---

<sup>126</sup> Článok 13a UCITS smernice.

<sup>127</sup> V súlade s názorom prezentovaným v rigoróznej práci O. Casku. Vid' pozn. č. 125, tamtiež.

V ZKI sa nenachádza úprava, ktorá by upresňovala nakladanie s vkladmi zakladateľov investičného fondu, čo podporuje právny názor KCP,<sup>128</sup> že so základným kapitálom investičného fondu sa nakladá obdobne ako u obchodných spoločností, teda platí, že sa ho dá investovať.

Okrem kvantitatívnych charakteristík kapitálu investičného fondu zákon neopomína ani kvalitatívnu stránku. Základný kapitál musí umožňovať riadny výkon činností investičného fondu, čo musí byť podložené reálnymi ekonomickými kalkuláciami v predkladanom pláne obchodných činností. Ďalej musia zakladatelia investičného fondu spolu so žiadosťou o povolenie k činnosti doložiť doklady o pôvode základného kapitálu investičného fondu a čestné prehlásenia, že im nie sú známe skutočnosti, ktoré môžu mať vplyv na priehľadnosť a nezávadnosť základného kapitálu. Ak sú na tvorbu kapitálu použité iné ako vlastné zdroje priložia žiadatelia – zakladatelia aj doklady o pôvode prostriedkov poskytovateľa týchto zdrojov (ak nie je týmto poskytovateľom banka).<sup>129</sup> Vágnosť pojmov priehľadnosti a nezávadnosti pôvodu základného kapitálu uspokojivo nerieši žiaden právny predpis ani iný právny dokument, čím sa odkladá bližšie vymedzenie na výstup interpretačnej a aplikačnej praxe dozorového orgánu.

### 3.1.2.2. Vedúce osoby

Vedúce osoby investičného fondu kvalifikovaných investorov musia mať k výkonu svojej funkcie predchodzí súhlas ČNB a ich schválenie je obsahom výrokovvej časti rozhodnutia o udelení povolenia k činnosti investičného fondu. V súlade s §2 písm. c) ZPKT a §9 písm. h) vyhlášky o náležitostiach žiadosti sa za vedúce osoby považujú členovia predstavenstva, výkonný riaditeľ alebo iné osoby, ktoré sú takto identifikované v popise organizačnej a riadiacej štruktúry investičného fondu. Aby vedúca osoba získala súhlas od ČNB musí spĺňať požiadavky na ňu kladené v §72 ZKI. Vedľa formálneprávných požiadaviek, podmienky nezlučiteľnosti funkcií, dôveryhodnosti a pod. musí byť vedúca osoba odborne spôsobilá a musí mať dostatočné skúsenosti s investovaním do majetku, do ktorého investičný fond kvalifikovaných investorov investuje. Dostatočné skúsenosti vedúcej osoby nemôžu byť nahradené napríklad existenciou pracovnoprávneho vzťahu medzi investičným fondom a skúseným portfólio

<sup>128</sup> Vid' pozn. č. 123, tamtiež.

<sup>129</sup> §9 písm. c) vyhlášky o náležitostiach žiadosti.

managerom. Jedinou cestou ako presadiť za vedúce osoby investičného fondu, nie v danej investičnej politike fondu znalých ľudí, je vedľa dvoch vedúcich osôb dostatočne skúsených, navrhnúť ČNB k schváleniu osoby, ktoré majú dostatočné skúsenosti v §15 ZKI vymenovaných oblastiach.

Kriticky sa staviam ku skutočnosti, že je irelevantné, či investičný fond obhospodaruje svoj majetok sám, alebo ho zmluvne zverí do obhospodarovania investičnej spoločnosti. Nevidím dôvod prečo nesamosprávne investičné fondy kvalifikovaných investorov, ktoré v súlade s analyzovaným §17 ZKI i tak nemôžu svojimi pokynmi zasahovať do obhospodarovania vlastného majetku, museli mať v čele vedúce osoby dostatočne skúsené s investovaním do majetku, na ktorý je zameraná investičná politika investičného fondu. Vecne nadbytočné sa javí i v zlatom liste ČNB komunikovaná požiadavka, aby aspoň jedna vedúca osoba fondu mala skúsenosti využiteľné v oblasti kolektívneho investovania, pokiaľ ide o obozretnostné pravidlá a pravidlá jednania. Vzhľadom k odlišnému fungovaniu SFKI, na rozdiel od fondov určených verejnosti, je táto ad hoc stanovená povinnosť správnym orgánom neopodstatnená a nemalo by sa k nej vôbec prihliadať.

### *3.1.2.3. Zvláštne spôsoby vzniku investičného fondu*

Okrem vzniku investičného fondu prostredníctvom udelenia povolenia k činnosti novo založenej akciovej spoločnosti pred jej vznikom, môže investičný fond vzniknúť premenou, za predpokladov stanovených v obecnej úprave obchodných spoločností (§69 a násl. ObchZ), partikulárne akciových spoločností (9-12 oddiel, V.dielu, druhej časti ObchZ), a Zákona o kolektívnom investovaní (§96). Investičný fond môže vzniknúť splynutím investičných fondov, rozdelením so založením nových investičných fondov, kombináciou predchádzajúcej formy s rozdelením investičného fondu zlúčením, alebo rozdelením odštiepením so založením nových spoločností, prípadne kombináciou posledne menovanej formy s rozdelením odštiepením zlúčením investičných fondov. V takom prípade je povolenie k činnosti nového investičného fondu súčasťou povolenia ČNB k fúzií alebo rozdeleniu investičného fondu.

Ostatne obecné formy premien sú buď ZKI zakázané, alebo nimi nedochádza ku vzniku nového investičného fondu. Investičný fond kvalifikovaných investorov nemôže zmeniť právnu formu (§4 odst. 2 ZKI), ani previesť obchodné jmění na spoločníka (§96 odst. 4 ZKI). Rozdelenie zlúčením investičných fondov, rozdelenie odštiepením zlúčením a zlúčením zase nevzniká nový investičný fond. Pre všetky formy premien

platí, že pri nich musia byť primárne chránené záujmy investorov, a že fúzovať i rozdeľovať sa môžu len investičné fondy, s prípadným vznikom nástupníckej spoločnosti, ktorá rovnako musí byť investičným fondom.

### 3.1.3. Zahájenie výkonu podnikateľskej činnosti investičného fondu

Povolenie k činnosti investičného fondu je skôr povolením k vzniku investičného fondu. Toto oprávnenie slúži ako podklad pre zápis investičného fondu do obchodného registra, pričom investičný fond zhromažďujúci peňažné prostriedky od verejnosti stále nemôže vykonávať svoju podnikateľskú činnosť na základe a v súlade s povolením k činnosti. Do dvoch mesiacov od vzniku investičného fondu musí investičný fond doložiť České národní bance, že jeho pomery, predovšetkým vecné, personálne a organizačné, sú zlučiteľné s predpokladmi, z ktorých vychádzala ČNB pri udeľovaní povolenia k činnosti. Mám za to, že ak sa jedná o investičný fond kvalifikovaných investorov, tento môže vykonávať svoju podnikateľskú činnosť odo dňa udelenia povolenia k činnosti investičného fondu s tým, že do dvoch mesiacov stačí doložiť potrebné informácie. Vychádzam z toho, že inak je tomu u investičných fondov určených verejnosti, ktoré musia navyše požiadať o súhlas ČNB so zahájením zhromažďovania peňažných prostriedkov od verejnosti. Do udelenia takéhoto súhlasu nesmie fond prostriedky od verejnosti zhromažďovať (§64 odst.4 ZKI in fine), čo by pri väčšinovo konformnom výklade definície kolektívneho investovania znamenalo, že investičný fond nemôže vykonávať svoju podnikateľskú činnosť. Pri tomto výklade ustanovenia §64 odst. 4 ZKI pôsobí mátaúco jedine slovo „téz“ v spojení „...požádá...též o souhlas se zahájením shromažďování prostředků od veřejnosti.“ Z ustanovenia totiž nevyplýva, že by mal o nejaký iný súhlas investičný fond určený verejnosti žiadať, teda ani že investičný fond kvalifikovaných investorov by mal vôbec o nejaký súhlas žiadať. Preto si myslím, že vykonávať podnikateľskú činnosť môže investičný fond kvalifikovaných investorov i pred doložením informácií o jeho pomeroch, pretože tieto nie sú predmetom schvaľovania zo strany ČNB.

### 3.2. Depozitár špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov

Každý fond kolektívneho investovania (podielový fond prostredníctvom investičnej spoločnosti) je povinný mať uzavretú zmluvu o výkone činnosti depozitára.<sup>130</sup> Takýto návrh zmluvy je predmetom posudzovania zo strany ČNB v priebehu povoloacieho konania a ako taký je podstatným kritériom pri rozhodovaní o udelení povolenia k činnosti investičného fondu. Depozitárom môže byť iba banka so sídlom na území Českej republiky, alebo zahraničná banka so zriadenou pobočkou v ČR, ktoré majú depozitársku činnosť uvedenú v bankovej licencií.

Depozitár investičného fondu kvalifikovaných investorov eviduje majetok fondu ako i pohyb všetkých peňažných prostriedkov investičného fondu, vykonáva pokyny investičného fondu a skúma ich súlad so zákonom a štatútom fondu, zaisťuje vyporiadávanie obchodov, ale tiež napríklad kontroluje, či investičný fond nakladá so svojim majetkom v súlade so ZKI a svojim štatútom.

Depozitár má pod dohľadom i majetok, ktorý obhospodaruje investičný fond kvalifikovaných investorov. Obecné požiadavky na výkon depozitárskej činnosti sú dvakrát v ZKI pozmenené v smere zľahčenia. Jednak depozitár nemusí kontrolovať, či aktuálna hodnota akcií investičného fondu je vypočítaná v súlade so ZKI a štatútom fondu<sup>131</sup>, iba k štatút stanoví inak (§21 odst. 1 písm. d) ZKI), a jednak fond SFKI nemusí mať rovnakého depozitára ako fondy obhospodarované tou istou investičnou spoločnosťou (§22 odst. 2 ZKI).

#### 3.2.1. Prípustné druhy majetku špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov

Druhy majetku, do ktorého môže špeciálny fond kvalifikovaných investorov investovať, limity pre rozloženie rizika a pravidlá poskytovania a prijímania úverov a pôžičiek sú upravené v štatúte špeciálneho fondu (§56 odst. 7 ZKI), pričom ZKI k tomu explicitne nekladie bližšie podmienky. Stanovenie investičnej stratégie je tak

---

<sup>130</sup> Právna úprava depozitára fondu kolektívneho investovania sa nachádza v Zákone o kolektívnom investovaní a v prevádzacej vyhláške ČNB č. 115/2007 Sb., zo dňa 9. mája 2007 o podrobnostiach plnení povinností depozitára fondu kolektívneho investovania (ďalej tiež vyhláška o depozitárovi), ktorá nahradila, z dôvodu prijatia technickej novely zákona, vyhlášku č. 265/2004 Sb., o podrobnostiach plnení povinností depozitára.

<sup>131</sup> Na druhej strane má depozitár povinnosť kontrolovať spôsob oceňovania majetku fondu (§21 odst. 1 písm. i) ZKI), čím sa do istej miery vytráca zmysel takéhoto zmiernenia povinností depozitára.

plne v gescii investičnej spoločnosti resp. fondu. Na prvý pohľad veľmi liberálny prístup normotvorcu je predsa len, i keď nepriamo, narušený povinnosťou investovať na princípe rozkladania rizika a faktom, že predmetom investícií fondu kvalifikovaných investorov môžu byť len také aktíva, voči ktorým môže deponitár vykonávať svoju funkciu, ale tiež aktíva, ktoré môžu byť jednoznačne identifikovateľné a oceníteľné.

Z pohľadu druhu prípustných aktív investičného fondu kvalifikovaných investorov je dôležité, že za akýchkoľvek podmienok musí investičný fond vykonávať jedine podnikateľskú činnosť s predmetom kolektívneho investovania. Preto ČNB vo svojom zlatom liste zaujala správne stanovisko vo veci možnosti uskutočňovania developmentu fondmi kvalifikovaných investorov, keď zapovedala investičnému fondu možnosť realizovať samotnú výstavbu, pretože by sa jednalo o výkon iného druhu predmetu podnikateľskej činnosti. Pre SFKI to znamená, že síce nemôže realizovať výstavbu sám, ale môže k tomu využiť tretiu osobu, ktorej výstavbu zadá.

Úprava špeciálneho fondu nehnuteľností obsahuje špeciálne ustanovenia o činnosti deponitára vo vzťahu k nehnuteľnostiam a nehnuteľnostným spoločnostiam, do ktorých fond prevažne investuje. Táto úprava je špeciálna a preto neaplikovateľná na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov.

### **3.2.2. Nejasnosti v úprave deponitára vo vzťahu k špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov**

Ani zákon, ani vyhláška o deponitárovi nereflektuje špecifiká, ktoré sú spojené s činnosťou deponitára špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov. Predovšetkým ide o povinnosť deponitára zaisťovať úschovu majetku SFKI alebo, pokiaľ to povaha veci vylučuje, jeho iné opatrovanie a mieru zodpovednosti deponitára za hospodárenie fondu kvalifikovaných investorov.

#### **3.2.2.1. Iné opatrovanie majetku fondu**

Paragraf 21 ZKI v odst. 1 písm. a) kladie deponitárovi povinnosť zaisťovať úschovu všetkých aktív SFKI a v prípade, že to vylučuje povaha vecí, zaistiť iné opatrovanie, a to i prostredníctvom inej osoby. Tejto povinnosti deponitára zodpovedá povinnosť SFKI zveriť všetok svoj majetok deponitárovi do úschovy alebo, ak to vylučuje povaha vecí, do iného opatrovania a ďalej povinnosť predkladať deponitárovi



podklady potrebné k evidencii svojho majetku spôsobom stanoveným v depozitárskej zmluve alebo na žiadosť depozitára (§22 odst. 1 písm. f) a g) ZKI).

V odôvodnení návrhu vyhlášky o depozitárovi<sup>132</sup> sa pojem úschova majetku tzv. custody odvodzuje od pomenovanej zmluvy v Občianskom zákonníku §747 a násl. zmluva o úschove, podľa ktorej úschova zahŕňa prevzatie hnutelnej veci ako i jej opatrovanie. Je nanajvýš diskutabilné, či pod pojmom úschova majetku by sa nemala rozumieť komplexná úprava zmluvy o bankovom uložení veci (§700 a násl. ObchZ), ktorá zakladá absolútny obchodneprávný vzťah (§261 odst. 3 písm. d) ObchZ)<sup>133</sup> spolu s úpravou zmluvy o úschove cenných papierov (§34 a násl. ZCP). Problémom však je, že v §21 odst. 1 písm. a) ZKI sa nerozlišuje o úschovu akého majetku vlastne ide. Povinnosť depozitára zaistiť úschovu sa viaže k majetku, u ktorého je to z povahy veci možné, teda je to objektívne uskutočniteľné. Pod takýmto majetkom musíme rozumieť veci hnutelne. Ak sa objektívne majetok nedá dať do úschovy, lebo je to vylúčené z podstaty veci, teda napríklad veci nehnuteľné, musí depozitár zabezpečiť bližšie nešpecifikované iné opatrovanie. Zmyslom tejto povinnosti danej depozitárovi SFKI je riadny výkon kontrolnej funkcie depozitára.<sup>134</sup> Nie je však jasné aký je vzťah medzi „iným opatrovaním“ a „kontrolou“. Zároveň je nutné brať do úvahy, či „iné opatrovanie“ je svojou povahou adekvátne resp. ekvivalentné „úschove“, pretože ak by tomu tak nebolo, znamenalo by to ďalšie obmedzenie SFKI čo do druhu majetku, do ktorého môže investovať (jednalo by sa o majetok nespôsobilý výkonu činnosti depozitára). Takýto problém vyvolávajú napríklad pohľadávky alebo nehnuteľnosti v majetku investičného fondu kvalifikovaných investorov.

Pokiaľ sa týka nehnuteľností, na ich opatrovanie v majetku SFKI, sa nevzťahuje ani ustanovenie vyhlášky o opatrovaní nehnuteľností v majetku špeciálnych fondov nehnuteľností (§3 odst. 1 vyhlášky o depozitárovi), a pritom je investícia do SFKI kvalifikovaná ako rizikovejšia. Depozitárovi tak ostáva jedine spoliehať sa na právne inštitúty obmedzenia prevoditeľnosti s účinkami erga omnes alebo na zmluvne ujednaná

---

<sup>132</sup> Návrh nové vyhlášky o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování. [cit. 19. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/leg\\_kapitalovy\\_trh/diskuze/download/20061127\\_dep\\_ozitar\\_vyhl\\_VD.pdf](http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/leg_kapitalovy_trh/diskuze/download/20061127_dep_ozitar_vyhl_VD.pdf)>.

<sup>133</sup> Vzťah medzi depozitárom (bankou) a špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov je rovnako obchodneprávný (tzv. relatívny obchodný záväzkový vzťah, §261 odst. 1 ObchZ).

<sup>134</sup> K tomu vid' pozn. č.98, tamtiež.

ad hoc medzi investičnou spoločnosťou resp. investičným fondom a depozitárom<sup>135</sup> alebo na podrobnú formuláciu depozitárskej zmluvy v oblasti iného opatrovania (alebo tiež výkonu efektívnej kontroly). Inak môže depozitár rezignovať na svoju preventívnu funkciu a zamerať sa len na kontrolu ex post stavu zápisu v katastri nehnuteľností alebo obdobnej evidencii (§3 odst. 3 písm. a) vyhlášky o depozitárovi). Vyhláška o depozitárovi ukladá depozitárovi povinnosť aspoň raz ročne overiť stav majetku na mieste alebo iným vhodným postupom za účelom zistiť spoľahlivo aktuálny stav majetku fondu, pričom neobjasňuje, čo rozumie pod vhodným postupom. De lege ferenda by istotne bolo vhodné ak by ČNB vydala metodiku, ktorá by sa týkala naznačených úskalí iného opatrovania majetku fondu, ostatne tak ako sa spomína v odôvodnení návrhu vyhlášky o depozitárovi.

Z úpravy úschovy a iného opatrovania majetku SFKI pozitívne hodnotím možnosť delegovať výkon týchto funkcií na inú osobu. Vhodnosť delegácia resp. subdelegácie sa istotne osvedčí najmä pri majetku SFKI nachádzajúcom sa v zahraničí.

#### 3.2.2.2. *Zodpovednosť depozitára*

Špecifickým sa javí postavenie depozitára špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov v súvislosti s nesením zodpovednosti za hospodárenie fondu, ktorého investičná stratégia je profilovaná ako veľmi riziková. Eventuálny negatívny dopad rizík spojených so SFKI by mal byť prirodzene depozitárovi kompenzovaný vyššou úplatou zjednanou v depozitárskej zmluve.

Pochybnosti, ktoré vyvolávalo ustanovenie zákona o kolektívnom investovaní, či depozitár zodpovedá za škodu spôsobenú porušením povinnosti depozitára len investorom alebo len investičnej spoločnosti, boli preklenuté v novelizovanom §23 odst. 12 ZKI a to tak, že depozitár odpovedá za škodu ako investičnej spoločnosti tak i akcionárom resp. podielnikom podľa obchodného zákonníku. Tým nie je dotknutá ani zodpovednosť investičnej spoločnosti, rovnako tiež investičného fondu, za škodu spôsobenú pri obhospodarovaní majetku fondu.

Ustanovenie o zodpovednosti depozitára pamätá tiež na situáciu, keď depozitár deleguje výkon časti svojej činnosti, konkrétne zaistenie, podľa povahy vecí, úschovy alebo iného opatrenia majetku, na tretiu osobu. Zodpovednosť depozitára za škody

---

<sup>135</sup> Takéhoto účelu, ale s účinkami inter partes, by mohla dosiahnuť zmluva o zriadení vecného predkupného práva k nehnuteľnosti podľa §603 ObčZ.

učinené poverenou osobou nie je dotknutá, čo vyplýva okrem ustanovenia §23 odst. 12 ZKI tiež z §375 ObchZ, teda že depozitár zodpovedá za škodu spôsobenú porušením povinností treťou osobou, ako by škodu spôsobil sám.

### **3.2.3. Opodstatnenosť existencie depozitára špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov**

Na záver tejto subkapitoly venovanej depozitárovi špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov by som chcel prezentovať názor,<sup>136</sup> ktorý spochybňuje úlohu depozitára vo väzbe na SFKI v širších, v niektorých aspektoch i Českú republiku presahujúcich, súvislostiach. Požiadavka na výkon činnosti depozitára pochádza z UCITS smernice, teda právneho predpisu, ktorý je určený pre reguláciu fondov určených verejnosti a zameraných len na tzv. long only investičnú stratégiu. Depozitár fondu kvalifikovaných investorov môže byť v skutočnosti kontraproduktívny, pretože vyvoláva falošný pocit istoty a obmedzuje managerov fondu v produkovani nadpriemerného výnosu.

Hlavnou funkciou depozitára je ochrana investora, a to hneď v dvojzjedinej úlohe. Jednak depozitár kontroluje SFKI a jednak dozorový orgán kontroluje depozitára. Fondy kvalifikovaných investorov (v skutočnom význame slov alternatívna investícia) investujú po celom svete, takže domáci depozitár musí často siahať po využití služieb subdepozitárov. Tým sa celý výkon jeho činnosti komplikuje, predlžuje a hlavne predražuje. Pre typický hedge fund je oveľa praktickejšie využívať služieb tzv. prime brokera<sup>137</sup>, investičnej banky (menej často obchodníka s cennými papiermi), ktorý zabezpečuje hlavne prijímanie a predávanie pokynov, prevádzanie pokynov, vyporiadavanie obchodov, zriaďuje účet s prostriedkami hedge fondu a poskytuje prostriedky pre margin trading. K týmto činnostiam poskytovaným „pod jednou strechou“ by nepochybne patrila i úschova resp. iné opatrovanie majetku SFKI. Depozitár sa v takto organizovanom investičnom procese stáva iba medzičlánkom, cez ktorý musia prechádzať všetky pokyny k uzavretiu obchodu, ktoré i tak posúva ďalej

---

<sup>136</sup> K tomu viď tiež pozn. č. 61, tamtiež.

<sup>137</sup> Aj v Českej republike existuje ekvivalent tzv. prime brokera. Napríklad pre SFKI investiční společnosti České spořitelny, a.s., ŠKODA - otevřený podílový fond sa tento nazýva ako administrátor fondu a v tomto konkrétnom prípade je identický s depozitárom fondu.

k ich realizácií a v opačnom smere je príjemca sprostredkovaných informácií od osôb poverených k úschove majetku SFKI v zahraničí.

Dvojnásobný dohľad nad investovaním SFKI je nadbytočný jednak nazerané cez prizmu striktného dohľadu, ktorému sú podrobení prime brokers v jednotlivých jurisdikciách, jednak často krát nerealizovateľnými požiadavkami kladenými zákonom na výkon činnosti depozitára SFKI. Otázna je i úloha depozitára pri kontrole realizácie investičnej stratégie špeciálneho fondu, keď táto je pri vzniku SFKI predmetom skúmania dozorovým orgánom v priebehu povoľovacieho konania a počas existencie fondu sa musí brať do úvahy, že investormi je obmedzený počet kvalifikovaných osôb, skúsených v danej oblasti investovania, ktorí nakladanie so svojimi nemalými investovanými prostriedkami radšej podrobia vlastnej hĺbkovej kontrole ako by sa mali spoľahnúť na niekoho tretieho.

Uvedený názor považujem za podnetný a vhodný k aplikácií i na české podmienky, ale za predpokladu, že špeciálne fondy kvalifikovaných investorov by boli skutočným obrazom zahraničných hedge funds, teda že by ako druh fondu kolektívneho investovania boli využívané k rizikovým investíciám napr. investíciám na emerging markets, OTC trhoch a používali pákového efektu ako i krátke investičné stratégie. Realita v Českej republike je však iná, potenciál SFKI ostáva zatiaľ nevyužitý, preto, vzhľadom k druhom zainvestovaného majetku SFKI, sa existencia depozitára ukazuje ako opodstatnená. Môžeme len očakávať, že s pokračujúcou vyspelosťou celého finančného trhu, sa potreba depozitára bude redukovať až na úroveň vyspelých ekonomík.

### **3.3. Nadobúdanie cenných papierov špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov**

O tom koho zákon o kolektívnom investovaní považuje za kvalifikovaného investora už bolo v tejto práci pojednané. Tiež bola spomenutá požiadavka kladená zákonom na štatút fondu kvalifikovaných investorov, ktorá predpokladá, že v ňom bude okruh kvalifikovaných investorov zúžený na tých, pre ktorých je fond určený. Nutné je ešte pojednať o podmienkach disponovania s cennými papiermi SFKI.

### 3.3.1. Prevod a prechod cenných papierov

Podielové listy resp. akcie vydané SFKI môže zmluvne nadobúdať jedine kvalifikovaný investor (§56 odst. 1 ZKI). Vstup investora do fondu by teda mal byť na základe uzavretej zvláštnej (inominátnej) zmluvy, ktorá by bolo vhodné aby obsahovala, okrem informácií týkajúcich sa zmluvných strán, tiež upozornenie na odlišnosti v regulácii SFKI, upozornenie na riziká spojené so SFKI a prehlásenie klienta, že sa riadne oboznámil s okolnosťami investície do SFKI. Obmedzenie kladené na osobu investora SFKI je podmienené zmluvným nadobudnutím, ale nevzťahuje sa na iné spôsoby nadobudnutia cenných papierov SFKI, napríklad prechodom práva. Pre túto eventualitu stanovil ZKI povinnosť zakotviť v štatúte SFKI pre prípad prechodu vlastníckeho práva k cennému papieru vydanému špeciálnym fondom kvalifikovaných investorov povinnosť nadobúdateľa informovať bezodkladne o zmene vlastníka (§56 odst. 2 písm. c) ZKI).

Pre prípad prevodu cenných papierov SFKI musí štatút podmieňovať takýto prevod súhlasom fondu (§56 odst. 2 písm. b) ZKI).<sup>138</sup> V štatúte by sa tiež malo nachádzať kto súhlas s prevodom môže udeliť.<sup>139</sup> Podmienená prevoditeľnosť cenných papierov SFKI slúži ako poistka, že investori SFKI budú kvalifikovaní a v súlade s okruhom vymedzeným v štatúte, a zároveň to slúži fondu k informovanosti o svojej akcionárskej základni. V zákone o kolektívnom investovaní absentuje podrobnejšia úprava podmienenej prevoditeľnosti cenných papierov SFKI, preto by sa mala použiť primerane obecná úprava v obchodnom zákonníku (§156 odst. 4) o podmienenej prevoditeľnosti akcií. Prevoditeľnosť akcií podľa obchodného zákonníka musí byť upravená v stanovách akciovej spoločnosti a ako taká je fakultatívnou náležitosťou (SFKI ju má upravenú vo svojom štatúte a ide o obligatórnu náležitosť) a dopadá len na akcie na meno. Ak nie sú splnené podmienky pre prevod akcií určené v stanovách, potom je zmluva o prevode akcií neplatná, iba ak by bol nadobúdateľ v dobrej viere. Dôležitým aspektom skúmanie neplatnosti zmluvy o prevode cenných papierov SFKI je, okrem splnenia podmienok podmienenej prevoditeľnosti, tiež skúmanie dobrej viery. Ak by bol cenný papier prevedený bez súhlasu orgánu k tomu určenému je dosť pochybné sa domnievať, že by

<sup>138</sup> Pre prevoditeľnosť akcií investičného fondu kvalifikovaných investorov je v §5 odst. 1 ZKI stanovená výnimka z obecného zákazu obmedzovania prevoditeľnosti akcií investičného fondu.

<sup>139</sup> Súhlas s prevodom podielového listu bude udeľovať v štatúte určený orgán investičnej spoločnosti obhospodarujúcej podielový fond SFKI (§3 odst. 2 ZKI) a súhlas s prevodom akcií bližšie určený orgán investičného fondu.

bol nadobúdateľ v dobrej viere. Ak by bol súhlas orgánu síce v teoretickej rovine udelený,<sup>140</sup> ale cenný papier by sa previedol na osobu, ktorá nespĺňa požiadavky kladené zákonom a štatútom SFKI na kvalifikovaného investora je, myslím si, dokonca vylúčené takúto dobrú vieru prezumovať. Iná by bola situácia napr. ak by bol súhlas udelený nepríslušným orgánom alebo ak by investor písomne prehlásil, že má skúsenosti s obchodovaním s cennými papiermi (aktívami), ale nespĺňal by predpoklady kvalifikovaného investora v štatúte SFKI.

Vedľa povinnej podmienenosti prevodu cenných papierov SFKI môže byť v štatúte určené v akých prípadoch a za akých podmienok je súhlas poverený orgán povinný udeliť resp. povinný odmietnuť (§156 odst. 4 ObchZ). V akciovom práve platí, že ak nebol orgán povinný prevod akcií podľa stanov odmietnuť, potom je spoločnosť povinná na žiadosť akcionára túto akciu (akcie) odkúpiť. Vzťahnuté analogicky na investičný fond kvalifikovaných investorov by mohla nastať obdobná situácia. V štatúte SFKI by bolo, že investičný fond nemôže odmietnuť prevod akcie na kvalifikovaného investora a pri splnení ostatných reštrikcií (napr. prekročenie horného počtu investorov SFKI). Napriek tomu nepovažujem analogickú aplikáciu dôsledkov odmietnutia takéhoto súhlasu predpokladaných v §156 odst. 4 ObchZ za vhodnú. Svoje tvrdenie opieram o §13 odst. 1 ZKI, v ktorom sa odkupovanie podielových listov späť od podielnikov z majetku uzavretého podielového fondu zakazuje ak nie je v ZKI alebo štatúte SFKI stanovené inak. Napriek naznačenej argumentácii je vhodné, aby sa otázke podmienenej prevoditeľnosti cenných papierov SFKI podrobnejšie venoval štatút SFKI.

### **3.3.2. Schvaľovanie účasti na špeciálnom fonde kvalifikovaných investorov**

Pred vznikom investičného fondu kvalifikovaných investorov ČNB skúma kvalifikovanú účasť na akciovej spoločnosti a úzke prepojenie medzi akciovou spoločnosťou a inou osobou. Oba legálne termíny sú použité v ZKI s odkazom na definičné ustanovenia zákona o podnikaní na kapitálovom trhu (§2 písm. d) a f) ZKI). Kvalifikovanú účasť hodnotí ČNB z pohľadu vhodnosti z hľadiska zdravého

---

<sup>140</sup> V teoretickej rovine preto, že špeciálny fond by mal vyžadovať po potenciálnom klientovi minimálne písomné prehlásenie o svojej kvalifikovanosti. V praxi však existuje variant, že ak investor nepreukáže dostatočné skúsenosti s investovaním do druhu aktív, na ktoré je zameraná investičná stratégia SFKI, stačí ak podpíše prehlásenie, že bol poučený o nevhodnosti takejto investície. Takéto riešenie má oporu v nejasnom ustanovení vymedzujúcom kvalifikovaných investorov (§56 odst. 1 písm. p) ZKI).

a obozretného vedenia investičného fondu. Úzke prepojenie zase z hľadiska bránenia výkonu dohľadu na investičným fondom.

Osoba alebo osoby jednajúce v zhode musia mať tiež predchádzajúci súhlas ČNB k tomu, aby: ad 1. nadobudli kvalifikovanej účasti na investičnom fonde, ak sa nejedná o prechod vlastníckeho práva k cennému papieru, ad 2. dosiahli alebo prekročili 20%, 33%, 50% účasť na investičnom fonde, ak sa tak nedeje prechodom vlastníckeho práva k cenným papierom, ad 3. sa stali osobami ovládajúcimi investičný fond, ak sa tak nestane prechodom vlastníckeho práva k cenným papierom. Osoba, ktorá by získala postavenie predpokladané v predchádzajúcich troch bodom prechodom vlastníckeho práva k cenným papierom, je povinná túto skutočnosť bezodkladne oznámiť ČNB. K tomu, aby osoba dostala predchádzajúci súhlas od ČNB musí k žiadosti priložiť doklady, ktoré dokazujú že žiadateľ je osobou vhodnou z hľadiska zdravého a obozretného vedenia investičného fondu a pokiaľ jeho úzke prepojenie s investičným fondom (investičnou spoločnosťou ak je SFKI vo forme podielového fondu) nebráni efektívnemu výkonu dohľadu. Sankciou za zvýšenie alebo získanie účasti podľa menovaných troch bodov bez súhlasu ČNB nie je neplatnosť takéhoto právneho úkonu, ale až do získania súhlasu nemôžu byť vykonávané hlasovacie práva s touto účasťou spojené.

Pri udeľovaní povolenia k činnosti investičného fondu, tak pri schvaľovaní účasti na investičnom fonde zákon operuje s kritériom akceptovateľného žiadateľa z hľadiska vhodnosti pre zdravé a obozretné vedenie investičného fondu. O aké vedenie investičného fondu sa vlastne jedná zákon ani prevádzacie vyhlášky neriešia. Opäť ostáva priestor pre ad hoc rozhodovanie a interpretáciu neurčitých právnych pojmov orgánom dohľadu nad kapitálovým trhom, podobne ako tomu bolo i v minulosti.<sup>141</sup>

---

<sup>141</sup> Napr. v rozhodnutí KCP KCP/3/2004 – k nabývaniu kvalifikovanej účasti na obchodníkovi s cennými papírmi, [cit. 23. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/export/CZ/get\\_dms\\_file.do?FileId=2548](http://www.cnb.cz/export/CZ/get_dms_file.do?FileId=2548)>, v ktorom sa neurčitý právny pojem vymedzuje ako pojem, ktorý zahrňuje skutočnosti, ktoré sa nedajú úspešne úplne presne definovať, pretože jeho obsah a rozsah sa môže meniť, pretože je podmienený napr. časom alebo miestom aplikácie právneho predpisu. Takýto právny pojem je potom, ak nie je v zákone uvedené inak, nutné interpretovať a aplikovať na základe správneho uváženia dotknutého správneho orgánu. K tomu viď tiež: KCP/8/2005 - K nabývaniu kvalifikovanej účasti na obchodníkovi s cennými papírmi, [cit. 23. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/export/CZ/get\\_dms\\_file.do?FileId=2652](http://www.cnb.cz/export/CZ/get_dms_file.do?FileId=2652)>.

### 3.3.3. Odkupovanie podielových listov špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov

Aspoň okrajovo považujem za vhodné spomenúť hlavné špecifiká, ktoré sa viažu k organizácii špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov vo forme otvoreného podielového fondu.

Investičná spoločnosť obhospodarujúca otvorený podielový fond má povinnosť na žiadosť podielníka odkúpiť podielový list za čiastku, ktorá sa rovná jeho aktuálnej hodnote vyhlásenej ku dňu obdržania žiadosti. Špeciálny fond kvalifikovaných investorov môže v svojom štatúte stanoviť termíny pre podanie žiadosti o odkúp podielových listov, s tým, že medzi jednotlivými termínmi môže byť maximálne 6 mesačný odstup. Za slabé miesto, a tým za menej vhodnú formu SFKI, považujem stanovovanie aktuálnej hodnoty podielového listy otvoreného podielového fondu, ktoré predchádza oceňovanie majetku. Najmä ak má SFKI v svojom portfóliu nehnuteľnosť, sa jej skutočná hodnota zistí až v momente predaja.

Po obdržaní žiadosti o odkúp má investičná spoločnosť povinnosť odkúpiť podielový list z majetku fondu, najneskôr do 15 dní, pričom špeciálny fond kvalifikovaných investorov si opäť túto dobu môže v štatúte predĺžiť až na dobu 6 mesiacov.

Odchylné od zákona si môže SFKI v štatúte upraviť tiež dobu, na ktorú môže investičná spoločnosť pozastaviť vydávanie alebo odkupovanie podielových listov z dôvodu ochrany práv alebo právom chránených záujmov podielníkov, a to až na dobu 2 rokov.<sup>142</sup> Investičná spoločnosť obhospodarujúca špeciálny fond nehnuteľností, ktorá pozastavila vydávanie a odkupovanie podielových listov, má povinnosť informovať ČNB o priebehu odstraňovania príčin pozastavenia. Identickú informačnú povinnosť voči ČNB nemá investičný fond obhospodarujúci podielový fond SFKI. Ide o ojedinelé ustanovenie, ktoré sa snaží deferencovať medzi jednotlivými druhmi fondov

---

<sup>142</sup> Rovnako tak smú urobiť v svojom štatúte špeciálne fondy nehnuteľností. Ako dopadne využitie možnosti pozastaviť vydávanie a odkupovanie podielových listov sa dá dobre dokumentovať na príklade Nemecka. Tesne po uzavretí nemeckého najväčšieho otvoreného nehnuteľnostného fondu Grundbesitz Invest (12/2005) z dôvodu precenenia majetku, došlo k reťazovej reakcii a odčerpaniu prostriedkov z ostatných fondov vo výške 3,4 mld EUR. K tomu viď napr. : Janečka, M.: Nemovitostní fondy pro všechny aneb co umožní novela. Publikováno: 14. 4. 2006. [cit. 23. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.penize.cz/zpravy/4345/nemovitostni-fondy-pro-vsechny-aneb-co-umozni-novela/?IDP=85>>.



a zohľadňuje pri tom špeciálny charakter SFKI, pričom SFKI bonifikuje zníženou informačnou povinnosťou, o ktorú práve vo veľkej miere špeciálnemu fondu kvalifikovaných investorov ide.

Pre dokreslenie celkového obrazu zákonných výnimiek v rozoberanej oblasti dodávam, že ZKI dovoľuje špeciálnym fondom nehnuteľností, s rovnakým zámerom, ochrany investorov, maximálne do 3 rokov od udelenia povolenia k vytvoreniu fondu, v štatúte umožniť nedodržiavanie investičných limitou. V tejto dobe nie je fond povinný odkupovať podielové listy.

### **3.4. Informačná povinnosť špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov**

Signifikantným rozlišovacím kritériom medzi fondmi kolektívneho investovania určených pre verejnosť a špeciálnymi fondmi kvalifikovaných investorov je miera informačnej povinnosti. Nízka informačná povinnosť je príznačné práve pre SFKI. Je to dané hlavne snahou vytvoriť managerovi SFKI prostredie slobody voľby pri realizácii investičnej politiky, snahou o elimináciu nákladov vyvolaných v súvislosti s plnením informačnej povinnosti, ale v svojej podstate tiež povahou investorov SFKI, ktorí nie vždy ochotne tolerujú indukovaný záujem dozorových orgánov.

Zákon o kolektívnom investovaní v §83, obecné fondom kolektívneho investovania, nariaďuje uverejňovať štatút, zjednodušený štatút, stanovky, výročnú správu a polročnú správu za prvých 6 mesiacov účtovného obdobia.

Napriek tomu, že je SFKI určený pre kvalifikovaných investorov musí vyhotovovať štatút<sup>143</sup> ako i zjednodušený štatút fondu v súlade so ZKI a prevádzacou vyhláškou ČNB č. 482/2006 Sb., o minimálnych náležitostiach statutu a povinných náležitostiach zjednodušeného statutu fondu kolektívneho investovania. SFKI však nemusí uverejňovať štatút ani jeho zjednodušenú verziu na internete.<sup>144</sup>

Investičná spoločnosť obhospodarujúca podielový fond kvalifikovaných investorov nemusí uverejňovať výročnú správu za podielový fond a ani investičný fond

---

<sup>143</sup> K štatútu fondu sa musia prikladať tiež stanovky, iba ak je v štatúte informácia, že budú investorovi poskytnuté na žiadosť alebo, že kde je možné do týchto dokumentov nahliadnuť, táto povinnosť odpadá (§84 odst. 5 ZKI).

<sup>144</sup> Ak zákon vyžaduje uverejňovanie informácií spôsobom umožňujúcim diaľkový prístup, musia byť tieto informácie uverejnené najmenej 3 roky (§132 odst. 2 ZKI).

kvalifikovaných investorov nemusí uverejňovať svoju výročnú ani konsolidovanú výročnú správu. Každopádne povinnosti zaslať výročnú správu ČNB nie sú fondy kvalifikovaných investorov zbavené.<sup>145</sup> V tomto ohľade vlastne informačné povinnosti, oproti fondom pre verejnosť, nie sú vôbec liberálnejšie. SFKI dozorový orgán informovať musia a je len imanentné fondom kvalifikovaných investorov, že nemusia informovať celú investorskú i laickú verejnosť. Fondy SFKI nemusia vypracovať, a teda ani zaslať ČNB, polročnú správu. Ďalšie informácie, ktoré ZKI požaduje od fondov kolektívneho investovania ako sú údaje o aktuálnej hodnote vlastného kapitálu fondu, o aktuálnej hodnote cenného papiera fondu a údaje o štruktúre majetku fondu, nemusí SFKI uverejňovať,<sup>146</sup> ak ich v rovnakom rozsahu poskytnú všetkým investorom. Investičný fond a investičná spoločnosť tiež bez zbytočného odkladu informujú ČNB o každej zmene v skutočnostiach, na ktorých základe bolo vydané povolenie k ich činnosti (tiež povolenie k vytvoreniu podielového fondu) a o zmenách, ktoré môžu zhoršiť ich hospodársku situáciu alebo ovplyvniť hodnotu akcie alebo podielového listu.

Na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov sa nevťahuje ani vyhláška ČNB č.603/2006 Sb., o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti (ďalej tiež vyhláška o informačnej povinnosti), ktorá nahradila rovnomennú vyhlášku ČNB č. 271/2004 Sb.

Ako vyplynulo z predchádzajúceho rozboru obecných informačných povinností fondov kolektívneho investovania nemusia SFKI vypracovávať jedine polročnú správu. Táto povinnosť je ale nahradená špeciálnym ustanovením §57 odst. 3 ZKI, ktoré SFKI ukladá povinnosť najneskôr do dvoch mesiacov po uplynutí 6 mesačného cyklu účtovného obdobia spracovať a poslať ČNB údaje o:

- objeme obhospodarovaného majetku,
- aktuálnej hodnote vydaného cenného papiera,
- počte investorov s preddefinovanou stratifikáciou,
- hodnote majetku pripadajúceho na investorov s domicilom v Českej republike a zahraničí,
- objeme vydaných a odkúpených podielových listov.

---

<sup>145</sup> Povinnosť vyhotoviť výročnú správu za fondy kvalifikovaných investorov sa v konečnom dôsledku riadi zákonom č. 563/1991 Sb., o účetnictví a jeho §21 v spojení s §20.

<sup>146</sup> Paragraf 88 odst. 5 ZKI nehovorí konkrétne o uverejňovaní na internete, ale o uverejňovaní ako takom, pod ktoré sa dá subsumovať i v odst. 1 a 2 výslovne uvádzanom uverejňovaní spôsobom umožňujúcim diaľkový prístup.

Na rozdiel od náležitostí polročnej správy podľa §7 vyhlášky o informačnej povinnosti sú práve vymenované menej podrobne, ale zato vecne sa radia medzi najpodstatnejšie.

Špeciálny fond musí bezodkladne informovať ČNB o prekročení povoleného počtu kvalifikovaných investorov, ktorých SFKI združuje. Spolu s poskytnutím takejto informácie musí SFKI požiadať o povolenie k prekročeniu limitu, lebo inak hrozí za strany ČNB odobratie povolenia k činnosti investičného fondu (§114 odst. 7 ZKI) resp. povolenia investičnej spoločnosti k vytvoreniu podielového fondu (§115 odst. 2 písm. c) ZKI). K prekročeniu uvedeného počtu 100 investorov bude, predpokladám, dochádzať najmä pri prechode vlastníckeho práva k cenným papierom SFKI, teda hlavne dedením a premenami obchodných spoločností, ale nie je ani vylúčené, že SFKI bude potrebovať, za účelom kumulácie väčšieho objemu peňažných prostriedkov a následne realizácie finančne náročnej investičnej stratégie, väčší počet kvalifikovaných investorov.

Vyhláška o informačnej povinnosti tiež normuje informačné povinnosti,<sup>147</sup> ktoré musí uverejňovať zahraničný fond kolektívneho investovania vyvíjajúci činnosť na území Českej republiky, teda i špeciálny fond zameraný na obdobu kvalifikovaných investorov. Tieto informácie musia byť prístupné na internete.

V neposlednom rade nemôžem opomenúť informačné povinnosti fondov kolektívneho investovania, vrátane SKI, ktoré sú upravené v právnych predpisoch odlišných od ZKI. Mám na mysli napr. zákon č. 101/2000 Sb., o ochrane osobných údajů, zákon č. 61/1996 Sb., o niektorých opatreniach proti legalizaci výnosů z trestné činnosti, zákon č. 15/1998 Sb., o dohľadu v oblasti kapitálového trhu alebo zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Plnenie informačných povinností je podstatou kvalitného výkonu dozorových funkcií orgánu k tomu oprávnenému. O informačných povinnostiach špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov sa nedá povedať, že by boli nejako výrazne liberálnejšie v zrovnaní s ostatnými fondmi.<sup>148</sup> Preto túto oblasť právnej úpravy by som nepovažoval za zdroj potenciálnej komparatívnej výhody oproti ostatným druhom fondov kolektívneho investovania, azda pokiaľ by to bolo možné zrovnávať, oproti obchodným spoločnostiam.

---

<sup>147</sup> §8 vyhlášky o informačnej povinnosti.

<sup>148</sup> Za také by sa dali v istej miere označiť napr. absencia informačnej povinnosti v §12 odst. 7 ZKI alebo menej podrobne polročné správy.

### 3.5. Zrušenie a zánik špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov

Spoločnosť zaniká ku dňu výmazu z obchodného registra (§68 odst. 1 ObchZ). Pred zánikom spoločnosti sa táto musí najskôr zrušiť, a to buď s likvidáciou, alebo bez likvidácie. Alternatíve zrušenia spoločnosti bez likvidácia vzťahnutú na investičný fond už bol v tejto práci venovaný priestor v súvislosti so vznikom investičného fondu premenou.

#### 3.5.1. Zrušenie investičného fondu s likvidáciou

Likvidácia investičného fondu nastáva v prípade, že o tom rozhodne valná hromada, alebo sa investičný fond dostáva do likvidácie tiež uplynutím doby, na ktorú bol založený. Rozhodnutie o zrušení investičného fondu s likvidáciou spolu s návrhom na menovanie likvidátora musí byť bezodkladne doručené ČNB, ktorá menuje (a odvoláva) likvidátora zo špeciálneho zoznamu, ktorý vedie podľa §198 zákona o podnikaní na kapitálovom trhu. Podľa §92 odst. 4 ZKI môže ČNB zamietnuť menovanie navrhnutého likvidátora investičným fondom, pokiaľ nesplňuje požiadavky naňho kladené §134 ZKI<sup>149</sup> alebo ak má k osobe likvidátora dôvodné výhrady. Ak o zrušení investičného fondu s likvidáciou rozhodne súd, menuje likvidátora na návrh ČNB. V prípade, že sa zrušuje investičná spoločnosť s likvidáciou, tak zrušenie obhospodarovaných podielových fondov spolu s výplatou podielnikov zaisťuje likvidátor, za predpokladu, že ČNB nerozhodne o prevode ich obhospodarovania na inú investičnú spoločnosť (§95 ZKI).

ČNB môže už menovaného likvidátora odvolať, pokiaľ opakovane alebo závažným spôsobom porušil právny predpis alebo pokiaľ prestal napĺňať predpoklady stanovené zákonom pre výkon funkcie. Ak sa likvidátor vzdá funkcie, je odvolaný, vyškrtnutí zo zoznamu alebo z iného dôvodu nemôže vykonávať alebo nevykonáva svoju funkciu, ČNB menuje nového likvidátora. Likvidácia samotná prebieha podľa obecnej právnej úpravy likvidácie obchodných spoločností v obchodnom zákonníku a podlieha dozoru ČNB podľa §102 odst. 2 písm. f) ZKI.

---

<sup>149</sup> Predovšetkým musí byť likvidátor zapísaný v zozname vedenom ČNB, jeho záujmy nesmú byť v rozpore so záujmami investorov fondu, nesmie byť majetkovo ani personálne prepojený s investičným fondom a v posledných 3 rokoch nemohol participovať na auditovaní investičného fondu.

### 3.5.2. Zrušenie podielového fondu

Zákon o kolektívnom investovaní v §98 taxatívne vymenúva spôsoby zrušenia podielového fondu, pričom medzi ne radí odňatie povolenia k vytvoreniu podielového fondu, splynutie alebo zlúčenie podielových fondov, uplynutie doby, na ktorú bol fond vytvorený<sup>150</sup> alebo zrušenie investičnej spoločnosti s likvidáciou bez rozhodnutia ČNB o prevode obhospodarovania podielového fondu. Okrem prípadu, kedy sa podielové fondy zlučujú alebo splyývajú dochádza k zrušeniu podielového fondu s likvidáciou. Pokiaľ sa podielový fond zrušuje odňatím povolenia alebo uplynutím doby, investičná spoločnosť predá majetok v podielovom fonde a vyporiada jeho pohľadávky a záväzky do šiestich mesiacov odo dňa odňatia povolenia k vytvoreniu fondu alebo rovnako do šiestich mesiacov odo dňa uplynutia doby, na ktorú bol podielový fond vytvorený. V predchádzajúcich dvoch prípadoch sa môže investičná spoločnosť nachádzať v konkurze. Potom predaj majetku v podielovom fonde, vysporiadavanie pohľadávok a záväzkov súvisiacich s obhospodarovaním majetku podielového fondu a vyplácanie podielov podielníkom zaisťuje správca konkurznej podstaty. Povinnosti náležiacie investičnej spoločnosti, ktorá nie je v konkurze, v ostatných dvoch prípadoch, prechádzajú na likvidátora investičnej spoločnosti, ktorá mala zrušujúci sa podielový fond v obhospodarovaní.

Podielový fond sa môže zrušiť i splynutím resp. zlúčením. O tom, či k takémuto zrušeniu podielového fondu dôjde rozhoduje investičná spoločnosť obhospodarujúca splyvajúce podielové fondy alebo po novom je tiež prípustné, aby sa zmluvne dohodli navzájom dve investičné spoločnosti obhospodarujúce každá svoj podielový fond. Žiadosť o povolenie splynutia podáva ČNB tá investičná spoločnosť, ktorá by mala obhospodarováť podielový fond, ktorý novo splynutím vznikne. ČNB žiadosť zamietne a splynutie nepovolí ak by sa malo jednať o splynutie otvoreného a uzavretého fondu, štandardného a špeciálneho (a vytvorený by bol fond špeciálny), ak by podielové fondy mali výrazne odlišný spôsob investovania alebo ak by boli ohrozené záujmy podielníkov. Prekážkou k povoleniu splynutia je i alternatíva splynutia špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov so špeciálnym fondom určeným verejnosti. Pokiaľ ČNB povolenie k splynutiu udelí, tak investičná spoločnosť obhospodarujúca zrušujúci

---

<sup>150</sup> Uzavretý podielový fond sa vytvára na dobu určitú uvedenú v jeho štatúte. Po jej uplynutí fond môže vstúpiť do likvidácie alebo sa premení na otvorenú formu podielového fondu (§13 odst. 6 ZKl).

sa fond, uverejní na internete rozhodnutie ČNB spolu so štatútom novo vznikajúceho podielového fondu. Zároveň uverejnením tohto oznámenia vzniká právo podielnikom splyvajúcích fondov na odkúpenie podielového listu bez zrážky. V rovnakom ustanovení §100 odst. 6 ZKI je prelomený obecný koncepčný princíp, a síce, že podielníkovi zrušovaného uzavretého podielového fondu vzniká právo na odkúpenie jeho podielových listov.

Právna úprava zlúčenia je obdobná právnej úprave splynutia, len pri nej zlúčením jeden zo zlučovaných podielových fondov zaniká a jeho podielníci sa podľa §101 odst. 7 ZKI stávajú podielníkmi preberajúceho podielového fondu. Účastníkmi správneho konania o splynutí alebo zlúčení podielových fondov sú investičné spoločnosti, ale aj ich depozitári. Nepochybne sa jedná o správny postoj z dôvodu zabezpečenia väčšej transparentnosti celého procesu a ochrany investorov. Požiadavka účasti depozitára v tomto správnom konaní je i v súlade s §27 zákona č. 500/2004 Sb., správni rád, ktorý ale nie je rešpektovaný vo vyššie spomínanom prípade správneho konania vo veci udelenia povolenia k činnosti investičného fondu.

## 4. Účtovné a daňové aspekty podnikania špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov

Neodmysliteľnou súčasťou podnikania je vedenie účtovníctva podnikateľa a každoročné platenie daní. Z pohľadu integrovanej Európskej únie stále panujú rozpory s USA o účtovných štandardoch, avšak od roku 2005 na úrovni EU sa už používajú jednotné postupy IFRS. České účtovné normy prechádzajú už dlhšiu dobu pomerne dynamickým vývojom práve preto, že sa snažia o stále bližšie priblíženie k medzinárodným účtovným štandardom. Dá sa povedať, že v tomto smere je najďalej úprava účtovníctva bánk a iných finančných inštitúcií. V oblasti daňovej integrácie je situácia veľmi divergentná. O odstránenie daňových bariér na pôde Európskej únie sa márne snažia už desiatky rokov. Európska únia však žiadne obecné daňové predpisy nevydáva, takže ani v oblasti cenných papierov neexistuje jednotná daňová politika.<sup>151</sup> Pri analýze daňových aspektov podnikania SFKI je nutné sa venovať jednak dani podielníka podielového fondu a akcionára investičného fondu, ale i z druhého uhľa pohľadu, dani investičného fondu, investičnej spoločnosti a podielového fondu.

### 4.1. Účtovné aspekty

Vzhľadom k skutočnosti, že podielový fond nemá právnu subjektivitu, stanovuje ZKI povinnosť investičnej spoločnosti účtovať o stave a pohybe majetku a iných aktív, záväzkov a iných pasív, ďalej o nákladoch a výnosoch a o výsledku hospodárenia s majetkom v podielovom fonde oddelene od predmetu účtovníctva svojho a ostatných podielových fondov. Investičná spoločnosť účtuje o predmete účtovníctva v účtovných knihách vedených oddelene pre jednotlivé obhospodarované podielové fondy, aby bolo možné zostaviť pre každý jednotlivý fond účtovnú závierku, ktorá musí byť následne overená auditorom (§16 ZKI). Investičný fond si môže viesť účtovníctvo sám, prípadne ak má uzavretú zmluvu o obhospodarovaní, tak ho zaňho vedie investičná spoločnosť alebo ak nemá takúto zmluvu uzavretú, môže využiť služby investičnej spoločnosti,

---

<sup>151</sup> Za výnimku by sa dala považovať napr. smernica Rady 2003/48/EHS o zdanení príjmu a úspor vo forme úrokového charakteru.

ktorá môže vykonávať niektoré činnosti súvisiace s obhospodarovaním fondu kolektívneho investovania (§15 odst. 2 písm. a) ZKI).

V súčasnej dobe je účtovníctvo fondov kolektívneho investovania upravené v niekoľkých právnych predpisoch. Základným právnym normatívnym aktom, podľa ktorého postupujú investičné spoločnosti a investičné fondy je zákon č. 563/1991 Sb., o účtovníctví.<sup>152</sup> (ďalej tiež Zučt). Ďalšou dôležitou normou je vyhláška č. 501/2002 Sb.<sup>153</sup> Významným krokom k zosúladieniu českých účtovných štandardov s medzinárodnými bola schválenie opatrenia ministerstva financií, ktorým sa stanovuje účtovná osnova a postupy účtovania pre banky a ostatné finančné inštitúcie. Okrem prebratia obecných medzinárodných účtovných štandardov boli prevzaté i IAS 32 a IAS 39.<sup>154</sup> Opatrenie prestalo byť platné koncom roku 2003, kedy bolo nahradené tzv. českými účtovnými štandardami pre banky a ostatné finančné inštitúcie.<sup>155</sup> Zmena bola len formálna, pretože došlo fakticky k doslovnému prebratiu pôvodného opatrenia. Bez nároku na úplný výpočet relevantných právnych predpisov by chcel ešte spomenúť samozrejme zákon o kolektívnom investovaní a minimálne vyhlášku KCP č.270/2004 Sb. , skrátene, o stanovení hodnoty.<sup>156</sup>

#### 4.1.1. Oceňovanie majetku a záväzkov

Aktuálna hodnota podielového listu a aktuálna hodnota akcie investičného fondu vychádza z hodnoty vlastného kapitálu fondu. Súčasťou vlastného kapitálu sú mimo iných aj zmeny reálnej hodnoty majetku, teda oceňovacie rozdiely. Preto je spôsob oceňovania veľmi dôležitý. Podľa ZKI sa majetok a záväzky fondu oceňujú podľa

---

<sup>152</sup> Zákon o kolektívnom investovaní na zákon o účtovníctví priamo odkazuje v spoločných ustanoveniach - §135 odst. 3.

<sup>153</sup> Vyhláška č. 501/2002 Sb., Ministerstva financií, ktorou sa provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb. , o účtovníctví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi.

<sup>154</sup> Medzinárodný účtovný štandard 32 - Finančné nástroje: zverejňovanie a prezentácia a Medzinárodný účtovný štandard 39 - Finančné nástroje: účtovanie a oceňovanie. K tomu vid' bližšie napr. Mládek, R., Krupová, L.: Finanční nástroje - Mezinárodní účetní standard 32 a 39. 2003. [cit. 29.júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.xbrl.sk/index.php?ln=1&tm=3&om=13&z\\_id=c\\_aa-IAS32-39\\_c](http://www.xbrl.sk/index.php?ln=1&tm=3&om=13&z_id=c_aa-IAS32-39_c)>.

<sup>155</sup> FZ02/2003 České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 501/2002 Sb. , ve znění pozdějších předpisů (ďalej jen "České účetní standardy pro finanční instituce"), které boli pozmenené ministerstvom financií FZ03/2004 s rovnomeným názvom.

<sup>156</sup> Vyhláška Komise pro cenné papíry č.270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a záväzků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování.



zvláštneho právneho predpisu, ktorým je zákon o účtovníctví, konkrétne upravujúci oceňovanie v §24 až §28. Podľa časového okamžiku, ku ktorému sa ocenenie viaže, rozlišuje zákon o účtovníctví ocenenie majetku a záväzkov:

- k okamžiku uskutočnenia účtovného prípadu alebo
- ku koncu rozvahového dňa alebo k inému okamžiku, ku ktorému sa zostavuje účtovná závierka (ďalej tiež okamžik ocenenia).

K okamžiku uskutočnenia účtovného prípadu oceňuje účtovná jednotka majetok spravidla nadobúdacou cenou alebo vlastnými nákladmi. Pre niektoré druhy majetku a záväzkov stanovuje zákon o účtovníctví oceňovanie k okamžiku oceňovania reálnou hodnotou. Za takéto druhy sa považujú hlavne niektoré druhy cenných papierov, časť majetku a záväzkov zaistená derivátmi, deriváty, pohľadávky určené k obchodovaniu a pod. (§27 odst. 1 Zučt) Tento majetok a záväzky sa môžu oceňovať reálnou hodnotou aj častejšie ako len k okamžiku ocenenia a účtovné jednotky majú povinnosť toto nové ocenenie zaniest' do svojich účtovných kníh.<sup>157</sup> Majetok a záväzky sa oceňujú reálnou hodnotou tiež vtedy, keď to ukladá zvláštny právny predpis. Zákon o účtovníctví v tomto konkrétnom prípade odkazuje napríklad na už zrušený zákon č. 248/1992 Sb., o investičných spoločnostiach a investičných fondoch (§21 ZISIF). Zákon o kolektívni investování až donedávna neobsahoval explicitnú požiadavku na oceňovanie reálnou hodnotou, čo spôsobovalo pri doslovnom výklade zákona, že nie všetky druhy majetku fondu museli byť preceňované na reálnu hodnotu. Technická novela nahradila tento nedostatok vložением novej vety na začiatok ustanovenia §82 odst. 4 ZKI, z ktorej je, nad všetky pochybnosti jasné, že majetok a záväzky z investičnej činnosti fondu kolektívneho investovania sa oceňujú reálnou hodnotou. Pričom investičné nástroje v majetku fondu musia byť oceňované pravidelne, podľa dôb v štatúte, najmenej však každé dva týždne, čo neplatí pre SFKI a špeciálne fondy nehnuteľností. Pre všetky fondy kolektívneho investovania ale platí, že nehnuteľnosti, hnutel'né veci, práva a ďalšie hodnoty v ich majetku a záväzky musia byť oceňované pravidelne podľa dôb stanovených v štatúte, minimálne však jedenkrát ročne. V zákone je nepochopitel'ne, len pre špeciálne fondy nehnuteľností, stanovená dodatková povinnosť oceňovať majetok a záväzky fondu vždy k termínu, ktorý bol v štatúte určený pre podávanie žiadostí

---

<sup>157</sup> §82 odst. 3 ZKI, hovorí, že fond kolektívneho investovania oceňuje majetok a záväzky v priebehu účtovného obdobia, ku dňu stanovenia aktuálnej hodnoty akcie alebo podielového listu, pričom odlišne od §24 odst. 2 písm. b) Zučt neprikazuje zostavovať účtovnú závierku.

o odkúp podielových listov. Identické oprávnenie sa pritom vzťahuje i na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov (§12 odst. 2 ZKI in fine), teda nevidím dôvod prečo sa i pre SFKI nemusí termín oceňovania s termínom pre podávanie žiadostí o odkúp podielových listov zhodovať.

Na základe toho, čo už bolo o oceňovaní majetku a záväzkov fondu napísané sa dá konštatovať, že vzhľadom na charakter majetku fondu, oceňuje fond svoj majetok k okamžiku uskutočnenia účtovného prípadu prevažne nadobúdacou cenou. Majetok a záväzky fondu sa potom neskôr preceňujú na reálnu hodnotu. Spôsob stanovenia reálnej hodnoty upravujú účtovné právne predpisy a vyhláška č. 270/2004 Sb., o stanovení hodnoty.

#### 4.1.1.1. Kategorizácia cenných papierov<sup>158</sup>

S delením cenných papierov sa môžeme stretnúť napr. v zákone o cenných papíroch alebo zákone o podnikaní na kapitálovom trhu, ale s ohľadom na účtovné aspekty, je dôležité delenie cenných papierov tak, ako sú rozdelené v Českých účtovných štandardoch pre finančné inštitúcie č. 108 (Cenné papíry), ktoré sú v súlade s IAS 39.

Pri nadobúdaní cenných papierov do majetku fondu, teda k dátumu uskutočnenia účtovného prípadu, sú tieto, ako i ostatný majetok, spravidla ocenené nadobúdacou cenou. Súčasťou tejto ceny sú i priame transakčné náklady súvisiace s nadobúdaním cenného papiera.<sup>159</sup> Ak získava fond cenné papiere do svojho portfólia, pričom cenné papiere rovnakého druhu už v ňom má, dovoľuje mu Zučt použiť pre účely ocenenia i cenu získanú váženým aritmetickým priemerom alebo metódou FIFO (First In First Out). Po tomto prvotnom ocenení musí fond, vzhľadom k dodržiavaniu povinnosti oceňovať majetok a záväzky reálnou hodnotou, preceňovať cenné papiere na reálnu hodnotu. K tomu je potrebné rozlišovať o aký cenný papier sa jedná.

Cenné papiere, o ktorých sa účtuje do aktív finančnej inštitúcie, a ktoré nie sú považované za účasti s rozhodujúcim alebo podstatným vplyvom, rozdeľuje účtovný štandard pre účely ocenenia na tri základné skupiny:

<sup>158</sup> Považujem za vhodné sa venovať práve kategorizácii a oceňovaniu cenných papierov, pretože sa domnievam, že sa jedná o druh majetku, do ktorého bude SFKI prevažne investovať. V konečnom dôsledku i kvalifikovaný investor by mal mať skúsenosti s obchodovaním práve s cennými papiermi (§56 odst. 1 písm. p) ZKI).

<sup>159</sup> Za priame transakčné náklady sa považujú napr. poplatky a provízie obchodníkom s cennými papiermi, investičným poradcom alebo burzám. Naopak sa za ne nepovažujú napr. náklady správnej réžie, úrokové náklady z úverov na získanie cenného papiera (margin) a pod.

- cenné papiere oceňované reálnou hodnotou oproti účtom nákladov a výnosov
- cenné papiere realizovateľné
- cenné papiere držané do splatnosti
- dlhové cenné papiere nadobudnuté v primárnych emisiách neurčené k obchodovaniu.

Prvou kategóriou cenných papierov štandard rozumie cenné papiere, ktoré sú klasifikované ako cenné papiere určené k obchodovaniu alebo cenné papiere, ktoré sú účtovnou jednotkou pri prvotnom zaúčtovaní označené za cenný papier oceňovaný reálnou hodnotou proti účtom nákladov alebo výnosov. Pričom za cenné papiere k obchodovaniu sa označujú cenné papiere, ktoré boli nadobudnuté za účelom ich ďalšieho predaja alebo vyporiadania v blízkej budúcnosti alebo sú súčasťou portfólia, ktoré je držané z dôvodu dosahovania ziskov z cenových rozdielov v krátkom časovom období.

Cenným papierom držaným do splatnosti sa rozumie finančné aktívum so stanovenou splatnosťou, u ktorého má účtovná jednotka zrejmy úmysel a schopnosť držať ho do splatnosti. Či bude takto definovaná kategória cenných papierov atraktívna pre fondy kvalifikovaných investorov je determinované najmä zvolenou investičnou stratégiou toho, ktorého fondu. Pri využívaní pasívnej investičnej stratégie, pre ktorú je príznačný investičný štýl Buy and Hold, budú skoro určite cenné papiere držané do splatnosti zložkou portfólia fondu. To je naopak, s veľkou pravdepodobnosťou, vylúčené u fondov riadených aktívne, kde dochádza k neustálemu preskupovaniu portfólia a vyhľadávaniu investičných príležitostí a tržných anomálií. Pre špeciálne fondy kvalifikovaných investorov, ktoré sú charakteristické v svojich zahraničných obdobiach nadvýnosom oproti ostatným druhom fondov kolektívneho investovania, a to i vďaka možnosti investovať „proti trhu“, budú cenné papiere držané do splatnosti, predpokladám, len veľmi raritnou zložkou majetku SFKI.

Realizovateľným cenným papierom sa rozumie cenný papier, ktorý je finančným aktívom a účtovná jednotka sa ho rozhodne takto klasifikovať a ktorý nie je klasifikovaný ako cenný papier spadajúci do inej skupiny cenných papierov.<sup>160</sup>

<sup>160</sup> Len na doplnenie, štandard rozoznáva i kategóriu cenných papierov, o ktorých je účtované do záväzkov finančnej inštitúcie a člení ich na záväzky z cenných papierov oceňovaných reálnou hodnotou proti účtom nákladov alebo výnosov a emitované cenné papiere.

Dôvody pre kategorizáciu cenných papierov sú hneď dva. Prvým je odlišný spôsob precenenia, keď cenné papiere držané do splatnosti a dlhové cenné papiere nadobudnuté v primárnych emisiách určené k obchodovaniu sa preceňujú nabehnutou hodnotou a všetky ostatné skupiny hodnotou reálnou. Druhým je odlišný spôsob zachytenia precenenia v účtovníctve účtovnej jednotky. Zmeny reálnych hodnôt cenných papierov oceňovaných reálnou hodnotou proti účtom nákladov alebo výnosov, ktoré vytvárajú oceňovací rozdiel, vstupujú priamo do výsledku hospodárenia, zatiaľ čo u realizovateľných cenných papierov sú zmeny reálnej hodnoty zachycované na účte oceňovacích rozdielov ako samostatná položka vlastného kapitálu. Do výsledku hospodárenia sa potom oceňovací rozdiel dostáva až v momente predaja cenného papiera.

Presun cenných papierov medzi jednotlivými kategóriami je možný, ale za predpokladu splnenia dosť tvrdých požiadaviek kladených účtovným štandardom, a to prirodzene z dôvodu, aby investičné spoločnosti resp. investičné fondy nemohli jednoducho manipulovať so svojim hospodárskym výsledkom.

Vlastne až do 1. januára 2005, kedy nadobudla účinnosť novela vyhlášky č. 501/2002 Sb.,<sup>161</sup> a zmena českých účtovných štandardov pre banky a ostatné finančné inštitúcie,<sup>162</sup> bolo pre fondy kolektívneho investovania irelevantné, či zaradí cenné papiere do skupiny cenné papiere oceňované reálnou hodnotou oproti účtom nákladov a výnosov (pred novelou vyhlášky sa nazývali cenné papiere k obchodovaniu), alebo do skupiny realizovateľných cenných papierov (pred novelou vyhlášky niesli označenie cenné papiere k predaju). Oceňovacie rozdiely z precenenia na reálnu hodnotu musela investičná spoločnosť resp. investičný fond zaúčtovať rozvahovo, ako samostatnú položku vlastného kapitálu. Za súčasného platného právneho stavu má diferenciácia cenných papierov a rozhodovanie fondu o nej zásadný význam, predovšetkým z pohľadu prejavovania sa vo výsledku hospodárenia fondu kolektívneho investovania.

#### *4.1.1.2. Reálna hodnota majetku a záväzkov fondu*

Obecným predpisom vymedzujúcim spôsoby stanovujúce reálnu hodnotu majetku a záväzkov fondu a obecné všetkých účtovných jednotiek je zákon o účetníctví. V §27

<sup>161</sup> Vyhláška č. 545/2004 Sb., kterou se mění vyhláška č. 501/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetníctví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi, ve znění vyhlášky č. 473/2003 Sb.

<sup>162</sup> Zmenu priniesol FZ03/2004, ktorý úplne zrušil Český účetní standard pro finanční instituce č. 104 - Použití způsobů oceňování.

odst. 4 je za reálnu hodnotu považovaná tržná hodnota, ocenenie kvalifikovaným odhadom alebo posudkom znalca, a to len vtedy ak neexistuje tržná hodnota, alebo táto nezodpovedá hodnote reálnej. Subsidiárne, až na treťom mieste, sa použije spôsob oceňovania, ktorý je upravený v zvláštnom právnom predpise. Takouto vyhláškou pre oblasť kolektívneho investovania je vyhláška KCP č.270/2004 Sb. , o stanovení hodnoty.

Vo vyhláške sú hierarchicky podľa prednostnej aplikácie stanovené spôsoby určenia reálnej hodnoty majetku a záväzkov fondu, medzi ktoré radíme súborným názvom označené finančné nástroje, vklady u bánk, nehnuteľnosti, komodity, iné hnutelné veci, majetkové práva a iné majetkové hodnoty, záväzky, pohľadávky a majetkové účasti v nehnuteľnostných spoločnostiach.

Napríklad pre stanovenie reálnej hodnoty investičných cenných papierov, nástrojov peňažného trhu a finančných derivátov obchodovaných na regulovanom trhu (§2 vyhlášky o stanovení hodnoty) sama vyhláška zbytočne znovu opakuje, že priorita je ocenenie tržnou hodnotou. Táto je predmetom bližšej úpravy v §27 odst. 5 Zúčt. Ak by sa nepodarilo zistiť tržnú cenu, nasledovala by aplikácia Zúčt, konkrétne ocenenie kvalifikovaným odhadom alebo posudkom znalca. Vyhláška pamätá i na niektoré zvláštne prípady napr. ak sa s finančným nástrojom aktívne neobchoduje alebo sa jedná o finančný nástroj držaný do splatnosti. V posledne menovanom prípade sa uplatní obecný axióm finančnej teórie a síce, že hodnota každého aktíva sa vypočíta ako súčasná hodnota diskontovaných príjmov plynúcich z daného aktíva. Tento obecné prijímaný spôsob ocenenia finančných aktív je podstatou väčšiny oceňovacích metód (napr. základným východiskom fundamentálnej analýzy, ktorá sa snaží stanoviť vnútornú cenu aktíva) a je tiež ešte niekoľkokrát využitý vo vyhláške o stanovení hodnoty.

Medzi nedostatky tejto vyhlášky by sa dalo zaradiť oceňovanie nehnuteľností reálnou hodnotou, a to z toho dôvodu, že ustanovenie je výhradne aplikovateľné na špeciálne fondy nehnuteľností a nehnuteľnosti v ich majetku. ČNB pri novelizácii vyhlášky o stanovení hodnoty (ale nie len pri nej) akoby zámerne nereflektovala skutočnosť, že i špeciálne fondy kvalifikovaných investorov môžu alokovať peňažné prostriedky investorov do nehnuteľností.

Vyhláška vychádza z premisy, že akékoľvek aktívum v majetku fondu alebo záväzkov fondu musia mať reálnu hodnotu. Tomu podmieňuje i formuláciu finálneho ustanovenia, v ktorom stanovuje, že pokiaľ sa dá dôvodne predpokladať, že reálna hodnota aktíva stanovená tak, ako je to predmetom jednotlivých paragrafov vyhlášky,

neodpovedá cene, za ktorú by sa dalo aktívum speňažiť, stanoví fond hodnotu aktíva so súhlasom depozitára takým spôsobom, ktorý v zmysle medzinárodných účtovných štandardou účtovného výkazníctva podáva verný a poctivý obraz o jeho reálnej hodnote. Nakoniec teda môže, k stanoveniu reálnej hodnoty aktíva, pomôcť i elementárny princíp účtovníctva ako takého. Reálna hodnota aktíva, pri troche zveličenia, tak môže byť v podstate ľubovoľná, samozrejme ak ju odobrí depozitár fondu. Úloha depozitára v oblasti spôsobov oceňovania majetku a záväzkov fondov je zdôraznená i v jeho povinnostiach, tak ako ich ukladá zákon o kolektívnom investovaní (§21 odst. 1 písm. i) ZKI) a z tejto povinnosti ZKI nezľavuje ani pri aplikovaní na špeciálny fond kvalifikovaných investorov.

#### 4.1.2. Účtovná závierka

Zostaveniu účtovnej závierky fondom kolektívneho investovania predchádza vedenie účtovníctva, a to v súlade so zákonom o účtovníctví a tiež prevádzacej vyhlášky č. 501/2002 Sb. Tá obsahuje smernú účtovnú osnovu pre banky a ostatné finančné inštitúcie v prílohe č. 4 usporiadanú do účtovných tried a účtovných skupín. Účtovné skupiny sú ďalej rozvádzané v jednotlivých syntetických účtoch. Analytické účty, ktoré spresňujú syntetické účty už nie sú obligatórne, ale účtovná jednotky si ich podľa potreby môže vytvárať.

Účtovná závierka fondu kolektívneho investovania zahrňuje rozvahu (bilanciu), výkaz zisku a straty, prílohu a prehľad o zmenách vlastného kapitálu. Usporiadanie a označovanie položiek v jednotlivých účtovných výkazoch určuje pre účtovné jednotky – finančné inštitúcie, záväzne vyhláška č. 501/2002 Sb. Jednotlivé položky výkazov sa musia uvádzať oddelene, v stanovenom poradí a nesmú sa zlučovať. Podrobnejšie členenie je prípustné, ale za podmienky, že ostane zachované predpísané usporiadanie. Fondy majú povinnosť nechať overiť svoju účtovnú závierku auditorom.

V prílohe spomínanej vyhlášky je vymedzené usporiadanie jednotlivých položiek rozvahy a výkazu zisku a strát. Vyhláška síce požaduje pri niektorých položkách podrobnejšie členenie, no nemyslím si, že i tak to stačí k získaniu kvalifikovaného prehľadu o finančnej situácii a hospodárení fondu kolektívneho investovania. Je to spôsobené tým, že primárne je konštrukcia vyhlášky a obsah účtovných výkazov spracovaný pre potreby bánk, ktoré majú iné nároky na obsah sledovaných informácií, ich členenie a podrobnosť ako fondy. Výsledkom je, že niektoré dôležité informácie

o podnikaní fondu môžu ostať skryté v súhrnných číslach s nízkou výpovednou schopnosťou. To znemožňuje napríklad externému užívateľovi informácií spracovať, a to i pre vlastnú potrebu, fundovanú finančnú analýzu fondu.

## **4.2. Daňové aspekty**

Daňové aspekty podnikania fondov kolektívneho investovania a predovšetkým špeciálneho fondu kvalifikovaných investorov sú považované za najväčšie lákadlo pre ich zakladanie v danej jurisdikcii. Otázka zdanenia je však dôležitá i z pohľadu atraktivity investície do fondu pre investora a opäť je nutné zdôrazniť, že pre kvalifikovaného investora obzvlášť.

### **4.2.1. Zdanenie subjektov kolektívneho investovania**

Daň investičného fondu, investičnej spoločnosti a podielových fondov je daňou z príjmu právnických osôb podľa §17 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z príjmov (ďalej tiež ZDP).

Predmetom dane sú príjmy (výnosy) z veškerej činnosti a z nakladania s veškerým majetkom (ďalej tiež príjmy). Podľa §19 odst. 1 písm. ze) ZDP nie sú nimi príjmy z dividend a iných podielov na zisku vyplácaných dcérinou spoločnosťou, ktorá má svoje sídlo alebo miesto svojho vedenia (v zmysle riadenia) v Českej republike, spoločnosti materskej. To neplatí pre podiely na zisku vyplácané dcérinou spoločnosťou, ktorá je v likvidácii. Od dane z príjmu právnických osôb sú ďalej podľa §19 odst. 1 písm. zi) ZDP oslobodené príjmy z dividend a iných podielov na zisku, plynúcich od dcérinej spoločnosti, ktorá je daňovým rezidentom iného štátu Európskej únie, materskej spoločnosti, ktorá má svoje sídlo alebo miesto svojho vedenia v Českej republike a stálej provozovni materskej spoločnosti, ktorá nemá svoje sídlo na území ČR a je umiestnená na území Českej republiky. To sa nevzťahuje na podiely na likvidačnom zostatku, vyporiadacie podiely a podiely na zisku vyplácané dcérinou spoločnosťou, ktorá je v likvidácii. Vzťahy medzi dcérskou spoločnosťou a materskou spoločnosťou sú dôležité tiež v oblasti kolektívneho investovania, pretože toto je najbežnejšie usporiadanie vzťahov v súčasných finančných „supermarketoch“. Materskou spoločnosťou býva

zvyčajne banka a dcérskymi spoločnosťami typicky poisťovňa, obchodník s cennými papiermi, investičná spoločnosť alebo investičný fond.

Základ dane z príjmu právnických osôb sa v prípade investičnej spoločnosti vytvárajúcej podielové fondy stanoví samostatne za investičnú spoločnosť a oddelene za jednotlivé podielové fondy (§20 odst. 3 ZDP).<sup>163</sup> Investičná spoločnosť je povinná podať ako neoddeliteľnú súčasť daňového priznania aj daňové priznania za jednotlivé podielové fondy a to i v prípade, že podielový fond vykáže nulový základ dane (§38m odst. 6 ZDP). Investičná spoločnosť nesmie kompenzovať svoj základ dane alebo daňovú stratu so základmi dane alebo s rozdielmi, o ktoré upravené výdaje (náklady) prevyšujú upravené príjmy jednotlivých podielových fondov za účelom stanovenia celkovej dane a nesmie ku kompenzácií dôjsť ani medzi jednotlivými podielovými fondmi, a to v žiadnom zdaňovacom období.

Sadzba dane pre investičnú spoločnosť je určená §21 odst. 1 ZDP a predstavuje 24 % zo základu dane zníženého o odpočítateľné položky. Iná je situácia v prípade podielových a investičných fondov, kde došlo k dočasne uspokojivému zníženiu sadzby dane z príjmu z 15 % na 5 %. Po prvý krát sa znížená, 5 %-ná, sadzba dane aplikovala na účtovné obdobie začínajúce 1. januárom 2004. Táto zmena vyvolala pozitívne reakcie ako u investičných spoločností, ktoré už hrozili premiestnením svojho sídla do daňovo priaznivejšej jurisdikcie (napr. Luxembursko, Írsko), tak u investorov. Pretože fondy započítavajú očakávané daňové bremeno do aktuálnej hodnoty podielového listu resp. akcie (§15 odst. 2 vyhlášky o stanovení hodnoty), došlo znížením sadzby dane okamžite k skoro proporcionálnemu zvýšeniu výkonnosti fondov. Znížená sadzba dane pre podielové fondy a pre investičné fondy je zakotvená v §21 odst. 1 písm. a) a b) ZDP, pričom sa vzťahuje na upravený základ dane.<sup>164</sup> Pre investičnú spoločnosť vytvárajúcu podielové fondy sa celková daň stanoví ako úhrn jednotlivých daní vypočítaných samostatne zo základu dane za investičnú spoločnosť a oddelene zo základu dane za jednotlivé podielové fondy (§38o ZDP).

Záverom je treba si uvedomiť, že zníženie daňovej sadzby a tým i daňovej povinnosti je čiastočne kompenzované už analyzovanou zmenou účtovnej metodiky vzťahujúcej sa k preceňovaniu cenných papierov na reálnu hodnotu. Pred 1. januárom

---

<sup>163</sup> V rovnakom ustanovení sú tiež uvedené položky znižujúce základ dane jednotlivých podielových fondov.

<sup>164</sup> Podielové fondy znižujú svoj základ dane podľa § 20 odst. 3 ZDP a investičné fondy znižujú svoj základ dane o položky uvedené v §34 ZDP.



2005 pokiaľ fond nepredal cenné papiere zo svojho majetku, sa rast reálnej hodnoty cenného papiera do výsledku nedostal, teda ani nebol zdanený. Po tomto dátume, so začiatkom nového účtovného obdobia, môže dôjsť k zdaneniu ešte nerealizovaných ziskov, pretože u cenných papierov zaradených do skupiny cenných papierov oceňovaných reálnou hodnotou oproti účtom nákladov a výnosov sa rast reálnej hodnoty vykazuje priamo do výsledku (vykazuje sa v príslušnej položke výkazu ziskov a straty - §68 odst. 1 vyhlášky č. 501/2002 Sb.). Z tohto dôvodu rastie pri zvýšení reálnej hodnoty cenného papiera daňová povinnosť, a to aj v prípade, že fond cenný papier stále drží v svojom portfóliu a zatiaľ nerealizuje zisk a neinkasuje prirodzene ani žiadne peňažné plnenie.

#### **4.2.2. Zdanenie investorov fondov kolektívneho investovania**

Vyspelosť oblasti kolektívneho investovania je podmienená hlavne záujmom zo strany investorov, na ktorý má nezanedbateľný vplyv veľkosť daňovej povinnosti investora. Zdanenie príjmov plynúcich z kolektívneho investovania upravuje rovnaký zákon o daních z príjmu ako tomu bolo pri zdaňovaní subjektov kolektívneho investovania.

Výnos investora, ktorý je podielnikom podielového fondu môže byť realizovaný dvojakým spôsobom. Buď predstavuje rozdiel medzi aktuálnou hodnotou podielového listu pri nákupe (§11 ZKI) a aktuálnou hodnotou pri spätnom predaji resp. pri odkupovaní podielového listu investičnou spoločnosťou (§12 ZKI) a má podobu príjmu z predaja cenného papiera v zmysle §4 odst. 1 písm w) ZDP alebo je iným výnosom z držby cenných papierov podľa §8 odst. 1 písm. a) ZDP. Prvý spôsob je príznačný pre výnosy pochádzajúce z investície do rastového typu fondu, teda fondu, ktorý podiely na zisku nevypláca, ale reinvestuje a druhý spôsob je vlastný výnosovým fondom, ktoré dosiahnuté zhodnotenie vyplácajú investorom pri zachovaní hodnoty počiatocnej investície.

Akcionár investičného fondu môže rovnako realizovať výnos pri predaji cenného papiera, samozrejme za predpokladu zvýšenia aktuálnej hodnoty akcie pri predaji v zrovnaní s hodnotou pri nákupe, podľa §4 odst. 1 písm w) ZDP alebo sú mu vyplácané podiely na zisku (dividendy) z majetkového podielu na akciovej spoločnosti, ktorá je investičným fondom, v súlade s §8 odst. 1 písm. a) ZDP.

Ustanovenie §4 odst. 1 písm. w) ZDP sa týka prípadov oslobodenia od dane. Výkladom a contrario sa dá dovodiť, že príjem z predaja cenných papierov kolektívneho investovania je predmetom dane len za predpokladu, že presiahne doba medzi nadobudnutím a prevodom týchto cenných papierov pri ich predaji alebo vrátení do 6 mesiacov.<sup>165</sup> Pokiaľ teda investor drží akcie investičného fondu alebo podielové listy podielového fondu dlhšie ako 6 mesiacov, prípadný výnos nie je predmetom zdanenia (je od dane oslobodený a nezapočítava sa do základu dane). Ak tento časový test nie je splnený, tak príjem z predaja cenných papierov kolektívneho investovania je predmetom dane a zahrnie sa do základu dane pre výpočet dane z príjmu fyzických osôb.

Inak je tomu v prípade kapitálových príjmov, príjmov z dividend a iných výnosov plynúcich z držby cenných papierov podľa §8 odst. 1 písm. a) ZDP. Takýto príjem je zdaňovaný zvláštnou sadzbou dane, ktorá je v súlade s §36 odst. 2 písm. a) ZDP 15 % a je za poplatníka odvádzaná platcom dane podľa §38d odst. 1 ZDP ako tzv. daň vyberaná zrážkou podľa zvláštnej sadzby dane. Pre výpočet základu dane, ktorý je zdaňovaný zvláštnou sadzbou dane pre dividendové príjmy z majetkovej účasti v investičnom fonde a z podielových listov podielového fondu sú stanovené špeciálne pravidlá v §36 odst. 4 ZDP. Základ dane sa stanoví samostatne za jednotlivé cenné papiere, a to aj v prípade držby cenných papierov rovnakého druhu od jedného emitenta. Takto určený základ dane sa zdaňovaný zvláštnou sadzbou dane sa neznižuje o nezdaniteľnú časť základu dane podľa §15 ZDP.

Už aj z takéhoto schematického naznačenia eventualít zdanenia výnosov investorov fondov kolektívneho investovania je evidentné, že v Českej republike budú prevažovať rastové typy fondov z jednoduchého dôvodu, a to priaznivejšieho režimu v zdaňovaní výnosov investorov. Z pohľadu špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov si myslím, že rastová investičná stratégia bude SFKI dominantná, vzhľadom na očakávaný dlhodobejší a rizikovejší investičný profil.

---

<sup>165</sup> V relatívne rozsiahlom §4 odst. 1 písm. w) ZDP sa ďalej stanovuje na aké prípady sa šesť mesačný daňový test vzťahuje, za akých podmienok sa beh šesť mesačnej doby prerušuje alebo kedy sa môže šesť mesačná doba medzi nadobudnutím a predajom cenného papiera skrátiť. Veľmi bizare vyznieva malé prehliadnutie zákonodárcu, keď jeden zo subjektov kolektívneho investovania označuje „investičný podielový fond“. Zo zmyslu ustanovenia sa dá dovodiť, že týmto novotvarom sa má namysli, zrejme, uzavretý podielový fond.

#### 4.2.2.1. Pripravovaná daňová reforma a jej dopad na sektor kolektívneho investovania

V dobe spracovávaní tejto práce sa stala nadmieru aktuálnou a diskutovanou reforma verejných financií v Českej republike, ktorá sa má aplikovať v rokoch 2007 – 2010. Okrem najsledovanejších zmien v sociálnej a daňovej oblasti s priamym dopadom do existenčnej sféry obyvateľstva sa reforma týka i novelizácie zákona o daních z príjmov, s vplyvom na kapitálové trhy.

V návrhu novely predkladanom Ministerstvom financií vláde figurovalo veľmi sporné ustanovenie, ktorým sa mal zrušiť §4 odst. 1 písm w) ZDP, teda zrušenie oslobodenia od dane z príjmu pri predaji cenných papierov v prípade, keď sú držané dlhšie ako 6 mesiacov. Kritika tohto zámeru,<sup>166</sup> bola so svojim argumentačným aparátom pravdepodobne natoľko silná, že vo finálnom návrhu vláde, ale už i v návrhu schválenom poslaneckou snemovňou<sup>167</sup>, sa so zrušením šesťmesačného daňového testu nepočíta. Návrh jednak nebol koncepčný, pretože znevýhodňoval fondy kolektívneho investovania oproti alternatívnym investičným nástrojom (životné poistenie, penzijné pripoistenie, stavebné sporenie), zavádzal pre investorov fondov povinnosť každoročne podávať daňové priznanie,<sup>168</sup> vyvolával otázku dvojitého zdanenia investícií do fondov (samotným fondom a investorom) alebo z pohľadu kvalifikovaných investorov im dával impulz k presúvaniu finančných prostriedkov do zahraničia.

V poslaneckou snemovňou schválenom návrhu sa i tak objavila zmena predmetného ustanovenia týkajúceho sa časového testu. Novo by sa mal aplikovať už nie na cenné papiere získané z kupónovej privatizácie a ostatné cenné papiere, ale na investičné cenné papiere a cenné papiere kolektívneho investovania, vymedzené v súlade so ZPKT. Tým sa predmet oslobodenia od dane z príjmu fyzických osôb zredukoval, pričom na zbytkovú skupinu cenných papierov sa bude môcť naďalej použiť ustanovenie §4 odst. 1 písm. r) ZDP, ktoré ale podmieňuje oslobodenie od dane 5 ročným daňovým testom. Inou pripravovanou zmenou je, že oslobodenie by sa malo vzťahovať iba na osoby, ktorých celkový podiel, priamy aj nepriamy, na základnom kapitále a hlasovacích právach spoločnosti neprevyšoval v dobe 24 mesiacov pred

<sup>166</sup> K tomu vid' napr.: Mašek, F.: Daňové kotrmelce. Ekonom, 2007, roč. X, č.16, str. 76–78 alebo Urbanek, D.: Daním neuniknete. Fond Shop, 2007, roč. XI, č.9, str. 12-13. alebo FM: AFAM: na zrušení časového testu stát prodělá. 30. 4. 2007. [cit. 2.septembra 2007]. Dostupný na WWW: <[http://ihned.cz/3-21027660-st%El+skute%E8n%EC+prod%ECI%E1-000000\\_d-77](http://ihned.cz/3-21027660-st%El+skute%E8n%EC+prod%ECI%E1-000000_d-77)>.

<sup>167</sup> Návrh zákona o stabilizaci veřejných rozpočtů (sněmovní tisk 222/0) bol 21.8.2007 schválený poslaneckou snemovňou a 31. 8. 2007 bol postúpený senátu ako tisk 106/0.

<sup>168</sup> Podľa platného právneho stavu ak sú príjmy z predaja cenných papierov oslobodené od dane z príjmu, nemusí poplatník podávať daňové priznanie.

predajom cenných papierov 5 %. Toto ustanovenie by sa mohlo teoreticky dotknúť kvalifikovaných investorov v samosprávnom investičnom fonde, pretože pri nižšom počte ako 20 kvalifikovaných investorov v jednom fonde a pri rovnomernom rozvrhnutí podielov by podmienka pre oslobodenie od dane splnená nebola.

V daňovej úprave *de lege ferenda* v oblasti kolektívneho investovania by nemalo dôjsť k nejako dramatickým zmenám, len pozitívne sa dá hodnotiť rozhodnutie o ponechaní časového testu a v prípade zdanenia investícií kvalifikovaných investorov by sa dalo odkázať na daňový princíp spravodlivosti, a síce, že daňové bremeno by malo byť proporcionálne k dosahovaným príjmom. V konečnom dôsledku by daňová reforma mala priniesť i jednotnú 15 %-nú daňovú sadzbu z príjmu fyzických osôb.

## Záver

Cieľom tejto práce bola celková právna analýza právnej úpravy špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov v Českej republike s poukazom na možné interpretačné a aplikačné nejasnosti. K tomu mi malo slúžiť podporne charakterizovanie širších historicko-ekonomických súvislostí, ale aj niektorých inštitútov obecnej právnej úpravy kolektívneho investovania.

Kolektívne investovanie v Českej republike prešlo zložitým vývojom, pretože v priebehu pätnásťročnej histórie dokázali subjekty kolektívneho investovania najskôr prilákať obrovskú masu investorov – DIKov, potom stratiť dôveru obyvateľstva pri transformácií fondov na holdingy a defraudáciách majetku pri správe fondov, až nakoniec opäť získali časť dôvery, ktorú majú subjekty kolektívneho investovania vo vyspelých krajinách. Investorskú priazeň mal obnoviť nový zákon (Zákon o kolektívnom investovaní) harmonizovaný s právom Európskej únie. Ten však v svojom pôvodnom znení nezachytil moderné svetové trendy, i keď umožnil vznik špeciálnych fondov, ale nadmieru segregoval potencionálnych investorov podľa objemu disponibilných finančných prostriedkov. Zmenu priniesla zatiaľ posledná novela (tzv. technická novela), s účinnosťou od konca mája 2006, ktorá umožňuje vytvárať dva nové typy špeciálnych fondov – špeciálny fond nehnuteľností a špeciálny fond kvalifikovaných investorov, pri zachovaní dvoch starších typov – špeciálny fond cenných papierov a špeciálny fond fondov.

V časti venovanej ekonomickým aspektom SFKI som poukázal na nízku mieru využívania investícií do kolektívneho investovania, s poukazom na konzervatívizmus domácich investorov a dominanciou depozitných produktov, čo predznamenáva expanziu v oblasti kolektívneho investovania na úroveň vyspelých ekonomík. Rovnako optimistický názor som vyjadril v otázke rozvoja alternatívnych investícií, medzi ktoré sa radia i špeciálne fondy kvalifikovaných investorov.

Z pohľadu zahraničných právnych úprav entít analogických s českými SFKI vychádzajú najprepracovanejšie úprava Írska a Luxemburská. Z regulácie írskych Qualifying investor fund hodnotím v zmysle de lege ferenda pre ZKI podnetne definíciu kvalifikovaného investora, pretože je presne identifikovaný podľa objektívneho kritéria majetkových pomerov a výšky vstupnej investície. Veľmi podobná českej regulácií SFKI je luxemburská úprava Specialised investment funds. Odlišnosti sú ale predsa len

podstatné. Čo považujem v ZKI za podstatný nedostatok a naopak za prirodzený inštitút v luxemburskom zákone, je možnosť vzniku špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov vo forme otvoreného investičného fondu. Podnetná je i úprava depozitára fondu, ktorého povinnosti sú oproti povinnostiam voči štandardným fondom značne liberalizované.

V druhej kapitole som cestou právnej analýzy obecnej definície kolektívneho investovania poukazoval na nuancie SFKI. Rozoberaná bola napr. možnosť vzniku a existencie SFKI s jedným investorom, ktorá v ZKI nie je explicitne dovolená, ale i za súčasného právneho stavu je realizovateľná, i keď s väčšími administratívnymi nákladmi. Kritike som podrobil ustanovenie §56 odst. 1 písm. p) ZKI, ktoré fakticky dovoľuje za kvalifikovaného investora považovať kohokoľvek ochotného investovať minimálne 1 milión Kč. Investičná stratégia SFKI je predmetom špecifikácie v štatúte fondu a limitovaná tiež obecnou požiadavkou investovania na princípe rozkladania rizika. Pri posudzovaní diverzifikácie by bolo vhodné, aby dozorový orgán aplikoval case-by-case prístup a umožnil tak aspoň dočasne nevyváženosť investícií fondu.

Najvhodnejšou formou pre SFKI je, domnievam sa, samosprávny investičný fond. Vyplýva to jednak z prirodzenej snahy kvalifikovaných investorov participovať na rozhodovaní o správe svojich nemalých investovaných prostriedkov, a jednak z formulácie §17 odst. 1 ZKI, ktorá nedovoľuje investičnému fondu predávať pokyny investičnej spoločnosti, týkajúce sa obhospodarovania majetku investičného fondu. Za podnet k podrobnejšej analýze považujem opodstatnenosť existencie (domáceho) depozitára SFKI. Za terajšej situácie, si myslím, že je vhodné, aby depozitár dohliadal aspoň v minimálnej miere nad činnosťou SFKI, i keď povinnosť zaistenia úschovy resp. iného opatrovania majetku fondu, podľa jeho povahy, mu úlohu dohľadového a kontrolného subjektu nad hospodárením fondu značne sťažuje. Cenné papiere SFKI môžu zmluvne nadobúdať len kvalifikovaní investori, ktorých okruh je spresnení v štatúte. Zároveň musí byť v štatúte podmienená prevoditeľnosť cenných papierov vydaných SFKI. Informačná povinnosť, až na pár výnimiek a vylúčenia z osobnej pôsobnosti vyhlášky o informačnej povinnosti, nie je až takým výrazným elementom odlišujúcim SFKI od ostatných druhov fondov. Vo vzťahu k zrušeniu investičného fondu kvalifikovaných investorov by sa dalo doporučiť, aby k nemu nemuselo ex lege vždy dôjsť uplynutím doby, na ktorú bol investičný fond založený. Zatiaľ jediné riešenie, spomenuté tiež v stanovisku ČNB je, že investičný fond môže fakticky

pokračovať vo svojej činnosti, i keď by jeho právna subjektivita zanikla, a to fúziou s iným investičným fondom s podobným investičným zameraním.

S pokrokom v úprave špeciálnych fondov kolektívneho investovania sa napredovalo i v účtovných a daňových predpisoch viažucich sa k podnikaniu fondov kolektívneho investovania. Z dôvodu zachovania ako takej konkurenciaschopnosti českého fondového priemyslu sa jednoznačne kladne dá hodnotiť zníženie sadzby dane z príjmu právnických osôb s predmetom podnikania kolektívne investovanie na 5%. To isté sa nedá povedať, o zatiaľ platonickú snahu ministerstva financií zrušiť šesť mesačný daňový test. V záverečnej kapitole bolo poukázané tiež na to, že zníženie sadzby dane z príjmu subjektov kolektívneho investovania môže byť do istej miery kompenzované zmenou v účtovnej metodike vzťahujúcej sa k preceňovaniu cenných papierov na reálnu hodnotu.

Marginálnym cieľom tejto práce bolo tiež zhodnotiť českú právnu úpravu v svetle harmonizujúcich európskych smerníc. V európskej legislatíve sa zatiaľ nenachádza žiadna smernica zameraná na SFKI, a ani na alternatívne investície ako také, ale táto otázka už bola niekoľkokrát preberaná na európskej pôde. Nedá sa ale opomenúť a nespomenúť chybu, ktorá sa stala pri harmonizácii úpravy verejnej ponuky a prospektu v ZPKT so smernicou o prospekte, ktorá má priamy dopad na ponúkanie zahraničných uzavretých špeciálnych fondov.

V úvode práce naznačená dichotómia sa zavedením právnej úpravy špeciálnych fondov kvalifikovaných investorov mení na, myslím si, správne rozhodnutie vydať sa cestou alternatívnych investícií. Úprava SFKI má svoje nedostatky, ktoré budú musieť byť riešené v aplikačnej praxi resp. novelou ZKI (doporučiť by sa dalo aspoň povolenie SFKI kótovať svoje cenné papiere na regulovanom trhu, čím by tiež mohli vzniknúť REITs), ale pri komplexnom pohľade sa jedná o vykročenie správnym smerom k naplneniu latentných investičných príležitostí v Českej republike.

## Zoznam použitej literatúry a ďalších prameňov

### *Monografie*

- [1] Bakeš, M. a kol.: Finanční právo. 4. aktualizované vydání. Praha: C.H.Beck, 2006
- [2] Bejček, J., Eliáš, K., Raban, P. a kol.: Kurs obchodního práva. Obchodní závazky. 3. vydání. Praha: C.H.Beck, 2003
- [3] Boháček, M.: Základy anglo-amerického obchodního práva : srovnávací obchodní právo II. Praha: Oeconomica, 2003
- [4] Brada, J.: Teorie portfolia. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1996
- [5] Caska, O.: Investiční společnost s variabilním kapitálem – pojem, charakteristika a možnosti uplatnění v ČR. Rigorózní práce. Univerzita Karlova v Praze. Právnická fakulta. Praha. 2005.
- [6] Cullen, I.: Hedge Funds: law and regulation: [special report]/ general editors Iain Cullen, Helen Parry. London: Sweet and Maxwell, 2001
- [7] Dědič, J., Křetínský, D., Vacek, L.: Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář. 1. vydání. Praha: C.H.Beck, 2001
- [8] Jílek, J.: Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Praha: Grada, 2006
- [9] Knapp, V.: Velké právní systémy (Úvod do srovnávací právní vědy). 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 1996
- [10] Kotásek, J.; Pokorná, J.; Raban, P. a kol.: Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vyd. Praha: C.H.Beck, 2005
- [11] Liška, V.; Gazda, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. 1.vyd. Praha: Professional Publishing, 2004
- [12] Mílata, M.: Analýza sektoru speciálních fondov v ČR. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze. Praha. 2007
- [13] Mrkývka, P. Pařízková, I. Radvan, M.: Finanční právo a finanční správa 2. díl. Brno: Masarykova univerzita, 2004
- [14] Musílek, P.: Trhy cenných papírů. 1. vydání, Praha: Ekopress, 2002
- [15] Pavlát, V. a kol.: Kapitálové trhy. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2003
- [16] Pilař, R.: Kolektivní investování v EU. Disertační práce. Univerzita Karlova v Praze. Praha. 2003
- [17] Revenda, Z.; Mandel, M.; Kodera, J.; Musílek, P.; Dvořák, P.; Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. vyd. Praha: Management Press, 2000
- [18] Stefanini, F.: Investment Strategies of Hedge Funds. Chichester : John Wiley, 2006
- [19] Steigauf, S.: Fondy-jak vydělávat pomocí fondů. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2003

### *Články v odborných periodikách*

- [1] Smutný, A., Skuhřavý, J.: Veřejná nabídka zahraničních uzavřených fondů kolektivního investování. Právní rozhledy, 2007, roč. XV., č.8, str.296-299.
- [2] Mašek, F.: Rekordní zákem o hedgeové fondy. Ekonom, 2007, roč. X, č.17, str. 80
- [3] Mašek, F.: Daňové kotrmelce. Ekonom, 2007, roč. X, č.16, str. 76--78
- [4] Pihera, V., Šebestová, A.: Nová úprava kolektivního investování. Právní rozhledy, 2006, roč. XIV., č.14, str.499-532.
- [5] Stuchlík, R.: Nemovitostní fondy typu REIT časem vzniknou i v ČR. Fond Shop, 2007, roč. XI, č.4, str. 20-21
- [6] Stuchlík, R.:Kolik úspor mají české domácnosti. Fond Shop, 2006, roč. X, č.7 str. 12-13
- [7] Urbanek, D.: Daním neuniknete. Fond Shop, 2007, roč. XI, č.9, str. 12-13.



### ***Odborné články a práce obdobné***

- [1] Dědič, J.: Individuální výkon hlasovacích práv v akciové společnosti, ASPI: 7585 (LIT)
- [2] Defining the Term "Qualified Purchaser" under the Securities Act of 1933. Securities and Exchange Commission. [Release No. 33-8041; File No. S7-23-01]. [cit. 5. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm>>.
- [3] Efama, Assogestioni. Hedge Funds Regulation in Europe. A comparative survey. November 2005. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.assogestioni.it/asso/comunicazione/pubblicazioni/250845\\_efama\\_HdgFnd\\_rprt\\_1.pdf](http://www.assogestioni.it/asso/comunicazione/pubblicazioni/250845_efama_HdgFnd_rprt_1.pdf)>.
- [4] Elvinger, Hoss & Prussen. Luxembourg Specialised Investment Funds: a new regime for Investment Funds dedicated to sophisticated investors. Február 2007. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.ehp.lu/uploads/media/LuxembourgSpecialisedInvestmentFundsMemo.pdf>>
- [5] FM: AFAM: na zrušení časového testu stát prodělá. 30. 4. 2007. [cit. 2. septembra 2007]. Dostupný na WWW: <[http://ihned.cz/3-21027660-st%E1t+skute%E8n%EC+prod%EC1%E1-000000\\_d-77](http://ihned.cz/3-21027660-st%E1t+skute%E8n%EC+prod%EC1%E1-000000_d-77)>.
- [6] Garbaravicius, T., Dierick, F.: Hedge funds and their implications for financial stability, Occasional paper series No. 34, European Central Bank, august 2005. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf>>.
- [7] Hedge Funds and Alternative Investment in Ireland. Dillon Eustace Financial Service Group. August 2004. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.eurekahedge.com/news/attachments/Hedge\\_Funds\\_and\\_Alternative\\_Investment\\_in\\_Ireland.pdf](http://www.eurekahedge.com/news/attachments/Hedge_Funds_and_Alternative_Investment_in_Ireland.pdf)>
- [8] Hedge Funds. Ireland - the location of choice for alternative investment funds. PricewaterhouseCoopers. 2005. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.pwc.com/ie/eng/about/svcs/funds/pwc\\_hedge\\_ireland05.pdf](http://www.pwc.com/ie/eng/about/svcs/funds/pwc_hedge_ireland05.pdf)>
- [9] Hedge Funds in Ireland. McCannFitzGerald. Máj 2007. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.mccannfitz.com/ExternalUploadedFiles/HedgeFundsInIrelandMay07new.pdf>>.
- [10] Hedge funds regulations in Europe, [cit. 13. apríla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.afamcr.cz/download/277-hedge\\_funds\\_regulation.pdf](http://www.afamcr.cz/download/277-hedge_funds_regulation.pdf)>
- [11] Chicago Mercantile Exchange. Futures and options trading for hedge funds: the regulatory environment. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.cme.com/files/hedge.pdf>>.
- [12] Chlouba, V.: Rizikové fondy regulace v rámci EU nečeká, v Česku regulovány jsou. Komentář. [cit. 15. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.multiweb.cz/jurist/strana12.htm>>.
- [13] Janečka, M.: Nemovitostní fondy pro všechny aneb co umožní novela. 14. 4. 2006. [cit. 13. apríla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.penize.cz/zpravy/4345/nemovitostni-fondy-pro-vsechny-aneb-co-umozni-novela/?IDP=85>>
- [14] Kolektivní investování je krok správným směrem. Redakce Stavebního fóra. 16.10.2006. [cit. 10. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=7960&t=1162057473>>.
- [15] Komise pro cenné papíry: K aktuální situaci v procesu otevírání investičních fondů, 11.4.2001, [cit. 24. februára 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.cz/>>.
- [16] Lékó, I.: ČNB povolila první fond kvalifikovaných investorů. Týdeník EURO. 28/2007. 8.7.2007. [cit. 14. júla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.bbh.cz/pdf/CNB.pdf>>.
- [17] Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AFAM ČR. [cit. 13. mája 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.afamcr.cz/download/53-metodika\\_klasifikace\\_20060613.pdf](http://www.afamcr.cz/download/53-metodika_klasifikace_20060613.pdf)>.

- [18] Mládek, R., Krupová, L.: Finanční nástroje - Mezinárodní účetní standard 32 a 39. 2003. [cit. 29. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.xbrl.sk/index.php?ln=1&tm=3&om=13&z\\_id=c\\_aa-IAS32-39\\_c](http://www.xbrl.sk/index.php?ln=1&tm=3&om=13&z_id=c_aa-IAS32-39_c)>.
- [19] Návrh úředního sdělení ČNB k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou č. 224/2006 Sb. Asociace pro kapitálový trh. Asociace fondů a asset managementu České republiky. 4.10.2006. Praha. [cit. 28. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.akatcr.cz/data/articles/down\\_1001.pdf](http://www.akatcr.cz/data/articles/down_1001.pdf)>.
- [20] OECD. Financial affairs division. Thomson, J. K. Choi, Sang-Mok.: Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries. France. April 2001. [cit. 25. apríla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.oecd.org/dataoecd/3/3/1918211.pdf>>.
- [21] Official Journal of the European Union. C 92 E/407. P5\_TA(2004)0031: Hedge funds and derivatives. European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives (2003/2082 (INI)). 16.4.2004. [cit. 21. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>>.
- [22] Pešek, T., David, J.: Investiční fondy kvalifikovaných investorů, Bulletin, január 2007. pozn. č.15, str.7. [cit. 19. mája 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.bbh.cz/pdf/bulletin\\_investicni\\_fondy\\_leden\\_2007.pdf](http://www.bbh.cz/pdf/bulletin_investicni_fondy_leden_2007.pdf)>.
- [23] Příručka k investování soukromého a venture kapitálu & adresář členů CVCA. [cit. 19. mája 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/prirucka.pdf>>.
- [24] "Report of the Expert Group on Alternative Investment Funds". [cit. 17. apríla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://ec.europa.eu>>.
- [25] Revize právní úpravy kolektivního investování – těžký porod nemocného dítěte. Komentáře a názory. 20.08.2006. [cit. 7. apríla 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.pravnizpravodaj.cz/pz/pz.nsf/lkpplainnews/CDA946C20C42FD8EC12571CE00435328>>.
- [26] Report of the alternative investment expert group to the european commission. Managing, servicing and marketing hedge funds in europe. Júl 2006. [cit. 21. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds_en.pdf)>.
- [27] Quarterly Statistical Release for Q4 2006 (2005) and Results for 2006 (2005) 2001 [cit. 10. mája 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.efama.org/60Statistics>>.
- [28] Suran, J.: K otázce subjektivního práva obchodníka s cennými papíry jednostranně měnit závazkový vztah se zákazníkem v širších souvislostech (I. část). [cit. 19. mája 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=1&s2=X&s3=X&s4=X&s5=S&s6=1&m=1&recid\\_cl=20319&typ=clanky#\\_edn4](http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=1&s2=X&s3=X&s4=X&s5=S&s6=1&m=1&recid_cl=20319&typ=clanky#_edn4)>.
- [29] Štefková, V., ČTK: Rizikovější fondy regulace nečeká. Praha. 9.5.2007. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://finweb.ihned.cz/c4-10039830-21086380-P00000\\_d-rizikovejsi-fondy-regulace-neceka](http://finweb.ihned.cz/c4-10039830-21086380-P00000_d-rizikovejsi-fondy-regulace-neceka)>.
- [30] The new Luxemburg law on Specialised Investments funds. KPMG. Marec 2007. [cit. 22. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.kpmg.lu/Download/Brochures/2007/ENG\\_NewLawonSIF.pdf](http://www.kpmg.lu/Download/Brochures/2007/ENG_NewLawonSIF.pdf)> , alebo na stránkach <<http://www.cssf.lu/>>.
- [31] United States Court of Appeal for the district of columbia circuit medzi Phillip Goldstein, et al., v. Securities and exchange commission, vo veci On Petition for Review of an Order of the Securities and Exchange Commission zo dňa 23.júna 2006. No. 04-1434. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.gov/>>.

[32] Vaughan, D., Dechert, P.: Selected Definitions of "Hedge Fund. 14-15. 5. 2003. [cit. 20. júna 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> >.

[33] „White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds“. [cit. 17. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://ec.europa.eu> >.

[34] Zbigniew, J.: The investments funds industry in CEE, FT Conference, Vienna, february 2007 dostupné na: <http://www.ftbusinessevents.com/efs-austria/images/contentpage/zbigniew.pdf>

[35] Zásady delegování činností (del), Komise pro cenné papíry, prosinec 2004. [cit. 18. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.sec.cz/>>.

### *Ostatné*

[1] Doporučení pro členy AFAM ČR jak postupovat při správě fondů kolektivního investování (dle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování – dále jen Zákon). Asociace fondů a asset managementu ČR. 13.06.2006. [cit. 29. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.afamcr.cz/download/304-doporu\\_en\\_fki\\_20060613.pdf](http://www.afamcr.cz/download/304-doporu_en_fki_20060613.pdf)>.

[2] Důvodová zpráva k návrhu novely zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, Ministerstvo financí, [cit. 9. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI\\_duvodova\\_zprava.pdf\\_2005.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI_duvodova_zprava.pdf_2005.pdf)>.

[3] KCP/8/2005 - K nabývání kvalifikované účasti na obchodníkovi s cennými papíry, [cit. 23. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/export/CZ/get\\_dms\\_file.do?FileId=2652](http://www.cnb.cz/export/CZ/get_dms_file.do?FileId=2652)>.

[4] KCP KCP/3/2004 – k nabývání kvalifikované účasti na obchodníkovi s cennými papíry, [cit. 23. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/export/CZ/get\\_dms\\_file.do?FileId=2548](http://www.cnb.cz/export/CZ/get_dms_file.do?FileId=2548)>

[5] Návrh nové výhlášky o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování. [cit. 19. júla 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/leg\\_kapitalovy\\_trh/diskuze/download/20061127\\_depozitar\\_vyhl\\_VD.pdf](http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/leg_kapitalovy_trh/diskuze/download/20061127_depozitar_vyhl_VD.pdf)>.

[6] stanovisko č. STAN/7/2004 zo dňa 23.6.2004: K otázce veřejného nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování. [cit. 7. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.sec.cz/>>.

[7] stanovisko č. STAN/6/2005 zo dňa 8. 6. 2005 pod názvom Shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti podle zákona o kolektivním investování

[8] stanovisko č. STAN/7/2004 zo dňa 23. 6. 2004 s názvom K otázce veřejného nabízení cenných papírů zahraničního speciálního fondu podle zákona o kolektivním investování.

[9] stanovisko č. STAN/17/2004 zo dňa 10. 11. 2004 s názvom K některým otázkám vzniku investičních fondů.

[10] Sněmovní tisk 1158 Novela z. o kolektivním investování – EU. [cit. 13. apríla 2007]. Dostupný na WWW:< <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=4&T=1158>>.

[11] Úřední sdělení České národní banky ze dne 12. ledna 2007 k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou zákona o kolektivním investování č. 224/2006 Sb. ČNB. Věstník ČNB, částka 3/2007 ze dne 19. ledna 2007. Praha. [cit. 28. júna 2007]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/vestnik/2007/download/v\\_2007\\_03\\_20307540.pdf](http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/legislativa/vestnik/2007/download/v_2007_03_20307540.pdf)>.

[12] Věcný záměr zákona o kolektivním investování, Ministerstvo financí, 2000; Stanovisko předsedy Legislativní rady vlády k návrhu věcného záměru zákona o kolektivním investování, Ministerstvo financí, 2001 [cit. 8. mája 2007]. Dostupný na WWW: < <http://www.mfcr.cz> >.

### **Právne predpisy**

- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů
- vyhláška č. 115/2007 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře fondu kolektivního investování
- vyhláška č. 603/2006 Sb., o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti
- vyhláška č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování
- vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování
- vyhláška č. 269/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování
- vyhláška č. 501/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi
- směrnice Rady č. 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)
- směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2001/108/ES kterou se mění směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) s ohledem na investice SKIPCP
- směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES kterou se mění směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) s ohledem na regulaci správcovských společností a zjednodušené prospekty
- směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES
- směrnice Rady 2003/48/ES o zdanění příjmů z úspor v podobě úrokových plateb

### **Internetové zdroje**

- <http://www.sec.cz>
- <http://www.cnb.cz>
- <http://www.mfcr.cz>
- <http://www.psp.cz>
- <http://www.senat.cz>
- <http://www.ifondy.cz>
- <http://www.epravo.cz>
- <http://eur-lex.europa.eu>
- <http://www.kluwerlawonline.com>
- <http://www.oxfordjournals.org/subject/law>
- <http://www.cesr-eu.org>
- <http://www.hedgeindex.com>
- <http://sec.gov>
- <http://www.efama.org>

## Zoznam tabuliek a grafov

Tabuľka 1: Hodnota finančného majetku držaného domácnosťami .....	34
Tabuľka 2: Štruktúra finančného majetku držaného domácnosťami. ....	35
Tabuľka 3: Počet registrovaných subjektov kolektívneho investovania v ČR.....	38
Graf 1: Rozdelenie fondov kolektívneho investovania .....	18
Graf 2: Objem aktív vo fondoch kolektívneho investovania v Európe .....	20
Graf 3: Rozdelenie finančných aktív do fondov kolektívneho investovania .....	37